

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DETERMINANTES INSTITUCIONAIS DO
INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO

RHALIMAN SILVA CHEDE

Florianópolis
2008

RHALIMAN SILVA CHEDE

Determinantes institucionais do investimento direto externo.

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária da disciplina CNM 5420 – Monografia.

Orientador: Prof. Fernando Seabra

Florianópolis
2008

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Determinantes institucionais do investimento direto externo

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota ^{9,0} à aluna RHALIMAN SILVA CHEDE na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca examinadora:



Prof. Dr. Fernando Seabra
Presidente

Cauê Serur Pereira
Membro



Prof. Dr. Milton Biagi
Membro

AGRADECIMENTOS

À minha família, em especial aos meus pais, Eliane e Ivaldo por todo o esforço empreendido para que eu pudesse ter chegado até aqui e, por estarem sempre presentes.

Aos professores do departamento de Economia, especialmente ao professor Fernando Seabra, pela orientação e composição deste estudo, bem como pelo aprendizado, apoio, e sobretudo pelo incentivo para a continuidade de meus estudos. Agradeço pela dedicação e paciência durante este tempo.

Aos meus amigos, pela presença agradável e constante durante esta jornada. Obrigada pelas vezes que rimos até chorar, pelo carinho, e até mesmo pelos sermões - quando estes foram necessários. Um agradecimento em especial a Camila e Jaque que estiveram sempre ao meu lado.

Aqueles que de alguma forma me fizeram aprender e crescer com sua experiência, e que percorreram este caminho junto comigo, ou ao menos parte dele, muito obrigada.

RESUMO

Este estudo investiga os determinantes institucionais do investimento direto externo (IDE) em direção a oito países em desenvolvimento. Para tanto, constrói-se um conjunto de hipóteses considerando os fatores institucionais como o *rating* de risco soberano atribuído aos países pelas agências de risco, a liberdade econômica, percepção da corrupção, indicadores de governança de Kaufmann e a competitividade global dos países. Utilizando dados empíricos relativos a estes oito países (Argentina, Brasil, Chile, Índia, Malásia, México, República da Coreia e Tailândia) propõe-se um modelo de determinantes institucionais do IDE. Os resultados do modelo apontam que as instituições influenciam na atração de fluxos de IDE. A partir da estimação do modelo através do método de dados em painel para o período de 1996-2006 e com 8 unidades *cross-section*, que correspondem a 8 países de destino do IDE, é possível inferir que as variáveis institucionais são importantes determinantes do investimento.

PALAVRAS-CHAVE: investimento direto externo, instituições, dados em painel.

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Matriz de correlação parcial das variáveis do modelo.....	58
Anexo 2. Tabela de transposição linear da escala de ratings.....	59

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Mudanças na regulação imposta pelos países sobre o IDE.....	19
Figura 2: Restrições relatadas pelas firmas ao clima de investimento.	27

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução do risco soberano - Moody's (1996-2006)	31
Gráfico 2: Evolução do risco soberano - S&P (1996-2006).....	32
Gráfico 3: Evolução do risco soberano - FITCH (1996-2006).....	32
Gráfico 4: Distribuição de liberdade econômica no mundo - 2008.....	36
Gráfico 5: Evolução da Liberdade Econômica de 1996 a 2006.....	37
Gráfico 6: Índice de Percepção de Corrupção 1996-2006.....	39
Gráfico 7: Entrada de fluxo de IDE 1996-2006 (Argentina, Brasil, Chile e México)	40
Gráfico 8: Entrada de fluxos de IDE 1996-2006 (Rep. Coréia, Índia, Malásia e Tailândia) ...	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estratégias das EMNs.....	23
Tabela 2: Mudanças introduzidas na regulamentação nacional 1996-2006.....	26
Tabela 3: Escalas de classificação de risco de longo prazo.....	30
Tabela 4: Categorias de liberdade econômica.....	36
Tabela 5: Variáveis e sinal esperado no modelo.....	47
Tabela 6: Resultados da estimação – Variável dependente: IDE_{it}	51
Tabela 7: Matriz de correlação das variáveis do modelo.....	58
Tabela 8: Transposição linear da escala de ratings.....	59

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

FMI	Fundo Monetário Internacional
ICG	Índice de Competitividade Global
IDE	Investimento Direto Externo
ILE	Índice de Liberdade Econômica
IPC	Índice de Percepção de Corrupção
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
S&P	Standard&Poor's
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
WDR	<i>World Development Report</i>
WEF	<i>World Economic Forum</i>
WGI	<i>Worldwide Governance Indicators</i>
WIR	<i>World Investment Report</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Tema e problema	12
1.2 Objetivos.....	13
1.2.1 Objetivo Geral	13
1.2.2 Objetivos Específicos	14
1.3 Justificativa.....	14
1.4 Metodologia.....	15
1.4.1 Delineamento, método e etapas da pesquisa	15
1.4.2 População de estudo	16
1.4.3 Técnicas de coleta e tratamento dos dados.....	16
1.4.3 O modelo de painel de dados.....	16
1.5 Estrutura do trabalho	17
2. INSTITUIÇÕES E IDE – REVISÃO TEÓRICA	18
2.1 Abordagem do Banco Mundial	18
2.2 Teorias do IDE	20
2.3 O papel das Instituições.....	23
2.3.1 Instituições.....	24
2.3.2 Instituições e IDE	25
3. INDICADORES INSTITUCIONAIS E FLUXO DE IDE	29
3.1 Risco Soberano	29
3.2 Indicadores de Governança	33
3.3 Índice de Liberdade Econômica	34
3.4 Índice de Competitividade Global (ICG)	37
3.5 Índice de Percepção de Corrupção (IPC)	38
3.6 Investimento Direto Externo (IDE)	39
4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA	42
4.1 Análise Econométrica.....	42
4.2 Formulação do modelo	44
4.2.1. Marco Teórico	44
4.2.2. Hipóteses do modelo	44

4.2.3. Variáveis	45
4.3. Resultados da estimação	48
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	52
REFERÊNCIAS	54
ANEXOS	58

1 INTRODUÇÃO

O investimento direto externo (IDE) tem um papel importante a desempenhar no apoio ao crescimento econômico, principalmente em países em desenvolvimento. A literatura salienta a importância do IDE como uma fonte de tecnologia e *expertise* (especialização). As empresas são particularmente importantes para o crescimento nos países em desenvolvimento. (UNCTAD, 2007). Esse argumento é reforçado pelo Banco Mundial (2005), que afirma que um dos atrativos que ampliam o IDE é o fato de que a tecnologia e a *expertise* podem transbordar para os fornecedores locais, clientes e competidores.

Segundo a *United Nations Conference on Trade and Development*- UNCTAD (2007) a distribuição geográfica do IDE está mostrando sinais de mudança e novos países aparecem como importantes economias receptoras e inversoras. O aumento dos fluxos de IDE em países em desenvolvimento e o crescimento da participação destes países como inversores é visto como uma tendência atual pela UNCTAD.

1.1 Tema e problema

É considerável o aumento dos fluxos de IDE nos últimos anos, tendo alcançado 1,306 trilhões de dólares em 2006, segundo a UNCTAD (2007), o que representa 38% a mais do que no ano anterior. Os fluxos em direção a países em desenvolvimento alcançaram os níveis históricos mais altos, tendo um acréscimo de 21% em relação a 2005, atingindo 379,07 bilhões de dólares, representando desta forma, a crescente busca destes mercados emergentes pelos investidores estrangeiros.

Diante disso, surge a necessidade de entender quais são os determinantes do IDE, e por consequência extrair conclusões acerca dos diferentes graus de atratividade que os países apresentam. Daude e Stein (2007) afirmam que, uma compreensão mais profunda dos determinantes de localização de empresas multinacionais, se torna cada vez mais relevante para a adoção de políticas bem sucedidas para atrair investidores.

Nos países em desenvolvimento também há um interesse crescente nos determinantes do IDE, que é considerado um dos componentes mais estáveis dos fluxos de capitais que

atraem; além disso, pode também ser uma forma de obter acesso a tecnologias com o uso e difusão de melhoria das técnicas de produção (BÉNASSY-QUÉRÉ et al, 2007). No ano de 2006 foram feitas cento e quarenta e sete mudanças nas políticas de países receptores de tais investimentos, sendo que a maioria delas (74%) foi feita por países em desenvolvimento. Incluíram medidas destinadas a baixar os impostos sobre a renda das sociedades, e a intensificar os esforços de promoção de IDE, favorecendo a criação de um bom clima de investimento (UNCTAD, 2007).

O papel dos determinantes institucionais ganha mais espaço entre os estudos realizados na área. O *World Development Report* -WDR publicado pelo Banco Mundial (2005) aborda a questão da importância de um clima de investimento, definido como o conjunto de fatores específicos que determinam as oportunidades e incentivos para que as empresas invistam de forma produtiva. Instituições precárias podem caracterizar custos adicionais para o investidor estrangeiro, que se torna bastante vulnerável a qualquer forma de incerteza (BÉNASSY-QUÉRÉ et al, 2007).

Diante deste contexto, torna-se relevante estudar a relação entre os indicadores institucionais e o IDE, principalmente em países em desenvolvimento. Logo, algumas questões se colocam, tais como: as instituições são fatores determinantes na atração de IDE? Qual a melhor maneira de mensurar as instituições?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Este estudo tem como objetivo verificar a influência dos indicadores institucionais sobre o fluxo de investimento direto externo (IDE) em direção a determinados países emergentes (Argentina, Brasil, Chile, Coréia do Sul, Malásia e Tailândia) no período de 1996-2006.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Revisar as principais teorias relativas aos determinantes do investimento direto externo;
- Analisar a evolução dos fluxos de investimento direto externo para os países em questão, bem como seus indicadores institucionais;
- Avaliar a influência dos indicadores institucionais selecionados sobre IDE a partir de uma análise econométrica de painel de dados.

1.3 Justificativa

Considerando a relevância do estudo das relações entre os fluxos de investimento direto externo e indicadores institucionais na economia internacional, este trabalho propõe-se a contribuir para o enriquecimento da pesquisa nesta área. A escolha dos oito países a serem analisados neste estudo justifica-se pelo fato destes serem países emergentes, facilitando a adoção de parâmetros de análise, ainda que possuam suas particularidades.

Vale ressaltar a importância dada ao tema por parte de organismos internacionais, como a UNCTAD e o Banco Mundial, que divulgam anualmente relatórios a respeito do mesmo. Dentre as pesquisas realizadas acerca do assunto encontram-se alguns relatórios, tais como o WDR 2005 publicado pelo Banco Mundial em 2005 e *World Investment Report - WIR*, que é uma publicação anual da UNCTAD. Além destas publicações existem outros artigos, como *Governance Matters VII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2007* (KAUFMANN et al, 2008); *The quality of institutions and foreign direct investment* (DAUDE, STEIN, 2007) e *Institutional determinants of Foreign Direct Investment* (BÉNASSY-QUÉRÉ et al, 2007). Eis aqui mais um motivo para realizar tal estudo, com um enfoque não tão amplo, mas nem por isso menos relevante.

1.4 Metodologia

De acordo com Gil (2002), este estudo apresenta um caráter descritivo, pois visa descobrir a existência de associações entre as variáveis, neste caso, indicadores institucionais e investimento direto externo, através de uma análise quantitativa.

1.4.1 Delineamento, método e etapas da pesquisa

Quanto ao método de abordagem e ainda de acordo com Gil (2002), este trabalho utiliza o método indutivo, partindo desta forma de acontecimentos e fenômenos particulares para se chegar a uma situação geral.

Quando se consideram os aspectos materiais da pesquisa, torna-se necessário o estabelecimento de outros sistemas de classificação, que abranjam o local de realização, os recursos disponíveis, a coleta de dados e o controle dos fatores determinantes do fato ou fenômeno a ser pesquisado.

Com base nesses elementos, torna-se possível estabelecer uma série de classificações. (...) podem-se classificar as pesquisas econômicas em três grupos: a) pesquisas bibliográficas e documentais, b) levantamentos e c) estudos de caso. (GIL, 1991, p 41-42)

Diante disso, e objetivando verificar a influência dos indicadores institucionais sobre o fluxo de IDE o estudo será embasado em pesquisa bibliográfica e pesquisa documental.

O primeiro objetivo deste trabalho será atingido por meio de uma pesquisa bibliográfica, que consiste em buscar na literatura livros, teses e dissertações a respeito do assunto, permitindo o desenvolvimento da fundamentação teórica.

Para segundo objetivo, que visa analisar a evolução dos fluxos de investimento direto externo para os países em questão, bem como seus indicadores institucionais, será utilizada pesquisa documental, feita em relatórios, revistas, artigos técnicos.

No que diz respeito ao terceiro e último objetivo, que é a avaliação da influência dos indicadores institucionais sobre o IDE será atingido por meio da aplicação do modelo de painel de dados; o período de análise é de 1996 a 2006 (dados anuais). Trata-se, portanto do uso de ferramentas econométricas de análise para atender ao objetivo geral deste trabalho.

1.4.2 População de estudo

O estudo caracteriza-se por utilizar uma amostra intencional não-probabilística dos países de destino do investimento para a estimação do modelo de dados em painel: a escolha dos países de origem no fato de ambos serem países emergentes, ainda que apresentem suas particularidades. Neste sentido, foram selecionados 8 países para compor o modelo empírico dos determinantes institucionais do IDE no período de 1996 a 2006 – o período em estudo se justifica em função da disponibilidade de dados para os indicadores abordados.

Segundo Richardson (1999), os elementos que formam a amostra relacionam-se intencionalmente de acordo com determinados critérios, sendo representativos da população.

1.4.3 Técnicas de coleta e tratamento dos dados

A técnica de coleta de dados utilizada consistiu em dados secundários, para realizar as evidências empíricas que explicam a relação de determinação dos indicadores institucionais sobre o fluxo de IDE.

Richardson (1999) afirma que o pesquisador deve explicitar sobre o tipo de plano que será usado na pesquisa, se será um estudo de corte transversal (em um dado momento) ou longitudinal (ao longo de um período). Neste trabalho, foi utilizado o estudo de corte longitudinal por envolver uma amostra fixa de elementos da população que será medida repetidamente – ou seja, a amostra permanece a mesma ao longo do tempo.

1.4.3 O modelo de painel de dados

Freqüentemente o termo *painel* é usado de para expressar um estudo longitudinal, sendo que um *painel* consiste de uma amostra, que repassa informações a intervalos especificados ao longo de um período extenso (ver Madalla, 2001 e Wooldridge, 2006). Neste sentido, a técnica de dados em painel, como o estudo longitudinal utilizado para o tratamento econométrico dos dados, permite no presente trabalho a análise dos determinantes

institucionais do IDE de um conjunto de países de destino ao longo do tempo, ou seja, permite a utilização de uma mesma amostra para análise ao longo do período de tempo em estudo.

O modelo de painel de dados será formulado e especificado no capítulo 4, quando será também realizada a análise do modelo teórico-analítico dos determinantes do IDE e a análise empírica através da estimação do modelo econométrico para os determinantes institucionais do IDE em direção a um conjunto de países selecionados.

1.5 Estrutura do trabalho

Este trabalho é composto por cinco capítulos. Esta breve introdução corresponde ao primeiro capítulo. Em seguida, parte-se para o segundo capítulo, no qual serão apresentadas as principais teorias sobre os determinantes do investimento direto externo, buscando, no entanto dar ênfase ao papel das instituições como determinantes na atração deste tipo de investimento.

No terceiro capítulo tem-se a apresentação dos indicadores institucionais usados neste trabalho, bem como a metodologia adotada por eles e sua definição.

O quarto capítulo corresponde ao modelo empírico dos determinantes institucionais do IDE em direção aos oito países analisados, sendo apresentados neste capítulo a revisão econométrica do modelo de painel de dados, as hipóteses, variáveis do modelo e resultados da estimação. Por fim, o quinto capítulo corresponde à conclusão.

2. INSTITUIÇÕES E IDE – REVISÃO TEÓRICA

O fluxo de investimento direto externo (IDE) em direção a determinados países é influenciado, dentre outros fatores pela qualidade de suas instituições. É crescente a preocupação por parte dos governos em relação à criação de um bom clima de investimento, que segundo o Banco Mundial (2005) é o conjunto de fatores locais específicos que propiciam as oportunidades e incentivos para que as firmas invistam produtivamente.

Este capítulo tem por objetivo discorrer brevemente sobre os determinantes do IDE, através da apresentação das principais teorias do IDE, e enfatizar o papel das instituições na atração deste tipo de investimento. Para tanto se faz necessário apresentar algumas definições que contribuirão para o desenvolvimento dos próximos capítulos.

Inicialmente será abordada a importância do Banco Mundial na realização de pesquisas que buscam mensurar a qualidade das instituições e a conseqüente criação de um clima de investimento favorável. Em seguida, será apresentado o conceito e as principais teorias do IDE. Por fim apresenta-se o conceito de instituições e a sua influência sobre o fluxo de IDE. Este capítulo se propõe, portanto a apresentar a abordagem teórica que serve de base para o tema proposto, auxiliando na correta análise dos dados e no alcance dos objetivos estabelecidos.

2.1 Abordagem do Banco Mundial

O aumento do número de instituições que vem desenvolvendo pesquisa visando mensurar e definir o clima de investimento tem contribuído para a expansão da quantidade de variáveis disponíveis. O *Worldwide Governance Research Indicators Dataset* utiliza-se de fontes de 32 organizações distintas para calcular os seis indicadores de governança que o compõem. Cabe destacar aqui a iniciativa por parte do Banco Mundial juntamente com governos na criação de novos indicadores com o objetivo de mensurar o clima de investimento, permitindo fazer uma análise sobre as restrições com as quais as firmas se deparam relacionando com o investimento realizado por estas (BANCO MUNDIAL, 2005).

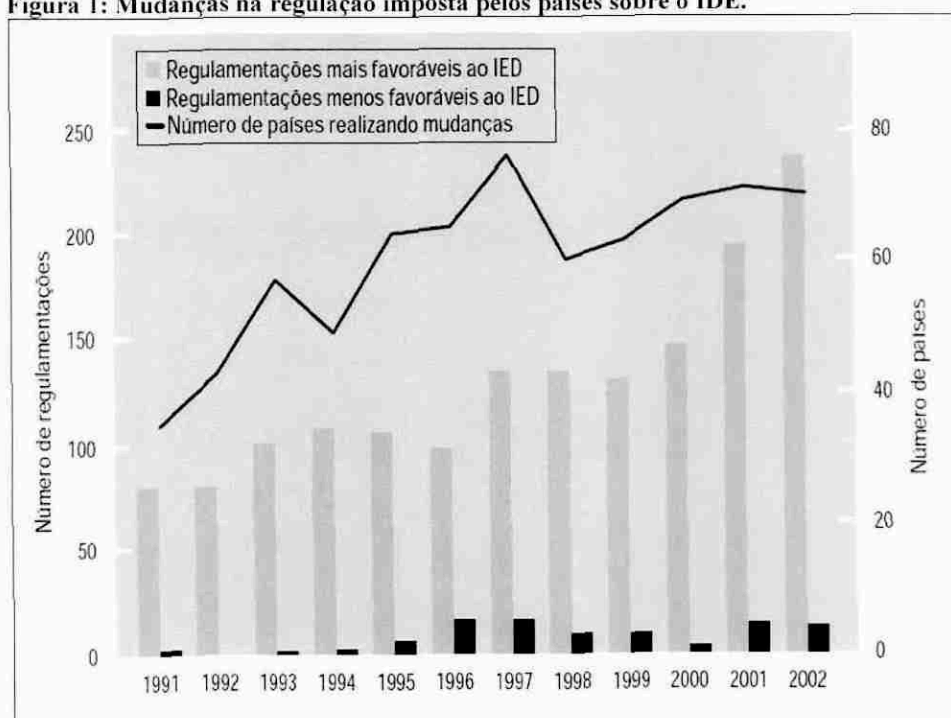
As firmas nos países em desenvolvimento classificam como uma preocupação crucial

as incertezas relativas às políticas públicas, que aliada à incerteza na garantia dos direitos de propriedade, instabilidade macroeconômica e regulação arbitrária reduzem os incentivos ao investimento (BANCO MUNDIAL, 2005).

A melhoria do clima de investimento deve ser entendida como um processo, não como um evento isolado. Diante da necessidade de revisão das políticas, muitos países estão criando instituições de apoio para auxiliar em tarefas específicas e sustentar os níveis de investimento através de mudanças no governo. Essas instituições assumem muitas formas, mas desempenham o papel de facilitar as consultas públicas, a coordenação, revisar a legislação e políticas existentes, além das novas políticas e propostas regulatórias (BANCO MUNDIAL, 2005).

Desde 1995, pelo menos 60 países realizaram mudanças regulatórias em relação ao IDE todos os anos, sendo que a maioria delas tem sido favoráveis como mostra a Figura 1. Uma estrutura de regulação mais rígida tende a desencorajar o IDE, especialmente em países onde o cumprimento das normas regulatórias é incerto, impondo restrições que elevam os custos para o investidor estrangeiro reduzindo os incentivos para que estes ingressem e expandam sua produção (BANCO MUNDIAL, 2005).

Figura 1: Mudanças na regulação imposta pelos países sobre o IDE.



Fonte: UNCTAD (2003)

2.2 Teorias do IDE

De acordo com a abordagem do Fundo Monetário Internacional - FMI (2008) o IDE é uma categoria de investimento cujo objetivo é adquirir um interesse duradouro em uma empresa localizada em um país que não o do investidor, a fim de que este último possa exercer forte influência na gestão desta empresa. O investimento é considerado direto quando o investidor detém uma participação de capital de pelo menos, 10%, podendo influenciar na gestão da empresa receptora (OCDE, 2008). As empresas multinacionais (EMN) são consideradas o principal agente do IDE, logo é de grande relevância entender as motivações que as levam a realizá-lo.

O modelo de Corden (1974) explica o IDE sob a ótica neoclássica do comércio internacional, partindo do estudo da relação direta de substituição entre a escolha de investir produtivamente ou exportar. O autor utiliza a modificação nas premissas do modelo Heckscher-Ohlin-Samuelson (HOS)¹ para explicar a decisão de localização da empresa, e faz algumas considerações a fim de evidenciar que a existência de funções de produção diferentes, custos de transporte e também restrições à entrada favorecem o processo de internacionalização da empresa.

Hirsch (1976) enfoca dois principais aspectos ao realizar a análise da atuação da EMN: as condições que levam a empresa a escolher servir no mercado internacional, e aquelas de acordo com as quais a produção internacional é conduzida através de exportações ou produção local resultante do investimento estrangeiro. Para o autor a teoria do investimento internacional deve ser formulada por meio de uma análise comparativa das diferentes estratégias de internacionalização (HIRSCH, 1976).

Segundo Hirsch (1976) as premissas do modelo Heckscher-Ohlin-Samuelson-Stolper (HOSS) não são consistentes com o IDE, uma vez que assumem ausência de inversão de fatores, imobilidade dos fatores, retornos constantes de escala, funções de produção idênticas a âmbito internacional, custo zero de transporte e existência de mercados de produto e fatores perfeitos.

Corden (1974) e Hirsch (1976) –teoria do comércio internacional- centravam sua análise nos motivos que levavam as empresas a produzir no exterior, já a teoria moderna do

¹ O modelo HOS relaciona a especialização e o comércio com as diferenças nas dotações relativas de fatores entre países e diferenças nas intensidades de fatores entre indústrias, a fim de verificar as vantagens ou não da abertura comercial.

IDE enfatiza os determinantes da internacionalização da produção e não o diferencial de retorno (AMAL; SEABRA, 2005).

Hymer (1960) foi o primeiro a tratar a questão da internacionalização da produção baseado em mercados imperfeitos, o que significou uma mudança de abordagem dentro das teorias do IDE, ao analisar o agente realizador do IDE (EMN) ao invés do agregado macroeconômico. Segundo ele, as empresas estrangeiras possuem algumas desvantagens em relação às locais, e, portanto, para competir com estas últimas deve apresentar algumas vantagens específicas, tais como concorrência imperfeita, economias de escala internas ou externas assim como a intervenção governamental, mediante a restrição às importações e incentivo à internacionalização das empresas. De posse destas vantagens a EMN irá preferir atender os mercados externos através de investimentos diretos ao invés de exportações (HYMER, 1976).

Kindleberger (1969) faz análise semelhante à de Hymer. Afirma que a estrutura dos mercados – concorrência monopolística – vai determinar a conduta da empresa que irá internacionalizar sua produção, e não o contrário. Caves (1971) segue o mesmo argumento de que a estrutura ditará a conduta, e que os investimentos diretos dar-se-ão basicamente em setores dominados por oligopólios. Em virtude da semelhança das análises dos autores, a hipótese de “investimentos diretos determinados por ativos específicos que compensem a desvantagem inicial das empresas estrangeiras ante as firmas locais” passou a ser chamada, na literatura, como a tradição HKC – em referência a Hymer, Kindleberger e Caves (NONNEMBERG; MENDONÇA, 2005).

Outra corrente de estudos é representada pela teoria de Vernon (1966) sobre o ciclo do produto, de acordo com a qual todo produto possui um ciclo de vida composto por três estágios – inovação, maturidade e obsolescência. No estágio inicial do ciclo a rentabilidade é elevada e há retorno expressivo proveniente do valor das exportações. Já na fase de maturidade do produto, ocorre a difusão de tecnologia e como resultado desse processo os produtos com alto conteúdo tecnológico se convertem em produtos tradicionais, o que aumenta sua dependência do custo de mão-de-obra enquanto declina a do fator tecnologia, até tornar-se obsoleto.

A existência de EMN no mercado internacional surge como uma forma de impedir ou, dificultar a competição estrangeira, garantindo a rentabilidade da empresa por um período maior ao longo do ciclo do produto, e as inovações tecnológicas são o fator determinante do comércio internacional e da decisão de internacionalizar das empresas (VERNON, 1966).

Há ainda uma abordagem sobre os determinantes do IDE baseada na internalização de custos de transação. Dentre os primeiros representantes desta linha de estudo estão Buckley e Casson (1976 e 1981) que partem da idéia de que os mercados de produtos intermediários são imperfeitos, apresentando maiores custos de transação, de modo que se a administração se dá por empresas diferentes os custos de transação são maiores. Logo, a integração dos mercados pela EMN minimizaria tais custos.

Os estudos realizados por John Dunning são referência na explicação dos determinantes do IDE, ao propor uma abordagem integrada destes, realizando assim uma análise com base na teoria da produção internacional e nos conceitos de comércio internacional, buscando explicar as atividades das EMNs no exterior.

O modelo de Dunning sobre a análise dos determinantes da atuação da EMN, conhecido como paradigma eclético – *OLI paradigm*, afirma que as atividades das EMNs são determinadas pela interação de três conjuntos de fatores (DUNNING, 2000): vantagens de propriedade (*Ownership*) das EMNs existentes ou potenciais; vantagens de localização (*Locational*) que os países possuem e que são atrativos para a atuação das EMNs; e as vantagens de internalização (*Internalization*), ou seja, a combinação feita pelas empresas que possuem vantagens específicas de propriedade com os ativos externos do país receptor do IDE.

Os fatores do paradigma eclético de Dunning se originam de dois tipos de vantagens em relação à estratégia das EMNs, que são as vantagens específicas a firma, nas quais se incluem aquelas relativas à propriedade, e as específicas ao país, como as vantagens de localização. A interação dessas duas vantagens é considerada determinante da competitividade internacional (Dunning, 1988).

Ainda a respeito do modelo de Dunning, e segundo a visão de Mattos, Cassuce e Campos (2007, p.46):

(...) Dunning (1993) apresentou quatro razões para que a firma invista no exterior: busca de recursos, busca de mercados, busca de eficiência e busca de ativos estratégicos. A combinação entre os ativos de conhecimento e os fatores locais seria, então, a motivação de investimentos das EMN. Deve-se ainda, segundo Dunning (2002), ressaltar que há diferenças substanciais entre os fluxos de IDE apenas entre países desenvolvidos (origem e hospedeiro) e os fluxos em que os hospedeiros são países em desenvolvimento. Para esse autor, enquanto no primeiro caso ocorrem investimentos do tipo procura de ativos estratégicos e de eficiência horizontal, no segundo os IDE são caracterizados por procura de mercados, de recursos ou de eficiência horizontal.

Brewer (1993) numa extensão da teoria de Dunning (1988) classificou o IDE de acordo com quatro principais tipos de projetos: *market-seeking* FDI (busca de mercado),

resource-seeking FDI (busca de recursos), *efficiency-seeking* FDI (em busca de eficiência) e *asset-seeking* FDI (em busca de ativos estratégicos da empresa receptora do investimento). Seguindo esta classificação o relatório da UNCTAD (1998) – *World Investment Report* – apresenta uma definição dos principais determinantes do IDE para uma economia, como mostra a Tabela 1:

Tabela 1: Estratégias das EMNs

Projetos de IDE de acordo com as estratégias da empresa	Principais determinantes nos países receptores
<i>Market-seeking</i>	<ul style="list-style-type: none"> - tamanho do mercado e renda per capita - crescimento do mercado - acesso ao mercado regional - preferência dos consumidores - estrutura dos mercados
<i>Resource-seeking</i>	<ul style="list-style-type: none"> - matérias-primas - capacidade de aprendizagem dos trabalhadores - ativos tecnológicos e inovações - infra-estrutura física
<i>Efficiency-seeking</i>	<ul style="list-style-type: none"> - custos dos ativos e recursos, citados acima, ajustados ao nível de produtividade - outros custos de insumos, transporte, comunicação e outros custos intermediários - acordos de integração regional ou rede regional de cooperação

Fonte: UNCTAD (1998).

De acordo com a Tabela 1 os determinantes do IDE variam de acordo com a estratégia adotada pela EMN. Porém, além destes fatores apontados há que se ressaltar a importância das abordagens institucionais acerca dos determinantes do IDE. Assim, a seção seguinte apresenta alguns conceitos acerca de instituições e sua influência nas decisões de localização das EMNs.

2.3 O papel das Instituições

O WDR, publicado pelo Banco Mundial (2005) aborda a importância de se promover um bom clima de investimento, apontando os desafios enfrentados pelos governos, a fim de garantir que as políticas se reflitam num ajuste institucional favorável. Kaufmann, Kraay e

Mastruzzi (2008) fazem no *Worldwide Governance Indicators (WGI)* uma investigação que abrange 212 países e avaliam seis dimensões de governança, que nada mais é do que uma forma de analisar o arcabouço institucional destes países.

A fim de facilitar o entendimento a respeito do papel das instituições faz-se necessário revisar algumas das principais teorias a respeito, bem como o conceito de instituições.

2.3.1 Instituições

Segundo Douglas North (1993) as instituições são um conjunto de regras determinadas pelo homem que estruturam a interação em uma sociedade; são compostas por regras, leis, constituições, normas de comportamento, convenções e códigos de conduta. Elas definem a estrutura de incentivos da sociedade, e conseqüentemente, as instituições políticas e econômicas são determinantes do desempenho econômico. Além disso, as instituições determinam os custos de transação e transformação que são adicionados ao custo de produção.

As instituições não são, necessariamente, criadas com o objetivo de serem socialmente eficientes, ao invés disso, são criadas para servir aos interesses daqueles que possuem poder de barganha para criar novas regras. Em um mundo sem custos de transação o poder de barganha não influencia a eficiência dos resultados, mas o faz se houver custos de transação positivos. Se as instituições são as regras do jogo, as organizações e os empresários são os jogadores (NORTH, 1993).

North (1990/1994) afirma que o segredo do desenvolvimento reside nas instituições, nos meios de coordenar a ação dos indivíduos e dos grupos sociais. É dele também a afirmação de que as instituições passam a ter importância quando se torna custoso transacionar. As organizações são moldadas pelo ambiente institucional, ao mesmo tempo em que são responsáveis pela transformação deste (NORTH, 1990/1994)

Williamson (1996) adota o conceito de instituições de Douglas North, mas faz uma distinção entre níveis de conceituação dentro da Economia Institucional. De acordo com o autor a definição de instituições de North refere-se ao conceito do que ele chama de ambiente institucional, que faz parte do primeiro nível. Williamson (1996) trabalha principalmente com a idéia de instituições de governança, que opera ao nível das transações individuais. Em

poucas palavras as instituições são mecanismo de governança, ou seja, soluções eficientes para questões relativas à organização em um ambiente concorrencial (WILLIAMSON, 1996).

2.3.2 Instituições e IDE

Desde o começo da década de 90 observa-se um aumento no interesse pelos fatores determinantes do IDE nos países em desenvolvimento, na medida em que este constitui um dos componentes mais estáveis entre os fluxos internacionais de capitais e, portanto, representa uma forma de transferir o avanço tecnológico como de financiar o desenvolvimento (BÉNASSY-QUÉRÉ et al, 2007).

A qualidade das instituições deve exercer influência positiva no desenvolvimento através da promoção do investimento, ao reduzir o grau de incerteza das economias (AMAL et al., 2006).

Bénassy-Quéré et al (2007) reafirmam a idéia de que boas instituições exercem uma influência positiva sobre o desenvolvimento através da promoção do investimento, que enfrenta menor incerteza e maiores taxas de retorno esperado. Existem vários motivos para que a qualidade das instituições possa importar a atração de IDE. Um deles é que através das perspectivas de elevação da produtividade, boas infra-estruturas de governança podem atrair investidores estrangeiros. Outro motivo deve-se ao fato de que instituições precárias podem acarretar um custo adicional ao IDE. Um terceiro motivo é que devido aos elevados custos irrecuperáveis, o IDE é particularmente vulnerável a qualquer forma de incerteza, incluindo as incertezas decorrentes da ineficiência do governo, a inversão das políticas, frágeis garantias dos direitos de propriedade e do sistema jurídico em geral.

Bénassy-Quéré et al (2007) realizaram um estudo em detalhe sobre o impacto da qualidade institucional sobre o IDE bilateral. Ressaltam a existência de multicolinearidade entre a maior parte das medidas de qualidade institucional e do relacionamento endógeno entre instituições e o nível de desenvolvimento. Os resultados de sua pesquisa apontam para a eficiência pública como principal fator determinante do IDE. O conceito de eficiência pública inclui sistemas fiscais, facilidade para criar uma empresa, a ausência de corrupção, transparência, o direito contratual, garantia dos direitos de propriedade, a eficiência da justiça e das normas prudenciais (BÉNASSY-QUÉRÉ et al, 2007).

Em meados da década de 1990, mais de 100 países ofereciam incentivos fiscais com o objetivo de atrair o IDE, o que continua ocorrendo atualmente. Dentre 45 países em

desenvolvimento que participaram de uma pesquisa realizada pelo Banco Mundial, 85% deles ofereciam algum tipo de isenção fiscal ou redução de imposto de renda das empresas, direcionando esses benefícios para o capital estrangeiro. Os governos devem garantir que novas políticas e propostas regulatórias não prejudiquem o clima de investimento. Um clima de investimento seguro requer uma sólida estabilidade macroeconômica antes que as políticas micro econômicas ganhem aderência. A instabilidade afasta o investimento ao tornar os ganhos mais incertos (BANCO MUNDIAL, 2005).

De acordo com a Tabela 2, no ano de 2006 foram observadas 147 mudanças nas políticas que visavam facilitar o IDE, sendo que destas 74% foram realizadas por países em desenvolvimento (UNCTAD, 2007). Os governos estão, portanto percebendo que há uma necessidade de criar condições institucionais favoráveis para que seus países possam ser considerados atrativos pelas EMNs, como mostra a Tabela 2.

Tabela 2: Mudanças introduzidas na regulamentação nacional 1996-2006

Conceito	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nº países que introduziram mudanças	66	76	60	65	70	71	72	82	103	93	93
Nº de mudanças na regulamentação	114	150	145	139	150	207	246	242	270	205	184
Mais favoráveis ao IDE	98	134	136	130	147	193	234	218	234	164	147
Menos favoráveis ao IDE	16	16	9	9	3	14	12	24	36	41	37

Fonte: UNCTAD, World Investment Report, 2007.

Por representarem os principais fatores imóveis no mercado globalizado é que foi atribuída grande importância às instituições na literatura a respeito de Negócios Internacionais. Considerando a grande mobilidade de empresas e fatores de produção, os sistemas legal, político e administrativo tendem a ser o único fator imóvel internacionalmente, e seus custos determinam a atratividade internacional de localização. Dessa forma, o quadro institucional afeta a capacidade de interação por parte das empresas, e com isso os custos relativos de transação e coordenação da produção e inovação (MUDAMBI; NAVARRA, 2002).

Segundo Mudambi e Navarra (2002) na abordagem institucional do IDE o ambiente institucional representa uma vantagem locacional e, portanto, deverá constituir-se fator chave

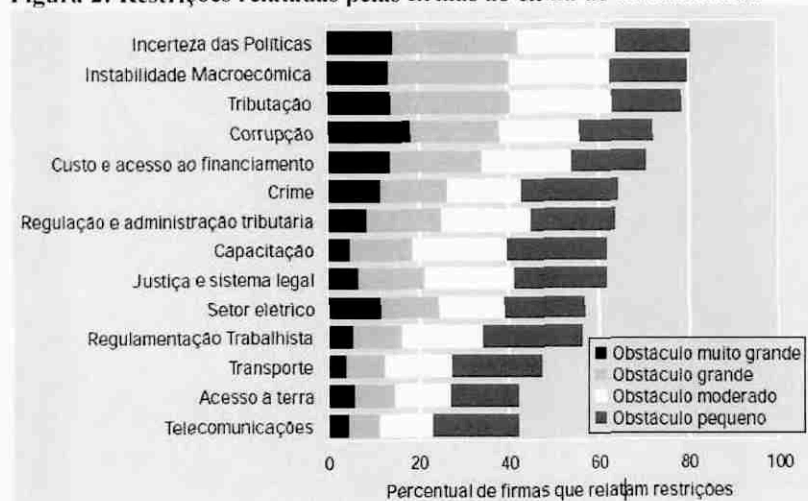
na explicação dos fluxos de IDE. São componentes deste ambiente institucional as instituições políticas – tipo de regime, estrutura nacional de decisão política e sistema judicial; instituições econômicas – estrutura dos mercados nacionais de fatores e as condições de acesso aos fatores de produção internacional; e os aspectos sócio-culturais – normas informais, costumes, hábitos e religião.

(...) o ambiente institucional passou a representar uma vantagem locacional crucial e influenciar significativamente a vantagem competitiva do país hospede do IDE. Como consequência desta abordagem, as EMNs seguem uma estratégia de penetração do mercado através do IDE não apenas para explorar os recursos já existentes nos países receptores, mas também para aumentar as suas próprias competências através da interação com diversas localizações. Ou seja, dentro de uma perspectiva global, investidores buscam localizações cujos ambientes institucionais facilitem o desenvolvimento de suas vantagens específicas de propriedade em nível global (BEVAN et al, 2004, apud AMAL; SEABRA, 2007, p. 235).

Em ambas as abordagens acima ficou evidente a importância atribuída às instituições como determinantes na escolha de localização das EMN. De acordo com pesquisas do Banco Mundial (2005) as incertezas quanto às políticas públicas dominam as preocupações das firmas em relação ao clima de investimento, e muitas delas não acreditam no judiciário para defender seus direitos de propriedade.

Em pesquisa realizada com mais de 26 mil firmas em países em desenvolvimento o *World Development Report* (BANCO MUNDIAL, 2005) buscou identificar como elas avaliam as restrições ao clima de investimento, solicitando que classificassem numa escala de 5 pontos se os aspectos listados constituíam um obstáculo ao desenvolvimento de seus negócios. A Figura 2 demonstra que a corrupção é vista por aproximadamente 20% das firmas como um obstáculo muito grande ao clima de investimento, e o aspecto que mais foi apontado como restritivo foi a incerteza das políticas.

Figura 2: Restrições relatadas pelas firmas ao clima de investimento.



Fonte: Banco Mundial: *WDR*, 2005.

Wheeler e Mody (1992, apud AMAL *et al.*, 2006, p.46) em estudos empíricos sobre os determinantes institucionais do IDE chegaram ao resultado de que uma medida composta por fatores de risco, incluindo variáveis institucionais como burocracia, instabilidade política, corrupção e qualidade do sistema legal, não se mostrou estatisticamente significativa quanto à determinação da estratégia de localização das filiais estrangeiras de empresas sediadas nos Estados Unidos.

Wei (2000 apud DAUDE; STEIN, 2007, p.318) usando dados bilaterais dos estoques de IDE dos países da OCDE mostrou que a corrupção e a incerteza gerada por esta, afetam negativamente a localização do IDE.

O impacto das instituições sobre o investimento seja ele nacional ou estrangeiro pode se manifestar de duas formas: más instituições podem representar um custo a mais sobre a decisão de investir; e a execução incorreta de contratos gera incerteza quanto a retornos futuros, afetando negativamente o nível de investimento. As decisões de investir podem depender de diferentes dimensões das instituições públicas, além de corrupção, como a estrutura regulatória, a previsibilidade da política econômica, a proteção do direito de propriedade ou a eficácia na aplicação da lei (DAUDE; STEIN, 2007).

Para Daude e Stein (2007) a qualidade das instituições tem efeitos positivos sobre IDE. De acordo com suas pesquisas o impacto das variáveis institucionais é estatisticamente significativo e economicamente importante. Através da estimação dos modelos ficou evidente que a melhora em um ponto percentual na qualidade das instituições induz a um aumento de 130% no estoque de IDE (DAUDE; STEIN, 2001).

Bevan, Estrin e Meyer (2004) tentaram examinar a medida que a estratégia de desenvolvimento das instituições é essencial para a atração de IDE, através da redução dos custos de transação relacionados a implantação de operações de produção local. Os resultados econométricos mostraram que a propriedade privada do negócio, a reforma do setor bancário, a liberalização do mercado cambial e do comércio internacional e o desenvolvimento do sistema legal são as instituições que influenciam diretamente os fluxos de IDE.

3. INDICADORES INSTITUCIONAIS E FLUXO DE IDE

As instituições de um país são fatores determinantes para a atração de fluxos de IDE. Quando um ambiente institucional não está bem desenvolvido, seu impacto sobre a credibilidade pode ser pequeno, o que eleva o risco e a incerteza para as firmas (BANCO MUNDIAL, 2005). Na tentativa de mensurar a qualidade do quadro institucional dos países foram formulados alguns indicadores, cada um com sua metodologia buscando captar aspectos diferentes do que se entende por instituições.

Na primeira seção deste capítulo são apresentadas as características, definições e diferenças entre risco soberano e risco país.

As seções seguintes apresentam os indicadores institucionais mais utilizados em pesquisas a respeito do tema, destacando as peculiaridades e metodologia de cada um deles. Dentre eles estão: Indicadores de governança, Índice de Liberdade Econômica, Índice de Competitividade Global, Índice de percepção de corrupção. Ainda neste capítulo analisa-se a atração dos fluxos de IDE em direção aos oito países que fazem parte do escopo deste trabalho no período de 1996 a 2006.

3.1 Risco Soberano

Um *rating* é uma estimativa da probabilidade de inadimplência futura. Os *ratings* soberanos abordam o risco de crédito de governos nacionais, através de uma avaliação quantitativa e qualitativa. Dessa forma o *rating* atribuído por uma agência de avaliação de risco tem certo grau de subjetividade que reflete não apenas os cálculos econométricos usados por estas, mas também sua opinião sobre a qualidade do crédito do emissor. O número de casos de inadimplência por parte de governos soberanos avaliados tem sido menor que os registrados no setor corporativo, na maioria das categorias de *ratings*. No entanto, essas comparações são afetadas pela pequena amostra de casos de inadimplência de governos soberanos. Espera-se que, com o tempo, o grau de estabilidade dos *ratings* soberanos e a probabilidade de inadimplência se aproximem dos índices corporativos, à medida que aumenta a amostra de governos soberanos (STANDARD & POOR'S, 2002).

Apesar de fortemente relacionados existem diferenças entre o risco soberano e o risco-país. O conceito de risco-país define-se como um índice medidor da confiança do mercado mundial em relação à capacidade de determinado país arcar com seus compromissos externos; diz respeito a todos os ativos financeiros do país (CLAESSENS; EMBRECHTS, 2002).

Uma forma usual para expressar quantitativamente o risco-país é por meio do excesso de rendimento (prêmio de risco ou *spread*) dos títulos soberanos emitidos em moeda estrangeira em relação a um instrumento livre de risco de características semelhantes de prazo e denominação. Quanto maior o risco menor a capacidade de um país atrair capital estrangeiro. O indicador de mercado mais difundido no que diz respeito a prêmios de risco em títulos de economias emergentes é o EMBI+ do J.P. Morgan². Esse índice consiste em uma carteira padrão de títulos da dívida externa de países emergentes denominados em moeda estrangeira negociados em mercados secundários. O índice é medido pela diferença entre a taxa interna de retorno da carteira e a taxa de juros do Tesouro dos Estados Unidos com características semelhantes – margem soberana. O risco-país nada mais é do que a margem soberana dos subíndices em que pode ser decomposto o EMBI+.

As principais agências de *rating* são Standard & Poor's, Fitch Ratings e Moody's Investors Services, sendo que as duas primeiras adotam praticamente a mesma nomenclatura, já esta última possui nomenclatura própria. A Tabela 3 apresenta as escalas de classificações de risco adotadas pelas três agências.

Tabela 3: Escalas de classificação de risco de longo prazo.

Moody's	Standard & Poor's	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Investment Grade
Aa	AA	AA	
A	A	A	
Baa	BBB	BBB	
Ba	BB	BB	Speculative Grade
B	B	B	
Caa	CCC	CCC	
-	CC	CC	
-	C	C	
Ca	SD	DDD	
C	D	DD	

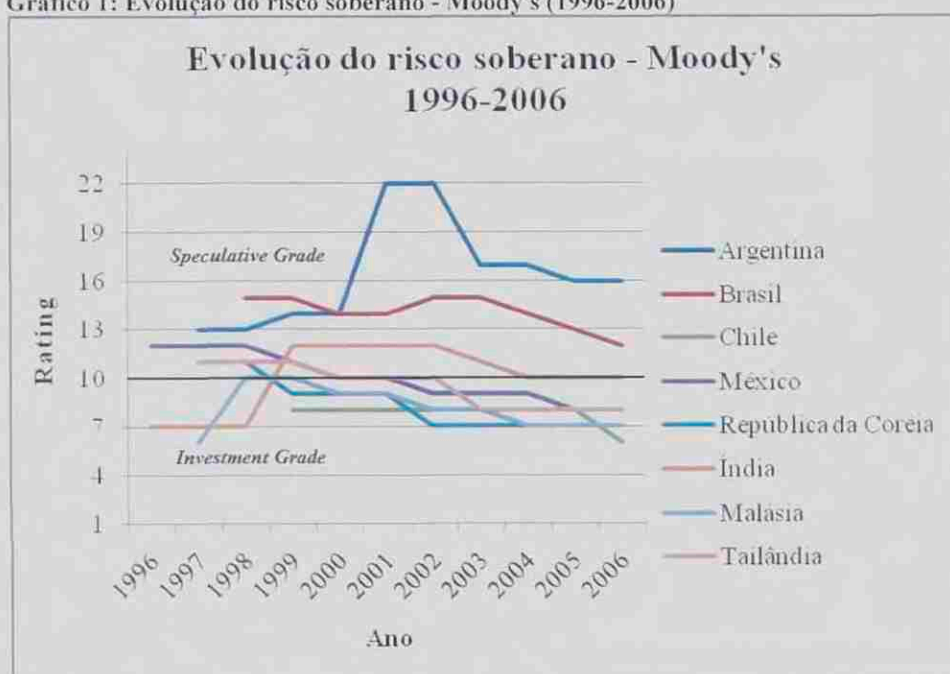
Fonte: Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

² J.P.Morgan Emerging Markets Bond Index Plus

As classificações de *rating* são divididas em dois grupos, o chamado *investment grade* (categoria de investimento) e *non-investment grade* (categoria especulativa). A primeira categoria refere-se a investimentos considerados com baixo risco de crédito, já os segundos apresentam um maior risco, exigindo, portanto um maior retorno (STANDARD & POOR'S, 2002).

O Gráfico 1 mostra a evolução do risco soberano no período de 1996 a 2006 de acordo com a agência de classificação de risco Moody's. De acordo com esta agência no ano de 2006 apenas dois dos oito países estudados não compunham a categoria de *Investment Grade*, são eles: Argentina e Brasil.

Gráfico 1: Evolução do risco soberano - Moody's (1996-2006)



Fonte: Moodys – dados brutos. Elaboração própria.

O Gráfico 2 traz a mesma análise do gráfico anterior, porém sob a classificação da agência S&P. Pode-se observar que de uma agência para outra há uma diferenciação quanto ao enquadramento dos países nas duas categorias, sendo que 3 países não fazem parte da categoria *Investment Grade*, e são Argentina, Brasil e Índia – esta última não fora enquadrada como *Speculative Grade* segundo dados da *Moody's*.

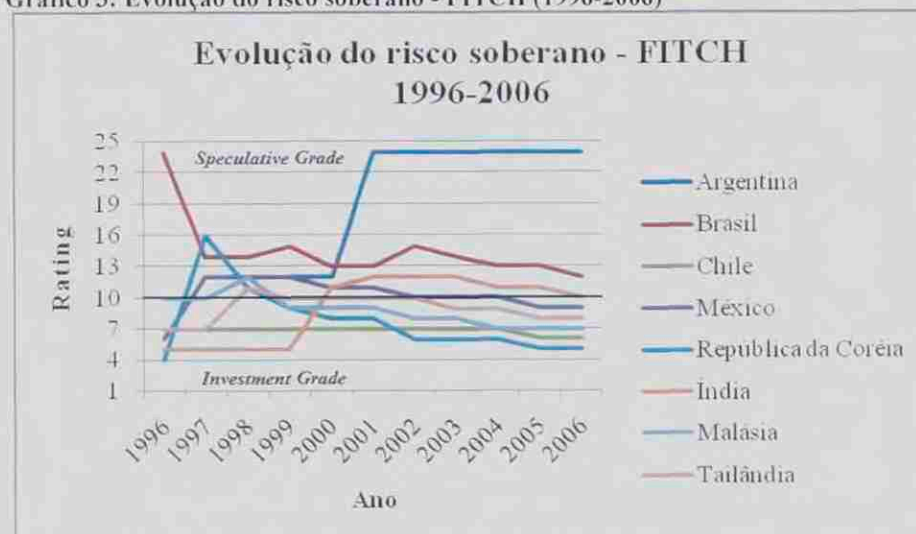
Gráfico 2: Evolução do risco soberano - S&P (1996-2006)



Fonte: Standard&Poor's – dados brutos. Elaboração própria.

O Gráfico 3 apresenta os mesmos resultados apontados na classificação da S&P em relação ao enquadramento dos países na categoria de *Investment Grade*, no entanto os dados foram coletados da FITCH Ratings.

Gráfico 3: Evolução do risco soberano - FITCH (1996-2006)



Fonte: FITCH – dados brutos. Elaboração própria.

Ainda de acordo com o Gráfico 3, verifica-se que há uma diferença na atribuição dos *ratings* ao Brasil e à Argentina. No ano de 1996 o Brasil possuía a pior classificação de risco,

se comparado aos demais países e à análise das demais agências. Já a Argentina, praticanete inverteu as posições com o Brasil, e em 2006 seu *rating* é o mesmo que o do Brasil em 1996.

3.2 Indicadores de Governança

Kaufmann et al (2008) divulgam anualmente³ um estudo sobre os indicadores de governança (*Worldwide Governance Indicator - WGI*) que envolve 212 países e territórios, baseado em 35 fontes de dados de 32 organizações de todo o mundo. Segundo os autores governança é definida como as instituições por meio das quais a autoridade de um país é exercida. Os *WGI* analisam seis dimensões de governança, citadas a seguir:

- a) **Voz e responsabilidade (VER):** mede a participação dos cidadãos de um país na escolha de seu governo, assim como a liberdade de expressão, associação e meios de expressão livres;
- b) **Estabilidade Política e ausência de violência/ terrorismo (EPAV):** vulnerabilidade de o governo vir a ser atingido por medidas inconstitucionais ou violentas, internas ou externas inclusive terrorismo;
- c) **Eficácia do governo (EFG):** envolve a qualidade dos serviços públicos, a competência da administração pública e ausência de pressões políticas; além da qualidade da formulação, implementação e manutenção política;
- d) **Qualidade Normativa (QNOR):** possibilidade de o governo fornecer políticas e normas sólidas capazes de promover o desenvolvimento do setor privado;
- e) **Regime de Direito (RDIR):** mede a confiança dos agentes nas regras da sociedade, bem como a qualidade na execução de contratos e direitos de propriedade, além da possibilidade de crime e violência;
- f) **Controle da Corrupção (CCOR):** em que medida o poder público é exercido em benefício privado, incluindo aqui as pequenas e grandes formas de corrupção, além da vulnerabilidade do estado em relação às elites e interesses privados.

³ A partir de 2002 a publicação do *Governance Matters* passou a ser anual, sendo que as edições anteriores foram em 1996, 1998 e 2000. Os dados de 1997, 1999 e 2001 foram obtidos através de uma interpolação linear.

A metodologia consiste em identificar várias fontes de dados individuais sobre governança que podem ser atribuídas as seis categorias analisadas. Utiliza-se um modelo estatístico de componentes não-observados para construir indicadores agregados a partir dos dados individuais. Os indicadores agregados são médias ponderadas dos dados individuais. Há também a atribuição de margens de erro para as estimativas de governança para cada país. As unidades em que são medidas a governança seguem distribuição normal. Os escores são situados entre -2,5 e 2,5, sendo que valores mais próximos de 2,5 representam melhores resultados de governança (KAUFMANN; KRAAY; MASTRUZZI, 2008)

3.3 Índice de Liberdade Econômica

No final da década de 1980, foi discutida na Heritage Foundation, pela primeira vez a idéia de criar um índice de liberdade econômica. Desde então se buscava desenvolver uma avaliação empírica da liberdade econômica envolvendo os países do mundo inteiro. O Índice de Liberdade Econômica vem sendo publicado anualmente desde 1995, e identifica as variáveis que compõem a liberdade econômica, bem como analisa a relação entre liberdade e riqueza. Ao todo são 162 países avaliados⁴ pelo índice, que atribui escores de 0 a 100 a cada um dos fatores analisados, sendo que quanto mais próximo de 100 maiores são os graus de liberdade e, portanto menor a intervenção do governo na economia (HOLMES; FEULNER; O'GRADY, 2008).

A análise realizada por esta medida institucional utiliza cinquenta variáveis para formar 10 fatores específicos, que representam diferentes tipos de liberdade: liberdade empresarial, de comércio, fiscal, monetária, de investimento, financeira, da corrupção, trabalhista, além dos direitos de propriedade e por último tamanho do governo.

As 10 liberdades em que a *Heritage Foundation* (2008) subdivide o índice podem ser resumidas conforme abaixo:

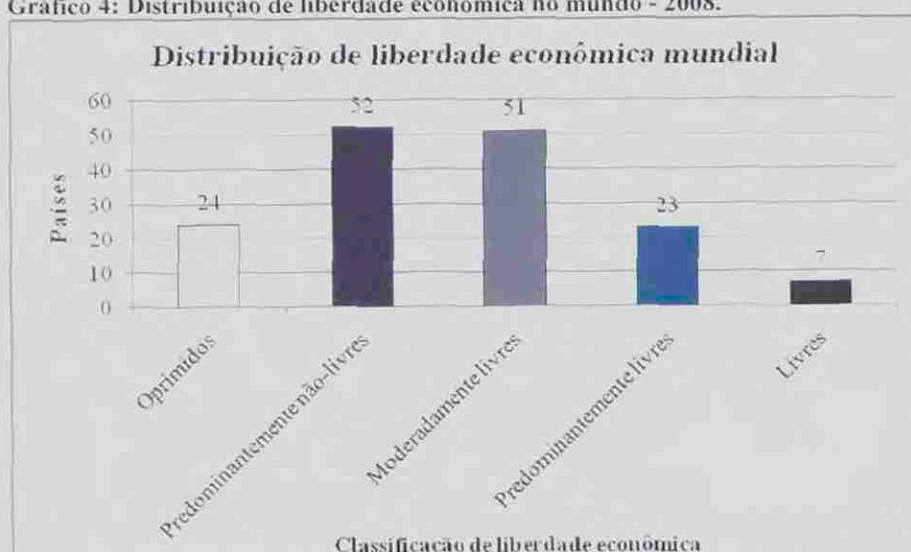
- a) Liberdade empresarial: medida da liberdade dos empreendedores para abrir empresas, a facilidade para se obter alvarás, e a facilidade de se fechar uma empresa.

⁴ República Democrática do Congo, Iraque, Sérvia, Montenegro e Sudão foram suspensos da classificação neste ano devido à imprecisão dos dados, logo apenas 157 países foram classificados no índice em 2008.

- b) *Liberdade de comércio*: as tarifas são o principal obstáculo para o livre comércio, mas barreiras não-tarifárias como cotas e atrasos burocráticos também representam entraves consideráveis.
- c) *Liberdade fiscal*: indica o quanto a arrecadação do governo representa no PIB dos países.
- d) *Tamanho do governo*: definido de forma a incluir todos os gastos públicos incluindo consumo e transferências. O nível médio de despesas governamentais em relação ao PIB é de um pouco mais de 30% (HERITAGE FOUNDATION, 2008).
- e) *Liberdade monetária*: a estabilidade de preços responde pela maior parte do escore de liberdade monetária, embora haja uma penalidade de 20 pontos percentuais para países que utilizam controle de preços.
- f) *Liberdade de investimento*: refere-se a imposição ou não de restrições aos investimentos externos.
- g) *Liberdade financeira*: quanto mais os bancos forem controlados pelo governo, menos liberdade eles terão de se dedicarem a atividades financeiras essenciais que permitam o crescimento econômico do setor privado.
- h) *Direitos de propriedade*: mede a proteção dos direitos de propriedade em geral, e como é a regulação dos países a respeito.
- i) *Liberdade de corrupção*: avalia o nível de corrupção a que estão sujeitos os governos dos países.
- j) *Liberdade trabalhista*: a flexibilização do mercado de trabalho é essencial para melhorar as oportunidades de emprego. A rigidez em contratar e em demitir um trabalhador cria uma aversão ao risco por parte das empresas. Reflete a remuneração, carga horária, e outras restrições.

O Gráfico 4 apresenta a distribuição de liberdade econômica no mundo. De acordo com este gráfico, dos 157 países que receberam classificação no índice de 2008 apenas 7 obtiveram escores de liberdade acima de 80%, dentro da categoria de economias livres. Na categoria predominantemente livres, cujos escores vão de 70 a 79,9% de grau de liberdade, encontram-se 23 países. No entanto, a maioria dos países – 103 economias- apresenta escore entre 50 e 70%. Os categorizados como economias oprimidas respondem por 24 países e possuem abaixo de 50% de grau de liberdade econômica.

Gráfico 4: Distribuição de liberdade econômica no mundo - 2008.



Fonte: Heritage Foundation, 2008.

Dos oito países analisados neste trabalho apenas o Chile é enquadrado na categoria de *predominantemente livre*, sendo que Argentina e República da Coréia são os países que apresentam um menor grau de liberdade econômica entre eles, figurando na categoria de *predominantemente não-livres*. Brasil, México, Índia, Malásia e Tailândia são classificadas como economias *moderadamente livres*⁵.

A Tabela 4 demonstra a classificação nas categorias de liberdade econômica de acordo com o grau de liberdade dos países atribuídos pela *Heritage Foundation* (2008).

Tabela 4: Categorias de liberdade econômica

Graus de liberdade (%)	Categoria
0 até 49,9	Oprimidos
50 até 59,9	Predominantemente não-livres
60 até 69,9	Moderadamente livres
70 até 79,9	Predominantemente livres
80 até 100	Livres

Fonte: *Heritage Foundation* (2008)

⁵ De acordo com dados de 2006, publicados pela Heritage Foundation.

O Gráfico 5 retrata a evolução em termos de grau de liberdade econômica dos países citados no período de 1996 a 2006. A Argentina foi o país cuja variação nos escores de grau de liberdade se deu de forma mais visível, passando de uma economia predominantemente livre em 1996 ao oposto – predominantemente não-livre em 2006. O oposto aconteceu com o Brasil, que passou da categoria de economia oprimida a moderadamente livre.

Gráfico 5: Evolução da Liberdade Econômica de 1996 a 2006.



Fonte: Heritage Foundation – dados brutos. Elaboração própria.

3.4 Índice de Competitividade Global (ICG)

O ICG foi desenvolvido para o World Economic Forum por Xavier Sala-i-Martin, Professor da Universidade de Columbia, e inicialmente aplicado em 2004. Na edição de 2007, o ICG foi modificado, com base em testes e em sugestões de especialistas. O *World Economic Forum* (WEF) abrange 131 economias no cálculo do índice. O ICG, que é considerado o principal índice do Relatório de Competitividade Global apresenta os fatores que são fundamentais para a condução da produtividade e competitividade, agrupando-os em doze pilares que incluem: instituições, infra-estrutura, macroeconomia, saúde e educação primária, ensino superior e treinamento, eficiência do mercado, eficiência do mercado de trabalho, preparo tecnológico, tamanho do mercado, sofisticação empresarial, sofisticação do mercado financeiro e inovação (WEF, 2007). Nenhum dos pilares sozinho pode garantir o aumento da

competitividade. Portanto, a economia mais competitiva do mundo vai ser aquela que possui esforços concentrados em políticas pensadas de modo abrangente, ou seja, que reconhecem a necessidade de uma variedade de fatores e a interligação destes.

Além de levar em consideração os doze pilares o ICG capta outras importantes características distintivas, como a incorporação formal da noção de que os países ao redor do mundo funcionam em diferentes estágios de desenvolvimento econômico. A importância dos fatores particulares para a melhoria da competitividade de um país será uma função dos fatores institucionais e estruturais que caracterizam um país em comparação a outros em termos de desenvolvimento (WEF, 2007).

3.5 Índice de Percepção de Corrupção (IPC)

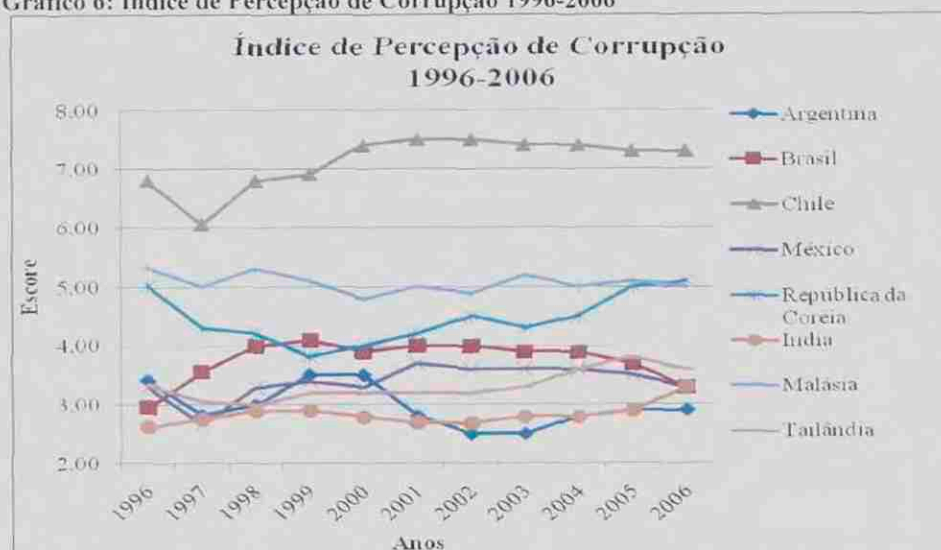
O IPC é calculado pela *Transparency International* com base em dados de 13 fontes oriundas de 11 instituições independentes. Todas as fontes medem o alcance global da corrupção (frequência e / ou tamanho de subornos) nos setores público e político e fornecem um ranking de países, isto é, apresentam uma avaliação de vários países. A avaliação da corrupção nos países é feita por especialistas do país, não residentes e residentes. O índice de percepção de corrupção classifica 180 países numa escala de 0 (muito corrupto) a 10 (livre de corrupção) (TRANSPARENCY INTERNATIONAL, 2007). Em sua primeira edição em 1995 havia dados para classificar apenas 41 países.

Segundo a *Transparency International* (2007) a corrupção é definida pelo abuso do poder para fins privados. Prejudica a todos cuja vida, subsistência ou felicidade depende da integridade das pessoas em posição de autoridade.

De acordo com o Gráfico 6 observa-se que há uma distância considerável entre os escores históricos do Chile em relação aos demais países, sendo que a partir de 2000 este país vem mantendo seu índice acima de 7, o que significa que possui uma tendência muito maior que os demais países a apresentar menor corrupção, o que não significa que os demais não possuam condições de melhorar a forma como é vista a corrupção nestes. Dos oito países ali apontados a Argentina apresenta a maior percepção de corrupção. A República da Coreia vem seguindo uma tendência de maior transparência e, portanto diminuindo a percepção de corrupção.

Com base nos dados da *Transparency International* (2006) mais de 70% dos países classificados apresentaram escores abaixo de 5, refletindo o alto grau de percepção de corrupção mundial, o que vem a ser um entrave na criação de boas instituições e por consequência a atração de IDE e ao desenvolvimento econômico.

Gráfico 6: Índice de Percepção de Corrupção 1996-2006



Fonte: *Transparency International* – dados brutos. Elaboração própria.

3.6 Investimento Direto Externo (IDE)

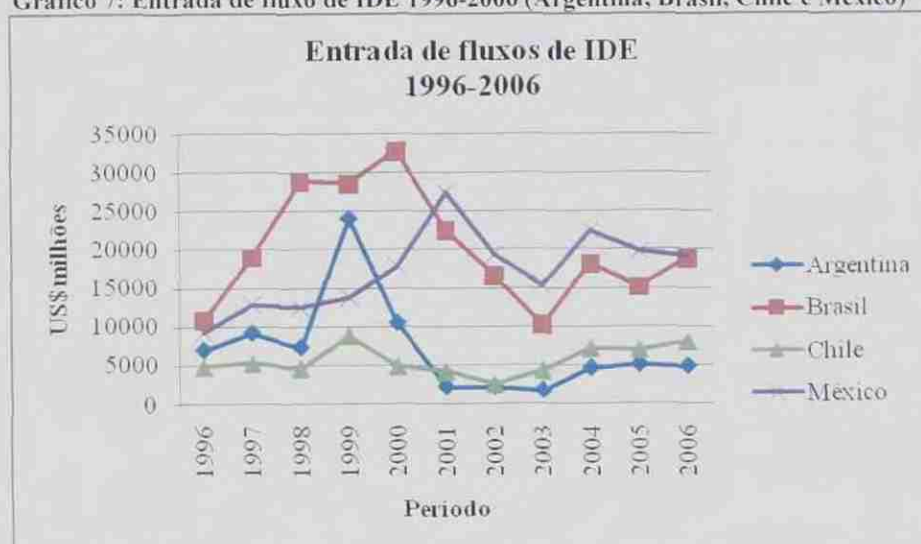
O investimento direto externo (IDE) é capaz de gerar emprego, aumentar a produtividade, a transferência de tecnologias e contribuir para o crescimento econômico de longo prazo dos países em desenvolvimento. O IDE é a maior fonte de financiamento externo para os países em desenvolvimento (UNCTAD, 2007).

A UNCTAD coleta dados nacionais oficiais publicados e não publicados dos fluxos de IDE diretamente dos bancos centrais, estatísticas oficiais ou autoridades nacionais para compor sua base de dados sobre IDE – www.unctad.org/fdistatistics. Esta base de dados constitui a principal fonte de dados divulgados sobre IDE, e ainda mais enriquecida por dados obtidos a partir de outras organizações internacionais como FMI, OCDE, Banco Mundial, organizações regionais e as próprias estimativas da UNCTAD (UNCTAD, 2007).

Uma das principais características do IDE é que o investidor estrangeiro possui o controle total ou parcial do empreendimento que recebeu o capital. A incerteza quanto ao prazo para o retorno e a rentabilidade do capital investido obviamente caracterizam o IDE como investimento de risco (OCDE, 2008).

De acordo com o Gráfico 7, pode-se observar que de 1998 a 2001 houve um aumento da entrada de fluxo de IDE nos quatro países (Argentina, Brasil, Chile e México), e que até então o Brasil era o maior receptor deste tipo de investimento dentre eles. No ano de 2006 o valor recebido em US\$ milhões pelo Brasil é praticamente o mesmo do México. Chile apresenta menores variações na entrada de IDE ao longo dos anos, sem apresentar picos como os demais países. Vale ressaltar que dos quatro países apenas a Argentina apresentou ao fim do período estudado (2006) um fluxo de IDE menor do que em 1996.

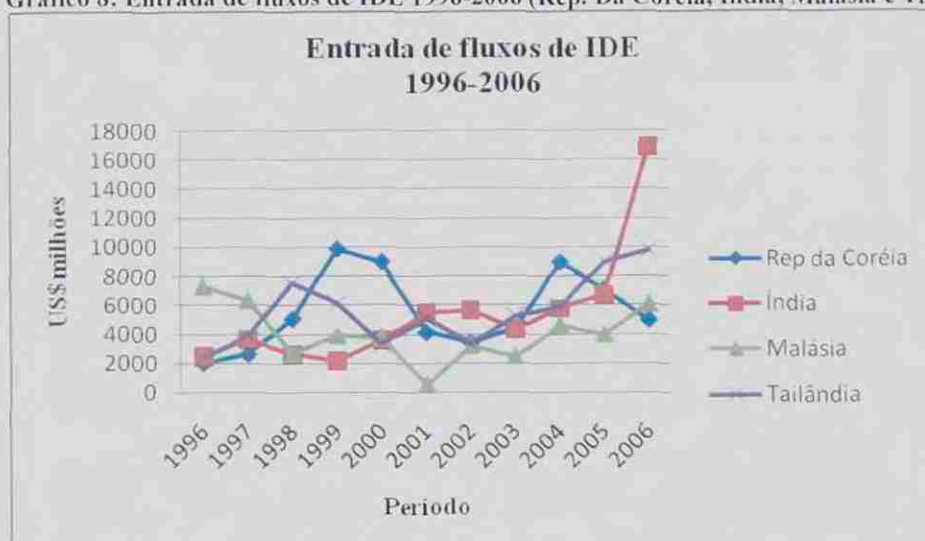
Gráfico 7: Entrada de fluxo de IDE 1996-2006 (Argentina, Brasil, Chile e México)



Fonte: UNCTAD – dados brutos. Elaboração própria.

O Gráfico 8 apresenta a evolução das entradas de fluxo de IDE na Índia, Malásia, Tailândia e República da Coreia; a partir de 2004 o fluxo de entrada de IDE na República da Coreia vem diminuindo, ao contrário dos demais países, com destaque para a Índia, que de 2005 a 2006 quase duplicou o valor recebido em US\$ milhões em IDE. Segundo a UNCTAD (2007) há uma tendência ao aumento dos fluxos de IDE em direção aos países em desenvolvimento, aliás cada vez mais tem-se notado a participação destes como investidores também, e não apenas receptores.

Gráfico 8: Entrada de fluxos de IDE 1996-2006 (Rep. Da Coréia, Índia, Malásia e Tailândia)



Fonte: UNCTAD – dados brutos. Elaboração própria.

Através dos Gráficos 7 e 8 percebe-se que a entrada de IDE nos países americanos possui magnitudes maiores que nos asiáticos em questão, no entanto o aumento destes fluxos se dá em proporções maiores nos últimos, o que ficou evidenciado pelo caso da Índia, que está próxima de países como o Brasil e México, em termos de fluxo de entrada de IDE, segundo os dados de 2006.

No ano de 2006 houve um aumento na entrada de IDE nos países emergentes em 45%, sendo que 30% dos fluxos mundiais de IDE são direcionados a estes países (UNCTAD, 2007). É evidente o aumento da atratividade destes em países como receptores de IDE, e vale refletir em que medida o ambiente institucional influencia neste sentido.

4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Este capítulo apresenta as evidências empíricas relacionadas aos determinantes institucionais do IDE conforme mencionado no objetivo geral da pesquisa.

A seção 4.1 discorrerá sobre o método de painel de dados, bem como sobre os testes de diagnóstico a serem utilizados para a avaliação do modelo.

Na seção 4.2 é elaborado um modelo empírico dos determinantes institucionais do IDE, e apresentam-se nesta parte as especificações do modelo a ser estimado, juntamente com as hipóteses deste modelo e a descrição das variáveis adotadas.

Por fim, a seção 4.3 mostrará a análise dos resultados econométricos obtidos pela estimação do modelo proposto.

4.1 Análise Econométrica

Neste trabalho é realizada uma análise de dados em painel para os determinantes do IDE recebido por um conjunto de oito países no período compreendido entre 1996 e 2006. Os dados são de periodicidade anual, o que resulta em uma amostra (máxima) de 88 observações.

Para se obter os dados em painel – também chamados de dados longitudinais – acompanham-se as variáveis ao longo do tempo, obtendo-se um conjunto de dados de modo a agrupá-los com dimensões tanto de corte transversal como de série temporal (WOOLDRIDGE, 2006).

De modo simplificado, o modelo de dados em painel pode ser expresso como⁶:

$$y_{it} = \beta x_{it} + v_{it}$$

sendo que, $v_{it} = \alpha_i + u_{it}$

onde:

$i = 1, \dots, N$; identifica os países da amostra (no caso, N é igual a 8);

$t = 1, \dots, T$; período de tempo da amostra (no caso; 1996 a 2006);

y_{it} = variável dependente; neste caso, o fluxo anual total de investimento direto externo em direção a cada país “ i ” selecionado;

⁶ Modelo de “efeitos fixos” especificado por Maddala (2001).

x_{it} = matriz de variáveis explicativas formada por k regressores;

β = vetor dos parâmetros a serem estimados na regressão;

α_i = termo estocástico próprio de cada unidade i , tal que $\alpha_i \sim (0, \sigma_\alpha^2)$

u_{it} = distúrbio estocástico, tal que $u_{it} \sim (0, \sigma_u^2)$.

A estimativa em painel pode ser feita por meio de efeitos fixos ou aleatórios. A escolha do efeito mais apropriado pressupõe a correta modelagem da correlação entre as variáveis observáveis e não-observáveis. No modelo acima, $E[u_{it}\alpha_i] = 0$ e $E[u_{it}x_{it}] = 0$ e o efeito individual α_i pode ou não estar relacionado as variáveis explicativas x_{it} . A fim de verificar a existência de correlação utiliza-se o teste de Hausman⁷, para que se possa fazer a escolha entre fazer a estimação com efeitos fixos ou aleatórios.

No modelo de efeitos aleatórios, os α_i são tratados como variáveis aleatórias ao invés de constantes fixas, e assume-se que os α_i são independentes dos erros u_{it} além de mutuamente independentes (MADDALA, 2001).

Sendo que α_i são aleatórias, tem-se um erro representado por $v_{it} = \alpha_i + u_{it}$, de forma que α_i produz uma correlação entre os erros em uma unidade *cross-section* – mesmo que os erros desta unidade sejam independentes (MADDALA, 2001). Neste caso, segundo Maddala (2001), deve-se utilizar mínimos quadrados generalizados (MQG) para que se tenha uma estimativa eficiente.⁸

A decisão acerca do modelo a ser estimado – se com efeitos fixos ou aleatórios – é afetada pelos objetivos da pesquisa. Conforme Maddala (2001), caso se deseje fazer inferências sobre o conjunto de unidades *cross-section*, deve-se optar por utilizar α_i com efeitos fixos – no entanto, a maior parte dos estudos econométricos aplicados faz inferência sobre a população da qual esses dados *cross-section* vieram (MADDALA, 2001).

De acordo com Wooldridge (2006) a escolha entre efeitos fixos e aleatórios leva em consideração se α_i são melhor entendidos como parâmetros a serem estimados ou como resultados de uma variável aleatória. Quando dispomos de dados de países, estados e municípios é racional pensar em α_i como um parâmetro a ser estimado, caso em que se usa estimação por efeitos fixos; isso é, permite-se a existência de um intercepto diferente para cada observação.

Ademais, Wooldridge (2006) ainda salienta:

⁷ Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46, p. 1251-1271.

⁸ Ver simplificação do estimador MQG em Maddala (2001).

Mesmo se decidirmos tratar os α_i como variáveis aleatórias, temos que decidir se eles são não correlacionados com as variáveis explicativas. Se pudermos assumir que os α_i são não-correlacionados com todos os x_{it} , o método de efeitos aleatórios será apropriado. Entretanto, se os α_i forem correlacionados com algumas variáveis explicativas, o método de efeitos fixos será necessário; se o método de efeitos aleatórios for utilizado, os estimadores serão, geralmente, inconsistentes. (p.445)

4.2 Formulação do modelo

4.2.1. Marco Teórico

Antes de realizar a análise dos determinantes institucionais do IDE em direção aos países selecionados, é importante mencionar a perspectiva de estudo e o quadro referencial a ser utilizado na análise. Neste sentido a pesquisa partirá da abordagem institucional do IDE a fim de formular um modelo dos determinantes institucionais do IDE para os oito países em questão.

Por fim, a análise deve considerar também os trabalhos empíricos de Bevan, Estrin e Meyer (2004), Bénassy-Quéré; Coupet; Mayer, (2007) e Daude e Stein (2007) acerca dos fatores institucionais que influenciam o fluxo de IDE.

4.2.2. Hipóteses do modelo

De acordo com as análises até então realizadas, é possível construir algumas hipóteses para o modelo dos determinantes institucionais do IDE, quais sejam:

Hipótese 1: em seus estudos econométricos Bevan, Estrin e Meyer (2004) mostraram que a propriedade privada do negócio, a reforma do setor bancário, a liberalização do mercado cambial e do comércio internacional e o desenvolvimento do sistema legal, ou seja, instituições que influenciam diretamente os fluxos de IDE, e desta forma espera-se um impacto positivo do indicador de liberdade econômica em relação ao fluxo de IDE.

Hipótese 2: a eficiência pública é um fator importante na determinação da localização do IDE, e nesta inclui-se sistemas fiscais eficientes, facilidade para criar uma empresa, a ausência de corrupção, transparência, o direito contratual, garantia dos direitos de propriedade, a eficiência da justiça e das normas prudenciais (BÉNASSY-QUÉRÉ et al, 2007). Segundo Daude e Stein (2007) as decisões de investir podem depender de diferentes dimensões das instituições públicas, além de corrupção, como a estrutura regulatória, a previsibilidade da política econômica, a proteção do direito de propriedade ou a eficácia na aplicação da lei. A existência de corrupção, portanto afeta negativamente a entrada de fluxo de IDE apresentando maiores custos de transação para o investidor e aumentando o nível de incerteza deste quanto à localização deste tipo de investimento.

Hipótese 3: a incerteza quanto ao prazo de retorno e a rentabilidade do capital investido caracterizam o IDE como investimento de risco (OCDE, 2008). Por isso a importância de analisar o ambiente institucional de um país em que se pretenda realizar tal inversão de capital. Dentre as medidas que podem auxiliar na adoção de uma estratégia de localização das EMNs está o risco soberano, que reflete a probabilidade de inadimplência futura dos governos nacionais. Além disso, expressa a opinião das agências que realizam esta classificação sobre a qualidade do crédito do emissor. Logo, espera-se que quanto maiores os *ratings* atribuídos aos países maior será a atratividade destes em relação à entrada de EMNs, principalmente os que se enquadram na categoria de *investment grade*.

4.2.3. Variáveis

A partir da revisão teórica realizada, estima-se uma equação para os determinantes do IDE para os países de destino i (Argentina, Brasil, Chile, Índia, Malásia, México, República da Coreia e Tailândia), conforme:

$$IDE_{it} = f(ILE_{it}, IPC_{it}, RSM_{it}, RSF_{it}, RSSP_{it}, MDI_{it}, MD2_{it}, ICG_{it})$$

onde:

IDE_{it} : variável dependente que representa o fluxo de IDE mundial para os oito países de destino (Argentina, Brasil, Chile, Índia, Malásia, México, República da Coreia e Tailândia) num dado período (neste caso, anualmente, de 1996 a 2006). Os valores estão representados em milhões de dólares e foram logaritmizados.

ILE_{it} : logaritmo da medida institucional de liberdade econômica dos países i correspondente ao ano t , formada a partir de dez índices. A variável foi calculada pela média aritmética dos dez índices que possuem escala de 0 (zero) a 100, sendo que um valor alto significa baixa interferência do governo e alta liberdade econômica. Deste modo, o resultado esperado seria o impacto positivo desta variável sobre o IDE.

IPC_{it} : logaritmo do índice de percepção de corrupção que classifica os países em estudo em relação ao nível de corrupção percebida em órgãos da administração pública e no sistema político. A escala varia entre zero e dez, sendo que, quanto maior o valor, mais baixa é a percepção de corrupção no país. Portanto, como uma variável institucional para o fluxo de investimento, espera-se que um elevado índice IPC afete positivamente o IDE.

RSM_{it} : logaritmo do risco soberano atribuído aos países i em cada ano t pela Moody's. Dado que os *ratings* são medidos alfabeticamente conforme exposto no capítulo anterior esta variável foi calculada através de uma transposição linear, a fim de se obter uma escala numérica que varia de 1 a 24 (ver ANEXO 2). Quanto mais próximos de 1 (um), melhor a avaliação de risco de um país i . Espera-se, portanto, que esta variável influencie negativamente o IDE.

RSF_{it} : logaritmo do risco soberano atribuído aos países i em cada ano t pela FITCH. Utilizando a mesma metodologia de transposição linear da variável anterior, os resultados esperados são os mesmos, isto é, que afete de modo negativo o IDE. Vale ressaltar que os ratings podem ser divididos em duas categorias de investimento: *investment grade* (escala de 1 a 10) e *speculative grade* (escala de 11 a 24).

$RSSP_{it}$: logaritmo do risco soberano atribuído aos países i em cada ano t pela Standard&Poor's. a exemplo das duas variáveis de risco soberano acima espera-se que haja uma relação negativa entre o *rating* e o IDE.

$MD1_{it}$: variável calculada a partir da média de duas das seis variáveis institucionais de Kaufmann *et al* (2008), são elas: estabilidade política e ausência de violência/ terrorismo (EPAV) e voz e responsabilidade (VER)⁹. Os escores de cada dimensão variam de -2,5 a 2,5. espera-se que esta variável afete positivamente a variável dependente IDE_{it} .

$MD2_{it}$: variável calculada a partir da média de quatro das seis variáveis institucionais de Kaufmann *et al* (2008), são elas: eficácia do governo (EFG), qualidade normativa (QNOR), regime de direito (RDIR) e controle da Corrupção (CCOR), de acordo com o critério adotado para cálculo de $MD1_{it}$.

ICG_{it} : logaritmo do índice de competitividade global de dado país i . É composto por doze pilares que incluem: instituições, infra-estrutura, macroeconomia, saúde e educação primária, ensino superior e treinamento, eficiência do mercado, eficiência do mercado de trabalho, preparo tecnológico, tamanho do mercado, sofisticação empresarial, sofisticação do mercado financeiro e inovação (WEF, 2007). Quanto maior o valor assumido pela variável melhor a competitividade do país e, logo, deverá exercer uma influência positiva sobre o IDE.

O resumo das variáveis do modelo é demonstrado na Tabela 5, que mostra também o sinal esperado para cada uma das variáveis - positivo no caso de a variável afetar positivamente o fluxo de IDE e vice-versa.

Tabela 5: Variáveis e sinal esperado no modelo

Variável	Descrição	Sinal esperado
IDE_{it}	Investimento Direto Externo (fluxo entrada)	
ILE_{it}	Índice de Liberdade Econômica	(+)
IPC_{it}	Índice de Percepção de Corrupção	(+)
RSM_{it}	Rating Soberano Moody's	(-)
RSF_{it}	Rating Soberano Fitch	(-)
$RSSP_{it}$	Rating Soberano S&P	(-)
$MD1_{it}$	Média aritmética 1	(+)
$MD2_{it}$	Média aritmética 2	(+)
ICG_{it}	Índice de Competitividade Global	(+)

Fonte: Elaboração própria.

⁹ Daude e Stein agruparam as variáveis que possuem dimensões similares a fim de resolver o problema de multicolinearidade que poderia surgir proveniente da existência de correlação entre estas variáveis similares (2007).

4.3. Resultados da estimação

O modelo para os determinantes institucionais do IDE foi estimado através do método de dados em painel por efeitos fixos, conforme resultado apontado pelo teste de Hausman, em que se evidenciou a existência de correlação entre os efeitos não-observados e as variáveis explicativas. A estimação foi feita com as variáveis na sua forma logarítmica, a fim de que fosse possível captar a elasticidade pelos respectivos coeficientes¹⁰. Função estimada:

$$IDE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ILE_{it} + \beta_2 RSM_{it} + \beta_3 IPC_{it} + \beta_4 MD1_{it} + \beta_5 MD2_{it} + \beta_6 ICG_{it} + v_{it}$$

onde as variáveis são aquelas já definidas acima; os β_s são os coeficientes a serem estimados; e v_{it} é o resíduo composto por um termo aleatório (u_{it}) e por termo que captura o efeito de heterogeneidade das unidades *cross-section* (a_{it}).

Antes de realizar a estimação é necessário efetuar uma análise de correlação simples, visando medir a intensidade de associação linear entre as variáveis e verificar a possível ocorrência de multicolinearidade. No caso da presença de multicolinearidade, os efeitos de cada um dos regressores tornam-se muito mais difíceis de serem isolados, dificultando a sua análise.

A matriz de correlação das variáveis do modelo está no Anexo 1 deste estudo, e é composta pelos coeficientes de correlação de Pearson (ou r de Pearson), que mensura o grau de correlação e sua direção entre as variáveis (GUJARATI, 2000). Quando os coeficientes de correlação simples são altos (em geral, quando r é maior ou igual ao módulo de 0,8) ocorrem os efeitos de multicolinearidade. Diante disso, ao analisar a matriz de correlação parcial verifica-se a presença de multicolinearidade entre alguns pares de variáveis, como $MD2_{it}$ e IPC_{it} , ICG_{it} e $MD2_{it}$, além das variáveis de risco soberano por serem de mesma natureza e apenas serem calculadas por agências diferentes. Vale ressaltar que a variável RSM_{it} das três que medem o risco é a que menor correlação apresenta com os demais indicadores, razão pela qual detém melhores resultados no modelo.

¹⁰ Com exceção das variáveis $MD1_{it}$ e $MD2_{it}$.

As estimativas do modelo foram realizadas com o apoio do *software* E-views 5.1. A Tabela 6 demonstra os resultados das três especificações analisadas. Fez-se necessário, ainda, a inclusão de uma *dummy*¹¹ (DUMMAL_{it}) para capturar o impacto da crise asiática de 2001 sobre o ingresso de IDE para a Malásia.

Na especificação (1) foram consideradas todas as variáveis do modelo¹². Como consta na Tabela 6, os resultados indicam que apenas a variável explicativa MDI_{it} foi estimada com coeficiente estatisticamente não significativo e, que IPC_{it}, RSM_{it} e ICG_{it} apresentaram o sinal esperado. Apesar de MDI_{it} ter sido estimada com coeficiente estatisticamente não significativo apresentou o sinal esperado. Na especificação (2) repetem-se as variáveis da especificação (1) estimando-as por efeitos aleatórios¹³. As variáveis IPC_{it}, RSM_{it}, MDI_{it} e MD2_{it}, foram estimadas com coeficientes estatisticamente significantes a 1%, já a variável ICG_{it} apresentou coeficiente estatisticamente significativo a 5%; apenas ILE_{it} foi estimada com coeficiente estatisticamente não significativo. Dentre as variáveis estimadas somente IPC_{it}, RSM_{it} e MDI_{it} apresentaram o sinal esperado pelo modelo.

Para avaliar a adequação da estimação por efeitos fixos ou aleatórios aplicou-se o teste de Hausman, que verifica a existência de correlação entre α_i e x_{it} . O teste tem uma distribuição χ^2 e pode ser resumido como:

H₀: não existe correlação entre o efeito individual α_i e os regressores x_{it} .

H_a: existe correlação entre o efeito individual α_i e os regressores x_{it} .

Se a hipótese nula não pode ser rejeitada tanto a estimação por efeitos fixos e efeitos aleatórios é consistente, mas a primeira é ineficiente. Logo, em caso de não rejeição de H₀ opta-se por efeitos aleatórios. Caso a hipótese nula seja rejeitada, então, o modelo de efeitos fixos é mais adequado, pois os estimadores por efeitos aleatórios são não consistentes¹⁴.

O resultado do teste de Hausman no presente estudo aponta para que o modelo seja estimado por efeitos fixos, uma vez que H₀ foi rejeitada a 5% com 7 graus de liberdade¹⁵, dado o valor calculado da estatística χ^2 é 101,92; acima do valor qui-quadrado crítico.

¹¹ Representa o impacto da crise asiática na Malásia em 2001, que provoca uma queda brusca na entrada de IDE neste país no referido ano.

¹² RSM_{it}, RSF_{it} e RSSP_{it} são variáveis que representam o risco soberano, cada qual referente a uma agência de atribuição de *rating*. Por melhores resultados apresentados na estimação optou-se pela RSM_{it}, logo não se fez necessário estimar o modelo com estas variáveis de forma simultânea.

¹³ Especificações 1, 3 e 4 foram feitas utilizando-se estimação por efeitos fixos.

¹⁴ Um estimador é consistente quando o β estimado se aproxima do verdadeiro β à medida que o tamanho da amostra aumenta. Um estimador é eficiente quando possui variância mínima (GUJARATI, 2001)

¹⁵ Valor crítico para 7 graus de liberdade a 5% segundo distribuição χ^2 é de 14,0671.

Na especificação (3) exclui-se a variável $MD1_{it}$ por apresentar impactos não significantes sobre a variável dependente e também as variáveis ILE_{it} e $MD2_{it}$, uma vez que o sinal estimado do coeficiente – embora estatisticamente diferente de zero a 5 e 10% respectivamente – é contrário ao esperado teoricamente.

Assim, a terceira estimação realizada (especificação 3) apresentou resultados mais robustos, sendo possível captar a influência das variáveis IPC_{it} , RSM_{it} e ICG_{it} sobre a variável dependente. Os resultados desta estimação dos parâmetros corroboram com o exposto nos pressupostos teóricos: tanto o sinal dos coeficientes analisados nos pressupostos teóricos quanto à significância estatística foram confirmadas pela função dos determinantes institucionais do IDE. Vale ressaltar aqui que devido a dificuldade em encontrar os dados (em score) referentes ao ICG_{it} para os anos de 1996 a 2000 resolveu-se fazer uma quarta estimação, a fim de evitar uma defasagem maior no número de observações.

A especificação (4) buscou utilizar somente a variável ILE_{it} ao invés de IPC_{it} , visto que esta primeira variável é mais abrangente que a segunda, e também contempla a questão de corrupção. A variável ICG_{it} apesar de ser estatisticamente significativa e apresentar o sinal esperado provoca uma defasagem no número de observações do modelo estimado¹⁶. Os resultados da variável ILE_{it} , que mede a liberdade econômica dos países através de 10 liberdades que compõem o seu cálculo (empresarial, de comércio, fiscal, tamanho do governo, monetária, de investimento, financeira, trabalhista, da corrupção e direitos de propriedade), confirmam os pressupostos teóricos, de modo que seu coeficiente foi estimado estatisticamente significativo a 5% e, apresentou o sinal esperado, ou seja, liberdade econômica influencia positivamente o IDE. O coeficientes da variável RSM_{it} foi estimado diferente de zero a 1% e apresentou o sinal esperado.

Com base, então, nas especificações 3 e 4 – que podem ser consideradas as equações finais, em função da significância dos resultados obtidos – pode-se avaliar a magnitude do impacto de mudanças nas variáveis institucionais sobre o IDE. Para todas as variáveis explicativas que estão escritas em *logs*, os coeficientes estimados já são elasticidades (uma vez que a variável explicada (IDE) também está em *log*). A partir da especificação 3, tem-se que o maior impacto sobre a atração de IDE deve-se ao índice de competitividade global: um aumento de 1% do ICG resulta em um aumento da atração de IDE da ordem de 2,916%. A elasticidade do *rating* soberano da Moody's é também elevada; uma vez que uma melhora de 1% nesta avaliação de risco (redução do RSM), aumento o fluxo de IDE em 1,738%. Por fim,

¹⁶ Dados referentes aos anos de 1996 a 2000 não são apresentados em escores, há apenas rankings que são viesados pois a quantidade de países analisados não permaneceu a mesma ao longo destes.

um aumento de 1% do IPC – que significa uma redução da corrupção – implica em um aumento de 1,644% do ingresso de IDE em países emergentes. Para a especificação 4, os resultados diferem devido a inclusão da variável liberdade econômica, que devido a efeitos de multicolinearidade, torna as variáveis corrupção e competitividade global não significantes. A elasticidade da variável ILE_{it} indica que um aumento do índice de liberdade econômica de 1% resulta em um incremento de 1,775% na atração de IDE. Para o caso da variável RSM_{it} , o impacto é menor; isto é, um aumento de 1% no *rating* soberano da Moody's provoca uma redução de 0,837% no fluxo de IDE.

Tabela 6: Resultados da estimação – Variável dependente: IDE_{it}

Variáveis independentes	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constante</i>	12,692*** (4,641)	14,072*** (2,537)	6,235*** (1,965)	3,424 (3,714)
ILE_i	-2,327** (1,169)	-0,445 (0,575)		1,775** (0,869)
IPC_i	2,057** (1,114)	4,476*** (0,501)	1,644* (0,859)	
RSM_i	-1,396*** (0,471)	-2,414*** (0,227)	-1,738*** (0,462)	-0,837*** (0,332)
$MD1_i$	0,067 (0,275)	0,895*** (0,206)		
$MD2_i$	-1,499* (0,975)	-4,268*** (0,413)		
ICG_i	4,370*** (1,352)	-2,155** (0,911)	2,916** (1,260)	
$DUMMAL_i$	-1,757*** (0,329)	-2,309*** (0,302)	-1,558*** (0,332)	-1,742*** (0,483)
<i>Número de observações</i>	48	48	48	78
R^2	0,915	0,645	0,899	0,711
R^2_{aj}	0,879	0,583	0,868	0,667

Nota: ***, **, * Significantes a 1, 5 e 10%.

Técnica de dados em painel. (*Cross-section random effects* – cross-section com efeitos aleatórios e *Cross-section fixed effects* – cross-section com efeitos fixos)

Cross-section incluídas = 8.

Desvio padrão entre parênteses.

Software de apoio: E-views 5.1

Fonte: Elaboração própria.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou investigar os determinantes institucionais do IDE, bem como demonstrar a influência destes sobre a entrada de fluxos de IDE em direção aos oito países que compõem este estudo. Nesta perspectiva, foi necessário primeiramente um estudo compreensivo dos pressupostos teóricos, com um foco particular sobre o papel das instituições na atração de IDE, principalmente por parte de países emergentes. Além disso, tratou dos diferentes indicadores institucionais que podem ser utilizados como medida da qualidade das instituições dos países. Este estudo compreensivo serviu de alicerce para o estabelecimento de hipóteses, e facilitou a condução da análise dos resultados apresentados pelas evidências empíricas dos determinantes institucionais do IDE.

A partir disso, estabeleceu-se um conjunto de hipóteses. Neste sentido, argumenta-se que a construção destas hipóteses, realizada no capítulo 4, foi essencial para o entendimento da influência dos indicadores institucionais sobre o fluxo de IDE, concedendo um maior respaldo para a construção do modelo empírico.

A principal conclusão deste estudo é que a influência de variáveis institucionais – consideradas em um amplo espectro de indicadores – é estatisticamente significativa sobre as decisões de investimento direto externo em países emergentes.

Os resultados do modelo corroboram o exposto na literatura teórica e empírica e confirmam as hipóteses deste estudo. Nas diversas especificações, as variáveis institucionais são estimadas como sendo de impacto significativo sobre o IDE. A dificuldade de se obter uma especificação final com diversos indicadores institucionais deve-se a problemas de tamanho de amostra – como no caso do Índice de Competitividade Global, que é disponível na forma de escore apenas a partir de 2001 – e a presença de multicolinearidade entre variáveis.

Analisando detalhadamente os resultados da Especificação 3 o maior impacto sobre a atração de IDE deve-se ao índice de competitividade global: um aumento de 1% do ICG resulta em um aumento da atração de IDE da ordem de 2,916%. A elasticidade do *rating* soberano da Moody's é também elevada; uma vez que uma melhora de 1% nesta avaliação de risco (redução do RSM), aumento o fluxo de IDE em 1,738%. Por fim, um aumento de 1% do IPC – que significa uma redução da corrupção – implica em um aumento de 1,644% do ingresso de IDE em países emergentes. Para a especificação 4, a elasticidade da variável ILE_{it}

indica que um aumento do índice de liberdade econômica de 1% resulta em um incremento de 1,775% na atração de IDE. Para o caso da variável RSM_{it} , o impacto é menor; isto é, um aumento de 1% no *rating* soberano da Moody's provoca uma redução de 0,837% no fluxo de IDE.

De modo mais específico, pode-se afirmar, com base no modelo de painel de dados estimado neste estudo, que a variável risco soberano, medido pela Moody's (RSM), é estatisticamente significativa nas duas especificações finais obtidas neste estudo. Este resultado é importante, pois ratifica a relevância de medidas de risco de longo prazo, como é o caso do RSM, sobre o investimento direto em mercados emergentes. Além disso, são significantes a liberdade econômica, em uma especificação, e a corrupção e a competitividade, em outra especificação. Fica claro, que o índice de liberdade econômica, pela sua construção, capta justamente efeitos de competitividade de setores empresariais de economias em desenvolvimento bem como mudanças nos níveis de corrupção em instituições destes países. De qualquer modo, o resultado aponta pela relevância da redução da corrupção e do aumento da competitividade empresarial, que resultam em melhores níveis de liberdade econômica, sobre a atração de IDE para mercados emergentes.

REFERÊNCIAS

- AMAL, M.; BERMUDEZ, G.; CRISTINI, M.; KEGEL, P.; MOYA, R.; SEABRA, F. **Inversión extranjera directa en el Mercosur: El papel de Europa.** Buenos Aires: FIEL, p. 21-26, 2006.
- AMAL, M., SEABRA, F. Determinantes do Investimento Direto Externo na América Latina: uma Perspectiva Institucional. **Encontro ANPEC 2005.** 15p, 2005.
- BHATIA, A. *Sovereign Credit Ratings Methodology.* Washington: Fundo Monetário Internacional, 2002. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>. Acesso em 15 out 2008.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; COUPET, M.; MAYER T. Institutional Determinants of Foreign Direct Investment. **The World Economy**, Reino Unido, v. 30, n.5, p. 764-782, 2007. Disponível em: < <http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.1467-9701.2007.01022.x>>. Acesso em: 25 Abr 2008.
- BEVAN, A.; ESTRIN, S.; MEYER, K. Foreign investment location and institutional development in transition economies. **In: International Business Review**, 2004.
- BREWER, T.L. FDI in emerging market countries. In: L. OXELHEIM (ed.), **The global race for Foreign Direct Investment**, Perspectives for the future, Berlin: Springer – Verlag, 1993.
- BUCKLEY, P.J., CASSON, M.C. **The Future of the Multinational Enterprise.** London: Macmillan, 116p, 1976.
- CAVES, R.E. **Industrial corporations: the industrial economics of Foreign Investment.** *Economica*, Nº 38, 1971.
- CLAESSENS, S.; EMBRECHTS, G. **Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings**, Basel II: an economic assessment. Nº1, p.1-27, 2002. Disponível em: < <http://www.bis.org/bcbs/events/b2eacla.pdf>>. Acesso em: 20 Out 2008.
- CORDEN, W.M. The Theory of International Trade. In: J.H. Dunning (Ed.) **Economic Analysis and the Multinational Enterprise.** London, 1974.

DAUDE, C., STEIN, E. The quality of institutions and foreign direct investment. **Economics & Politics**, EUA, v. 19, n.3, p. 317–344, 2007. Disponível em: <<http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.1468-0343.2007.00318.x>>. Acesso em: 24 Abr 2008.

DUNNING, J.H. **Explaining International Production**. London: Unwin Hyman, 1988.

_____. The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity. **International Business Review**, 9,2000.

GIL, Antonio Carlos. **Técnicas de pesquisa em economia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1991. 195p.

GIL, Antonio Carlos. **Técnicas de pesquisa em economia e elaboração de monografia**. São Paulo: Atlas, 2002.

HIRSCH, S. An International Trade and Investment Theory of the Firm. **Oxford Economic Papers**, p.28, 1976.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HYMER, S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investment. **Ph.D. thesis**, MIT, publicado pelo MIT Press, 1976.

HYMER, S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investment. **Ph.D. thesis**, MIT, publicado pelo MIT Press, 1960.

HOLMES, K.R.; FEULNER, E. O'GRADY, M.A. 2008 Index of Economic Freedom: the link between economic opportunity and prosperity. Washington, DC: The Heritage Foundation, 2008.

IMF. **Balance of payments and international investment position manual**. 6 ed. Washington, D.C.: DRAFT, Statistic Department, 2008. Disponível em:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/chap1.pdf>. Acesso em: 20 Jun 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/26/50/40193734.pdf>

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. **Governance Matters VII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2007**. Washington, DC: World Bank, 2008.

Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2008/06/24/000158349_20080624113458/Rendered/PDF/wps4654.pdf>. Acesso em: 27 Jun 2008.

KINDLEBERGER, C. **American Business Abroad**. New Haven, Yale University Press, 1969.

MADDALA, G.S. **Introdução à Econometria**. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A. cap.5, 8 e 15, 2001.

MATTOS, Leonardo Bornacki de; CASSUCE, Francisco Carlos da Cunha; CAMPOS, Antônio Carvalho. Determinantes dos investimentos diretos estrangeiros no Brasil, 1980-2004. **Rev. econ. contemp.**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, 2007. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482007000100002&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 25 Jun 2008.

MENDONÇA, M.J.C., NONNENBERG, M.J.B. Determinantes dos Investimentos Diretos Externos em Países em Desenvolvimento. **Estudos Econômicos**. São Paulo. v.35, n.4, p.631-655, 2005.

MUDAMBI, R.; NAVARRA, P. **Institutions and internation business**: a theoretical overview. *International Business Review* 11, 2002.

NORTH, D. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance** – Cambridge University Press – Cambridge, 1990/1994

NORTH, D., Economic Performance Through Time. **Nobel Prize Lecture**. 1993. Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html>. Acesso em 20 Jun 2008.

OECD. **OECD benchmark definition of foreign direct investment**. 4 ed. Paris, 2008. 241p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/26/50/40193734.pdf>>. Acesso em: 26 Jun 2008.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

STANDARD AND POOR'S. **Sovereign Credit Ratings: A Primer**. Nova York: Standard and Poor's, dez. 1998.

UNCTAD. **World investment report 2006**. Genebra, 2006. 372 p. Disponível em: <http://www.unctad.org/en/docs/wir2006_en.pdf>. Acesso em: 25 Abr 2008.

UNCTAD. **World investment report 2007**. Genebra, 2007. 323 p. Disponível em: <http://www.unctad.org/en/docs/wir2007_en.pdf>. Acesso em: 25 Abr 2008.

VERNON, R. International Investment and International Trade in the Product Cycle. **Quarterly Journal of Economics**, 80, 1966

WILLIAMSON, O.E. **The mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna**. 1ªed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

WORLD BANK. **World Development Report 2005: A better investment climate for everyone**. Washington, DC. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/INTWDR2005/Resources/complete_report.pdf>. Acesso em: 25 Abr 2008.

WORLD ECONOMIC FORUM. **The Global Competitiveness Report 2007–2008**. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2008.

ANEXOS

Anexo 1. Matriz de correlação parcial das variáveis do modelo.

Tabela 7: Matriz de correlação das variáveis do modelo

	LOG(IED)	LOG(IPC)	LOG(ILE)	LOG(RSM)	LOG(RSSP)	LOG(RSF)	LOG(ICG)	MD1	MD2
LOG(IED)	1								
LOG(IPC)	-0,079	1							
LOG(ILE)	0,010	0,770	1						
LOG(RSM)	-0,051	-0,652	-0,517	1					
LOG(RSSP)	-0,005	-0,796	-0,626	0,949	1				
LOG(RSF)	-0,056	-0,735	-0,605	0,949	0,961	1			
LOG(ICG)	-0,144	0,782	0,600	-0,860	-0,935	-0,910	1		
MD1	-0,104	0,762	0,730	-0,344	-0,490	-0,451	0,493	1	
MD2	-0,169	0,962	0,749	-0,756	-0,869	-0,830	0,860	0,767	1

Fonte: Elaboração própria. Apoio do Software E-views 5.1

Anexo 2. Tabela de transposição linear da escala de ratings.

Tabela 8: Transposição linear da escala de ratings.

S&P	Moody's	Fitch	Score
<i>Investment grade</i>			
AAA	Aaa	AAA	1
AA+	Aa1	AA+	2
AA	Aa2	AA	3
AA-	Aa3	AA-	4
A+	A1	A+	5
A	A2	A	6
A-	A3	A-	7
BBB+	Baa1	BBB+	8
BBB	Baa2	BBB	9
BBB-	Baa3	BBB-	10
<i>Speculative grade</i>			
BB+	Ba1	BB+	11
BB	Ba2	BB	12
BB-	Ba3	BB-	13
B+	B1	B+	14
B	B2	B	15
B-	B3	B-	16
CCC+	Caa1	CCC+	17
CCC	Caa2	CCC	18
CCC-	Caa3	CCC-	19
CC	--	CC	20
C	--	C	21
SD	Ca	DDD	22
D	C	DD	23
--	--	D	24

Abbreviation: -- = Not applicable.

Fonte: Bathia (2002) – FMI.