

## **A INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS E A CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA**

**Autoria:** José Odálio dos Santos, Wilson Roberto Iscaro Muller

### **RESUMO**

O objetivo deste trabalho foi analisar se a internacionalização de empresas brasileiras criou valor para seus acionistas. Tomando o Índice IBX-100 como base amostral, selecionou-se um conjunto de ações de empresas brasileiras multinacionais e outro de empresas brasileiras domésticas para, então, comparar o desempenho de cada conjunto através do retorno mensal, do risco total, do risco sistêmico, do Índice de Sharpe, do Índice de Treynor e do Índice de Jensen. Deste par de conjuntos iniciais, criamos dois outros pares, um composto apenas por empresas privadas e outro composto apenas por empresas do mesmo setor econômico. A comparação do desempenho desses conjuntos foi realizada em três períodos, de 1996 a 2007, de 1999 a 2007 – período de regime de câmbio flutuante – e de 2003-2007 – período de câmbio flutuante com valorização acentuada do real. Os resultados mostraram que a internacionalização gerou valor aos acionistas, exceto quando comparamos o conjunto de multinacionais com o conjunto de empresas domésticas dos mesmos setores no período de apreciação cambial, caso em que constatamos uma divergência entre o prêmio sobre o risco sistêmico (menor para a multinacionais) e o prêmio sobre o risco total (maior para as multinacionais).

### **1. INTRODUÇÃO**

A importância da diversificação dos investimentos já era conhecida na década de 1950 a partir do trabalho de Markowitz (1952), que apontou a necessidade do investidor não apenas procurar maximizar o retorno de sua carteira de investimentos, mas também minimizar o seu risco compondo-a com ativos não correlacionados. Já no final da década seguinte, novos estudos (GRUBEL, 1968; LEVY e SARNAT, 1970; SOLNIK, 1974 e LESSARD, 1974;) estenderam a análise da diversificação a uma da carteira de ativos internacionais. De maneira geral, estes trabalhos concluíram que a diversificação da carteira de investimentos em ativos de outros países era benéfica ao investidor, a exemplo da diversificação em ativos domésticos.

À sua maneira, a empresa multinacional, ao internacionalizar suas operações, cumpre o papel de uma carteira de ativos internacionais. Em consequência, ao menos preliminarmente, devemos esperar que sua internacionalização traga aos acionistas benefícios da mesma natureza que aqueles proporcionados por uma carteira internacional de ativos.

Dentre essas diversas linhas de estudo da relação entre internacionalização e performance, há um grupo de trabalhos que, a partir de uma abordagem baseada na moderna teoria de finanças, concentrou-se na análise da relação entre a internacionalização e a performance de mercado da empresa, ou seja, o impacto da internacionalização no valor da empresa, na geração de valor para o acionista. Em termos metodológicos, a análise se deslocou dos dados puramente contábeis para os indicadores financeiros de mercado. Ainda que estes dependam diretamente daqueles, os indicadores de mercado refletem menos o que a empresa realizou e mais a expectativa sobre suas realizações futuras, sobre sua estratégia de crescimento. Também no caso da expansão global, como atestam Levine e Schmukler (2005), o mercado antecipa os futuros benefícios da internacionalização, assim que a empresa anuncia seus planos de investimentos externos.

O presente estudo adota uma perspectiva semelhante procurando avaliar os impactos da internacionalização de empresas brasileiras em sua performance de mercado, comparando os resultados das multinacionais brasileiras àqueles das empresas nacionais com estratégias

puramente domésticas. A análise procura não só avaliar os reflexos da estratégia internacional no retorno da ação da empresa, como também nas diversas formas de risco da empresa e, finalmente, na relação destes riscos com o seu retorno.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A decisão de adotar uma estratégia de internacionalização de seus negócios está diretamente ligada à necessidade da empresa de crescer, de expandir seus lucros, de sustentar suas vantagens competitivas, em suma, à necessidade de sobreviver no longo prazo enquanto organização econômica, um atributo essencial de sua natureza. Por um lado, a internacionalização traz benefícios à empresa, tais como o acesso a novas vantagens comparativas (vantagens locais), a expansão do mercado potencial e do seu poder de mercado, maior flexibilidade na produção, ganhos de economia de escala, incremento do conhecimento organizacional, redução do risco consolidado da empresa, etc; mas, por outro lado, instalar-se em novos países traz novos riscos como a exposição a riscos políticos poucos conhecidos, riscos cambiais em várias moedas, maiores custos de agência, acesso a informações assimétricas, etc. Da capacidade de gerenciar bem a relação dos benefícios e dos riscos, que se materializam na forma de custos, dependerá o sucesso da internacionalização da empresa.

### 2.1 A Internacionalização e a Geração de Valor para o Acionista.

Ao longo das últimas três décadas, os estudos sobre a relação entre a internacionalização e o desempenho das empresas envolveram as mais diversas disciplinas sem, contudo, apresentar um resultado conclusivo. A despeito de ter se tornado um dos temas mais pesquisados na área de administração internacional, com um grande número de pesquisas já realizadas, não houve uma conclusão consensual, pelo contrário, se chegou a uma considerável dispersão de resultados (RUIGROK e WAGNER, 2004; LI, 2007).

Hughes, Logues e Sweeney (1975) realizaram estudo comparando 46 empresas multinacionais americanas com 50 empresas americanas puramente domésticas, no período de 1970 a 1973. Os resultados da pesquisa mostraram que as empresas multinacionais tinham menor risco sistêmico (beta), menor risco específico (não sistêmico) e, portanto, menor risco total que as empresas domésticas. A média dos retornos das multinacionais foi menor que a média das empresas domésticas. Já o retorno ajustado pelo risco das multinacionais, medido pelo Índice de Treynor, foi superior ao das empresas domésticas quando se considerou o beta em relação a um índice local. Entretanto, quando se tomou o beta das ações em relação a um índice mundial, o retorno ajustado pelo risco das multinacionais foi muito semelhante ao das empresas domésticas. A conclusão foi que os “resultados tendem a confirmar a visão de que os investidores percebem perfeitamente os benefícios de diversificação das ações das empresas multinacionais” (HUGHES; LOGUES; SWEENEY, 1975, p. 636).

Agmon e Lessard (1977) compararam os desempenhos de 217 empresas americanas dividindo-as em 10 categorias de grau de internacionalização, medido pela proporção das vendas externas sobre as vendas totais da empresa, no período de 1959 a 1972. Os resultados mostraram que quanto maior o nível de internacionalização da categoria menor o seu beta em relação ao mercado americano e maior o seu beta em relação ao mercado mundial. Segundo os autores, “as evidências confirmam a hipótese de que o mercado reconhece a qualidade de diversificação geográfica das corporações internacionais americanas, bem como o nível de seu envolvimento internacional” (AGMON e LESSARD, 1977, p.1054).

Fatemi (1984) comparou o desempenho, o beta e os retornos de 84 multinacionais americanas com 52 empresas domésticas americanas no período 1971-1980. A média dos retornos mensais da carteira de ações multinacionais foi estatisticamente semelhante ao da

carteira de empresas domésticas. A volatilidade média das multinacionais foi menor que a média das domésticas, mostrando que a diversificação internacional reduziu o risco total do acionista. Já o beta da carteira de ações das multinacionais foi significativamente menor e mais estável que o beta da carteira de ações de empresas domésticas, indicando que a internacionalização também reduziu o risco sistêmico. O estudo também mostrou que quanto maior o grau de internacionalização da empresa menor o seu beta.

A partir da publicação *The Fortune 500*, Michel e Shaked (1986) estabeleceram uma amostra de ações de empresas multinacionais e outra de empresas domésticas, para comparar as performances entre 1973 e 1982. Foram calculados o retorno médio mensal, o desvio padrão e o beta, além da relação risco e retorno pela média de cada amostra do Índice de Sharpe, do Índice de Treynor e do Índice de Jensen. Os resultados apontaram para um retorno mensal médio significativamente superior das empresas domésticas em relação às multinacionais. Por outro lado, o risco sistêmico e o risco total das multinacionais foram inferiores do que os mesmos riscos das empresas domésticas. No entanto, as empresas domésticas apresentaram um retorno médio ajustado pelo risco (pelos três índices usados) significativamente superior às multinacionais, indicando que a internacionalização destruiu valor para o acionista neste período de análise.

Collins (1990) realizou pesquisa semelhante às anteriores, comparando os retornos, os riscos e os retornos ajustados pelos riscos de empresas domésticas e multinacionais. O autor dividiu as empresas multinacionais em duas categorias, uma de empresas com operações apenas em países desenvolvidos e outra de multinacionais com operações significativas em países em desenvolvimento. Os resultados mostraram que as operações das multinacionais nos países em desenvolvimento não geraram benefícios aos investidores quando comparadas às operações domésticas e mesmo àquelas dos países desenvolvidos. Apesar de terem risco sistêmico e o risco total menores, o retorno das Multinacionais-Países em Desenvolvimento foi expressivamente menor, resultando em valores inferiores para os três índices de risco e retorno. Já a comparação dos resultados das empresas domésticas com a categoria Multinacionais-Países Desenvolvidos mostrou que os resultados são muito parecidos e com diferenças estatisticamente insignificantes.

Christophe (1997) analisou o impacto da internacionalização no valor de multinacionais americanas em períodos de maior volatilidade cambial. A amostra contou com cerca de 1.800 empresas das quais ao menos 500 eram multinacionais, o período de análise foi de 1978 a 1986, cada ano foi analisado separadamente e como indicador de valor foi usado o “Q” de Tobin, dado pela razão entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição de seus ativos. Os resultados mostraram que, nos primeiros anos da década de 1980, as operações internacionais das companhias americanas destruíram valor, com maior intensidade quando o dólar americano se fortaleceu frente às outras moedas. Mesmo nas empresas com fortes vantagens competitivas, que tinham correlação positiva entre a internacionalização e o valor da companhia, a correlação se inverteu nos anos de fortalecimento da moeda norte-americana.

Denis, Denis e Yost (2002) pesquisaram as implicações da diversificação internacional e da diversificação setorial no valor das companhias americanas no período de 1984 a 1997. A amostra tinha 44.288 dados anuais de 7.520 empresas, que foram também identificadas por segmentos e por distribuição geográfica. Os dados mostraram crescimento da diversificação global não só pelo crescimento da parcela de empresas multinacionais na amostra como pelo crescimento da média de vendas das operações externas das multinacionais em relação ao seu total de vendas. A pesquisa mostrou que as ações de empresas globalmente diversificadas são negociadas com desconto quando comparadas às empresas domésticas do mesmo segmento. A diversificação global está associada a um desconto no valor das empresas de magnitude semelhante àquele associado à diversificação setorial. O estudo mostrou que as empresas diversificadas por setores econômicos, mas não globalmente, apresentam um desconto médio

de 20% em seu valor. Já as empresas diversificadas globalmente, mas não economicamente, apresentam um desconto médio de 18%. A associação das duas diversificações apontou um desconto médio de 32% no valor da empresa.

Levine e Schmukler (2005) realizaram ampla pesquisa com 9.096 empresas de 74 países no período de 1989 a 2000, na qual acompanharam a evolução do “Q” de Tobin e seus componentes antes, durante e após a internacionalização, estudando também a valorização das empresas internacionais ao longo do tempo em comparação com as empresas domésticas. Os autores concluíram que a internacionalização está associada a um permanente aumento do valor de mercado da empresa, a um temporário aumento do “Q” e a um subsequente salto dos ativos corporativos. Além disso, os resultados se mostraram consistentes com os argumentos de que o mercado antecipa (*market timing*) os futuros benefícios da internacionalização ajustando o valor da empresa às novas expectativas, porém as análises adicionais mostraram que o *market timing* é uma das forças, mas não a única, que sustenta a evolução do “Q” e seus componentes.

## 2.2 Retorno das Ações

O retorno médio mensal das ações da amostra foi calculado pela média geométrica dos retornos mensais nos diversos períodos da análise. A média de cada conjunto de ações do estudo foi calculada pela média aritmética dos retornos médios das ações. A média geométrica é dada pela expressão:

Fórmula 1 – Média Geométrica dos Retornos

$$M_g = \sqrt[n]{[(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n)]} - 1$$

Onde:

$M_g$  = média geométrica dos retornos das ação;

$R_1, R_2$  e  $R_n$  = retornos das ação; e

$n$  = o número de retornos da amostra.

## 2.3 Risco Sistemico

Para o cálculo do risco sistemico (beta) usamos o IBX-100 como índice de referência. A medida do risco sistemico foi proposta inicialmente por Sharpe (1964) e mais tarde passou a ser chamada também de beta. Assim temos que:

Fórmula 2 – Beta da Ação

$$\beta = \frac{Cov(R_a, R_m)}{Var(R_m)}$$

Onde:

$\beta$  = beta ou o risco sistemico de uma ação;

$R_a$  = retorno da ação;

$R_m$  = retorno do mercado (IBX-100);

$Cov(R_a, R_m)$  = covariância entre os retornos mensais da ação e os retornos mensais do mercado;  
 $Var(R_m)$  = variância dos retornos mensais do mercado.

## 2.4 Risco Total

O risco total da ação de uma empresa reflete todos os riscos a que ela está exposta, sejam riscos sistêmicos ou riscos específicos da empresa. A medida tradicionalmente usada para o risco total de uma ação é a sua volatilidade, dado pelo desvio-padrão de seus retornos, dessa maneira, temos que:

Fórmula 3 – Desvio-padrão dos retornos de uma Ação

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

Onde:

$\sigma$  = é o desvio-padrão da ação;

$R_i$  = é o retorno mensal da ação;

$\bar{R}$  = é a média dos retornos da ação de todos os meses do período da análise; e

$n$  = é o número de meses do período analisado.

## 2.5 Índice de Treynor

Para Treynor (1965), o risco específico de uma ação pode ser compensado pelos riscos específicos das demais ações da carteira; no entanto, o risco sistêmico de uma ação não pode ser compensado, já que este risco é comum a todas as ações, ainda que com intensidades diferentes, daí a importância de se relacionar o retorno da ação com seu risco sistêmico. Mas, para tornar sua medida universal, Treynor criou a noção de ativo livre de risco (neste estudo, usamos a Taxa Selic), permitindo que todos os ativos fossem comparáveis pelo seu prêmio de risco. O Índice de Treynor é dado pela expressão:

Fórmula 4 – Índice de Treynor (IT)

$$IT = \frac{R_a - R_{rf}}{\beta_a}$$

Onde:

IT = Índice de Treynor;

$R_a$  = retorno da ação;

$R_{rf}$  = retorno do ativo livre de risco (Taxa Selic);

$(R_a - R_{rf})$  = prêmio de risco da ação; e

$\beta_a$  = beta da ação.

## 2.6 Índice de Sharpe

O Índice Sharpe (IS) foi proposto por Sharpe (1966), é uma medida muito similar ao Índice de Treynor, com a diferença de que toma o risco total da ação como referência na relação risco-retorno da ação em vez do risco sistêmico usado por Treynor.

O IS da ação é dado pela diferença entre seu retorno e o retorno do ativo livre de risco (neste estudo, usamos a Taxa Selic) dividido pelo risco total, que por sua vez é representado

pelo desvio-padrão da ação; por conseguinte, o IS mede o prêmio de risco da ação por unidade de seu risco total, o IS é dado pela fórmula que segue:

Fórmula 5 – Índice de Sharpe (IS)

$$IS = \frac{R_a - R_{rf}}{\sigma}$$

Onde:

IS = Índice de Sharpe;

$R_a$  = retorno da ação;

$R_{rf}$  = retorno do ativo livre de risco (Taxa Selic);

$(R_a - R_{rf})$  = prêmio de risco da ação; e

$\sigma$  = desvio-padrão da ação, seu risco total.

## 2.7 Índice de Jensen

Jensen (1968) lembra que, no passado, muitos teóricos tentaram avaliar a performance de carteiras, “mas quase todos eles confiaram pesadamente em medidas relativas de performance, quando o que nós realmente precisamos é de uma medida absoluta de performance” (JENSEN, 1968, p. 390). Eis a grande diferença entre o Índice de Jensen (IJ) e os Índices de Treynor e de Sharpe: enquanto estes dois indicam se uma carteira “A” é melhor ou pior relativamente a uma carteira “B”, Jensen defende ser mais importante saber se “A” é melhor ou pior que “B” segundo um padrão absoluto de performance.

O Índice de Jensen é uma aplicação direta do Capital Asset Pricing Model (CAPM), o modelo de formação de preços de ativos desenvolvido na década de 1960, ele é dado pela expressão:

Fórmula 6 – Índice de Jensen (IJ)

$$IJ = R_a - [R_{rf} + \beta_a (R_m - R_{rf})]$$

Onde:

IJ = Índice de Jensen;

$R_a$  = retorno da ação;

$R_{rf}$  = retorno do ativo livre de risco (Taxa Selic);

$R_m$  = retorno do mercado (IBX-100); e

$\beta_a$  = beta da ação.

## 3. Metodologia de Pesquisa

### 3.1 Formação das Amostras

A análise empreendida pelo presente trabalho depende fundamentalmente da boa formação de preço das ações das empresas da amostra, por isso o critério básico da escolha das empresas foi a liquidez de sua ação. Dessa maneira, decidimos adotar um dos índices de ações do mercado brasileiro como base da escolha, já que a participação da ação nestes índices depende de sua liquidez. Os dois índices de ações mais importantes do Brasil são o Ibovespa e o IBX-100, destes optamos pelo segundo por representar melhor a diversidade da

economia brasileira. A carteira teórica do IBX-100 do último quadrimestre de 2007, usada como base desta pesquisa, tinha 101 ações de 91 empresas de 38 segmentos econômicos, contra 63 ações de 57 empresas de 24 segmentos da carteira teórica do Ibovespa (IBOVESPA I, II, III e IV).

A partir da carteira teórica do IBX-100, identificamos um primeiro par de amostras (Amostra Completa) com 5 empresas brasileiras multinacionais e 26 empresas brasileiras domésticas. A partir da Amostra Completa, criamos um segundo par de amostras (Amostra Cias. Privadas) apenas com companhias privadas, totalizando 4 companhias multinacionais e 20 companhias domésticas. Por fim, também criamos um terceiro par de amostras apenas com companhias dos mesmos setor econômicos, que ficou composto por 5 companhias multinacionais e 10 companhias domésticas.

A Tabela 1 apresenta um resumo dos critérios de formação da Amostra Completa de ações de companhias domésticas a partir do IBX-100.

**Tabela 1:** Formação da Amostra Completa de Empresas Domésticas

Conjunto de Ações	N.º de Ações
Total de Ações do IBX-100.....	101
Ações de empresas sob controle estrangeiro.....	(22)
Ações de empresas com abertura de capital recente.....	(34)
Ações com liquidez deficiente.....	(4)
Segunda ação de empresas com duas ações no IBX-100.....	(6)
Ações de <i>holdings</i> .....	(2)
Ações de empresas com internacionalização recente.....	(2)
Amostra Completa de ações de empresa multinacionais brasileiras.....	(5)
Amostra Completa de ações de empresas brasileiras domésticas.....	26

Fonte: Bovespa

### 3.2 Critério de Internacionalização

Uma das limitações da análise da internacionalização de empresas brasileiras é a disponibilidade de dados sobre suas operações internacionais. Ao contrário de outros países, as regras contábeis brasileiras não exigem a discriminação das informações das subsidiárias externas nos balanços, nem mesmo das empresas de capital aberto. Entre as medidas de internacionalização usadas na literatura sobre o tema, a dispersão geográfica, medida pelo número de subsidiárias internacionais e também pelo número de países onde estão as subsidiárias, tem sido adotado em alguns estudos (LU e BEAMISH, 2001 e 2004; MORCK e YEUNG, 1991; PANTZALIS, 2001) como medida do grau de comprometimento institucional com a internacionalização. Assim, o critério de internacionalização usado para a classificação de uma empresa do IBX-100 como multinacional foi ter pelo menos uma subsidiária externa integral (sob controle acionário da multinacional brasileira) em 1996 e no mínimo cinco subsidiárias integrais em diferentes países em 2005.

A Tabela 2 apresenta as ações do IBX-100 das 5 companhias brasileiras multinacionais que atenderam aos critérios de internacionalização definidos para esta pesquisa.

**Tabela 2:** Composição da Amostra Completa de Cias. Multinacionais

Empresa Multinacional	Código da Ação
Gerdau S.A. ....	GGBR4
Banco Itaú S.A. ....	.. ITAU4
Marcopolo S.A. ....	POMO4
Petrobrás S.A. ....	PETR4
WEG S.A. ....	.. WEGE4

Fonte: Bovespa

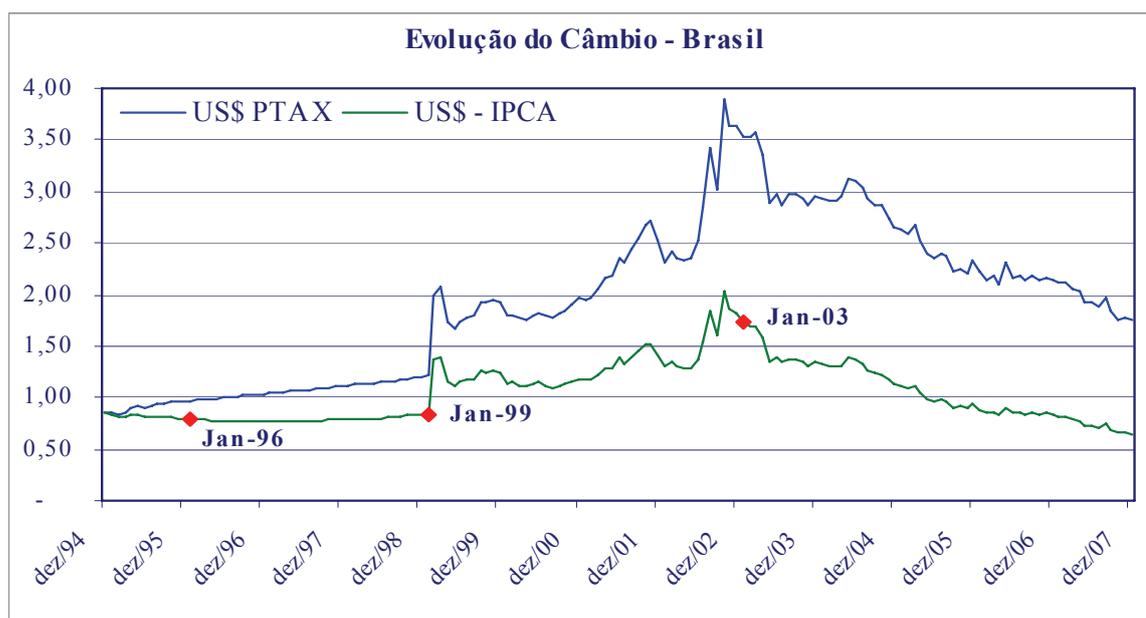
### 3.2 Base Temporal

A base temporal de todos os cálculos feitos, tanto do desempenho das ações das empresas, das medidas de risco quanto da relação risco e retorno foi o preço de fechamento da ação no último dia útil do mês ou do último dia com cotação no mês. A escolha pelo preço de fechamento se explica pelo fato da Bovespa só ter iniciado a divulgação da cotação média de fechamento do IBX-100 em abril de 1997.

### 3.3 Período de Análise

O Gráfico 1, que apresenta a evolução da taxa de câmbio brasileira (US\$/R\$) e também sua deflação pelo IPC-A (taxa real de câmbio) desde o início do Plano Real, ilustra a escolha dos períodos três períodos da análise. O primeiro período de análise, de janeiro de 1996 a dezembro de 2007, permite uma análise de longo prazo, com dois regimes cambiais (controlado entre 1996 e 1998, flutuante entre 1999 a 2007) e três tendências de câmbio real (real estável entre 1996 e 1999, real se desvalorizando entre 1999 e 2002 e real se valorizando entre 2003 e 2007).

**Gráfico 1:** Evolução do Câmbio no Brasil



Fonte: Economática. Dados Compilados pelo Autor

A taxa de câmbio do país sede é um fator importante para o desempenho de uma multinacional. Por isso, definimos o segundo período de análise entre janeiro de 1999 a dezembro de 2007, visto que nele adotamos o regime de câmbio flutuante, período de maior volatilidade da taxa cambial.

Conforme mostrou Christophe (1997), o fortalecimento da moeda nacional pode comprometer os resultados das operações externas da multinacional, motivo pelo qual escolhemos um terceiro período de análise, de janeiro de 2003 a dezembro de 2007, com o objetivo de verificar o desempenho das multinacionais na condição adversa de valorização do real.

## 4. Resultados

### 4.1 Amostra Completa

A Tabela 3 abaixo apresenta os resultados da análise da Amostra Completa de ações, comparando os desempenhos das **Empresas Brasileiras Domésticas (EBD)** aos desempenhos das **Empresas Brasileiras Multinacionais (EBM)**.

**Tabela 3:** Resultados da análise para a Amostra Completa

Itens	1996 - 2007		1999 - 2007		2002 - 2007	
	EBD <sup>1</sup>	EBM <sup>2</sup>	EBD	EBM	EBD	EBM
Retorno Mensal Médio	1,90%	3,04%	2,88%	3,51%	3,29%	3,49%
Desvio Padrão Médio	14,48%	11,38%	13,70%	10,39%	11,16%	8,59%
Beta Médio das Ações	0,86	0,80	0,91	0,84	0,88	0,84
<b>Índice de Sharpe Médio</b>	<b>0,0274</b>	<b>0,1305</b>	<b>0,1095</b>	<b>0,2051</b>	<b>0,1803</b>	<b>0,2538</b>
<b>Índice de Treynor Médio</b>	<b>0,0040</b>	<b>0,0280</b>	<b>0,0175</b>	<b>0,0382</b>	<b>0,0253</b>	<b>0,0305</b>
<b>Índice de Jensen Médio</b>	<b>(0,0017)</b>	<b>0,0100</b>	<b>0,0034</b>	<b>0,0106</b>	<b>0,0036</b>	<b>0,0064</b>

Fonte: Economática

1) EBD é Empresa Brasileira Doméstica // 2) EBM é Empresa Brasileira multinacional

Os resultados das empresas multinacionais são superiores aos resultados das empresas domésticas em todos os itens analisados, retorno médio, risco total médio (desvio padrão) e risco sistêmico médio (beta), e Índice de Treynor Médio, Índice de Sharpe Médio e Índice de Jensen Médio.

Ademais, os diferenciais de retorno e dos três índices de risco e retorno do período 1996-2007 são superiores aos diferenciais dos períodos 1999-2007, que por vez, são superiores aos diferenciais do período 2002-2007. Portanto, a um movimento de redução das diferenças de desempenho entre as empresas multinacionais e as empresa domésticas do câmbio controlado para o câmbio livre e deste para o período de câmbio livre com valorização do real.

Em relação às medidas de risco, os diferenciais tanto do risco total (desvio-padrão) como do risco sistêmico (beta) não mostram a mesma tendência de redução, há uma relativa estabilidade deste diferencial, sempre favorável às multinacionais.

## 4.2 Amostra de Empresas Privadas

Na Tabela 4, vemos que os resultados das empresas multinacionais são superiores aos resultados das empresas domésticas em quase todos o itens analisados, retorno médio, risco total médio e risco sistêmico médio, e Índice de Treynor Médio, Índice de Sharpe Médio e Índice de Jensen Médio. A exceção foi o retorno médio do período 2002-2007, caso em que o desempenho das empresas domésticas é superior ao das empresas multinacionais, apesar disso, os riscos total e sistêmico inferiores das multinacionais compensaram este retorno inferior, resultando numa melhor relação risco e retorno pelos três índices utilizados.

**Tabela 4:** Resultados da análise para a Amostra Cias. Privadas

Item	1996 - 2007		1999 - 2007		2002 - 2007	
	EBD <sup>1</sup>	EBM <sup>2</sup>	EBD	EBM	EBD	EBM
Retorno Mensal Médio	2,07%	3,04%	3,22%	3,52%	3,48%	3,39%
Desvio Padrão Médio	14,60%	11,13%	13,94%	10,28%	11,15%	8,60%
Beta Médio das Ações	0,80	0,70	0,88	0,76	0,84	0,76
<b>Índice de Sharpe Médio</b>	<b>0,0394</b>	<b>0,1336</b>	<b>0,1336</b>	<b>0,2087</b>	<b>0,1935</b>	<b>0,2421</b>
<b>Índice de Treynor Médio</b>	<b>0,0057</b>	<b>0,0319</b>	<b>0,0217</b>	<b>0,0432</b>	<b>0,0285</b>	<b>0,0325</b>
<b>Índice de Jensen Médio</b>	<b>0,0003</b>	<b>0,0106</b>	<b>0,0071</b>	<b>0,0117</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0068</b>

Fonte: Economática

1) EBD é Empresa Brasileira Doméstica // 2) EBM é Empresa Brasileira multinacional

A exemplo dos resultados da Amostra Completa, também neste caso os diferenciais entre o desempenho das multinacionais e o das domésticas se reduzem à medida que o período torna-se mais curto.

Em relação às medidas de risco, os diferenciais tanto do risco total (desvio-padrão) como do risco sistêmico (beta) não mostram a mesma tendência de redução, há uma relativa estabilidade deste diferencial de um período a outro, sempre favorável às multinacionais. Porém, o diferencial entre os betas médios quase que dobrou quando comparado aos diferenciais da Amostra Completa, fato que pode estar relacionado à redução de seis ações na amostra de empresa domésticas, contra apenas uma ação na amostra de companhias multinacionais.

### 4.3 Amostra Setorial

Na Tabela 5, constatamos que, como no caso das duas outras amostras anteriores, os resultados da Amostra Setorial repetem a superioridade do desempenho das empresas multinacionais em relação ao desempenho das empresas domésticas em todos os itens analisados para o período de 1996-2007 e 1999-2007, também com redução da superioridade do período mais longo para o mais curto.

**Tabela 5:** Resultados da análise para a Amostra Setorial

Item	1996 - 2007		1999 - 2007		2002 - 2007	
	EBD <sup>1</sup>	EBM <sup>2</sup>	EBD	EBM	EBD	EBM
Retorno Mensal Médio	1,99%	3,04%	3,14%	3,51%	4,01%	3,49%
Desvio Padrão Médio	14,61%	11,38%	13,72%	10,39%	12,17%	8,59%
Beta Médio das Ações	0,83	0,80	0,90	0,84	0,90	0,84
<b>Índice de Sharpe Médio</b>	<b>0,0351</b>	<b>0,1305</b>	<b>0,1311</b>	<b>0,2051</b>	<b>0,2341</b>	<b>0,2538</b>
<b>Índice de Treynor Médio</b>	<b>0,0035</b>	<b>0,0280</b>	<b>0,0210</b>	<b>0,0382</b>	<b>0,0362</b>	<b>0,0305</b>
<b>Índice de Jensen Médio</b>	<b>(0,0007)</b>	<b>0,0100</b>	<b>0,0061</b>	<b>0,0106</b>	<b>0,0105</b>	<b>0,0064</b>

Fonte: Economática

1) EBD é Empresa Brasileira Doméstica // 2) EBM é Empresa Brasileira multinacional

No entanto, no período 2002-2007, o desempenho das empresas domésticas é superior ao das multinacionais quando medido pelo retorno mensal médio, pelo Índice de Treynor e pelo Índice de Jensen, prova de que o risco sistêmico das multinacionais não foi suficientemente menor para compensar o retorno mensal médio superior das empresas domésticas. O mesmo não se deu com o Índice Sharpe, visto que o diferencial do desvio padrão entre as duas categorias foi bem superior ao diferencial dos respectivos betas, resultando num prêmio de risco das multinacionais superior aos das domésticas, ainda assim com um diferencial muito menor que aqueles registrados nas duas amostras anteriores para o mesmo período.

O diferencial do risco total (desvio padrão) foi muito parecido com os diferenciais constatados para as demais amostras, mas o diferencial do risco sistêmico (beta) foi bem menor que o da Amostra Cias. Privadas e levemente menor que o da Amostra Completa.

### 5. Considerações Finais

Ao longo das últimas três décadas, os estudos sobre a relação entre a internacionalização e o desempenho das empresas envolveram as mais diversas disciplinas e se tornaram um dos temas mais pesquisados na área de administração internacional, com um grande número pesquisas realizadas (RUIGROK e WAGNER, 2004; LI, 2007). Apesar

disso, são poucos os trabalhos sobre o tema que tomaram como base companhias de países em desenvolvimento, ainda que desde a década de 1990 a internacionalização de companhias dos chamados países emergentes tenha se acelerado muito.

Dentre essas diversas linhas de estudo da relação entre internacionalização e performance, há um grupo de trabalhos que, a partir de uma abordagem baseada na moderna teoria de finanças, concentrou-se na análise da relação entre a internacionalização e o desempenho de mercado da companhia. Inserindo-se nesta linha de pesquisas, o objetivo deste trabalho foi investigar se a estratégia de internacionalização de empresas brasileiras gerou valor para o acionista, para tanto comparamos os desempenhos de um conjunto de empresas brasileiras multinacionais e de um conjunto de empresas brasileiras domésticas. Tais conjuntos foram compostos por empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Dadas as deficiências de liquidez de muitas ações do mercado brasileiro, decidimos restringir nosso universo amostral à carteira de ações do IBX-100 (Carteira Teórica de Set-Dez/2007).

Considerando as especificidades do mercado brasileiro em relação aos mercados desenvolvidos, aprofundamos a análise em dois aspectos. O primeiro foi amostral, pois comparamos não só um conjunto de multinacionais com um conjunto de companhias domésticas (Amostra Completa), mas também criamos dois outros pares de amostras a partir destes dois conjuntos iniciais, um par composto apenas por companhias privadas (Amostra Cias. Privadas) e um terceiro par composto apenas por companhias do mesmo setor econômico (Amostra Setorial).

A segunda especificidade considerada foi a taxa de câmbio, conforme mostrou Christophe (1997), a volatilidade da taxa de câmbio pode afetar os resultados das subsidiárias e reduzir o valor multinacional. Por esta razão, além da análise comparativa dos desempenhos de mercado no período de 1996 a 2007, decidimos fazer também a mesma análise para o período entre 1999 e 2007 para avaliar os resultados após a mudança do regime de câmbio administrado para câmbio flutuante; e, por fim, repetimos a mesma análise para o período entre 2003 e 2007 para avaliar os desempenhos das empresas no período de taxa de câmbio flutuante, mas com apreciação do Real.

Nos três períodos, calculamos para cada ação o **retorno médio mensal**, o **risco sistêmico pelo beta da ação** (usando como índice de mercado o IBX-100), o **risco total pelo desvio padrão**, e a **relação entre risco e retorno pelo Índice de Sharpe**, **Índice de Treynor** e **Índice de Jensen**. Para cada amostra e em cada período foi calculada a média aritmética destas medidas de cada conjunto de ações.

No que diz respeito à redução do risco sistêmico e do risco total gerado pela internacionalização, os resultados do presente trabalho mostraram que, para as três pares amostras nos três períodos, as multinacionais tem tanto beta médio quanto desvio padrão médio inferiores às médias das empresas domésticas. Tais resultados mostram consistência com as pesquisas realizadas com empresas de países desenvolvidos, notadamente os trabalhos de Hughes, Logues e Sweeney (1975), Agmon e Lessard (1977), Fatemi (1984), Michel e Shaked (1986) e Collins (1990), mostrando que a internacionalização reduziu os riscos das empresas.

No tocante ao retorno médio, os resultados de nossa pesquisa evidenciaram a superioridade das empresas multinacionais nas três amostras no período de 1996 a 2007 e 1999 a 2007. Mas no período de 2003 a 2007, a superioridade das multinacionais só se verificou na Amostra Completa, portanto, o retorno médio das empresas domésticas foi superior ao retorno médio das multinacionais da Amostra Cias. Privadas e da Amostra Setorial no período de valorização do Real, o que está coerente com os apontamentos feitos por Christophe (1997) sobre os efeitos do fortalecimento da moeda nacional sobre os resultados da subsidiárias externas.

Quanto à relação risco e retorno, obviamente que como na maior parte das comparações as multinacionais apresentaram maior retorno com menor risco, os Índices de Sharpe, de Treynor e de Jensen lhes foram muito favoráveis. Mas, no período 2003-2007, isso se verificou apenas para a comparação pela Amostra Completa; no caso da Amostra Cias. Privadas, embora o retorno das multinacionais tenha sido inferior, o risco sistêmico e o risco total foram menores o suficiente para compensar a desvantagem no retorno e gerar um prêmio de risco superior pelos três índices; já na comparação pela Amostra Setorial, apenas o risco total foi menor o suficiente para gerar um Índice Sharpe maior para as multinacionais, pois no caso dos dois índices (Treynor e Jensen) dependentes do beta o prêmio de risco das empresas domésticas foi superior.

Entendemos que os resultados desta pesquisa mostram que a internacionalização de empresas brasileiras gerou valor aos seus acionistas, mas também evidenciaram que a taxa de câmbio pode ser um fator de inversão desta tendência.

Por fim, consideramos que o presente trabalho contribui para novas pesquisas sobre a internacionalização de empresa brasileiras, cabendo alguns aprofundamentos futuros, sobretudo quanto ao tamanho das amostras e ao impacto do câmbio nos resultados das multinacionais. Também entendemos ser fundamental que se faça esta pesquisa considerando dados de balanço das empresas, de tal forma que seria possível avaliar a contribuição dos resultados das subsidiárias externas aos resultados globais das companhias, mas, como já comentamos, para isso seria preciso ter uma série de dados contábeis uniformes de todas as empresas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGMON, T.; LESSARD, D.R. Investor recognition of corporate international diversification. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 4, p. 1049-1055, September 1977.

BOVESPA I. *Informe técnico* Dezembro/2007. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 15/01/08.

BOVESPA II. *Metodologia completa do Ibovespa*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 14/01/08.

BOVESPA III. *Metodologia completa do IBrX*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 13/01/08.

BOVESPA IV. *Classificação setorial*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 16/01/08.

COLLINS, J.M. A market performance comparison of U.S. firms active in domestic, developed and developing countries. *Journal of International Business Studies*, v. 21, n. 2, p. 271-287, 2nd Qtr. 1990.

CHRISTOPLE, S.E. Hysteresis and the value of the U.S. multinational corporation. *The Journal of Business*, v. 70, n.3, p. 435-462, July 1997.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; YOST, K. Global Diversification, Industrial Diversification and Firm Value. *The Journal of Finance*, v. 57. n. 5, October 2002.

- FATEMI, Ali M. Shareholder benefits from corporate international diversification. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 5, p. 1325-1344, December 1984.
- GRUBEL, H.G. Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows. *The American Economic Review*. V. 58, n.5, p. 1299-1314, december 1968.
- HUGHES, J.S., LOGUE, D.E. & SWEENEY, J.R. Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 10, n. 4, p. 627-637, November 1975.
- HYMER, S. The International operations of national firms: a study of direct foreign investment. Cambridge: MIT Press, 1976.
- JENSEN, M. C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*. V. 23, n. 2, p. 389-416, May 1968.
- LESSARD, D.R. World, national, and industry factors in equity returns. *Journal Of Finance*, v. 29, n. 2, p. 379-391, May 1974.
- LEVINE, R.; SCHMULKLER, S.L. Internationalization and the evolution of corporate valuation. *NBER Working Paper Series* n. 11023, January 2005. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w11023> . Acesso em 17/09/2005.
- LEVY, H.;SARNAT, M. International diversification of investment portfolios. *The American Economic Review*. v. 60, n.4, p. 668-675, September 1970.
- LI, L. Multinational and performance: a synthetic review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, v.9, n. 2, pp. 117–139, 2007.
- LU, J.W.; BEAMISH, P.W. The internationalization and performance of SMEs. *Strategic Management Journal*. v. 22, n. 6-7, p. 565–586, 2001.
- LU, J.W.; BEAMISH, P.W. International diversification and firm performance: the S-curve hypothesis. *Academy of Management Journal*. v. 47, n. 4, p. 598–609, 2004.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91, March 1952.
- MORK, R., & YEUNG, B. Why investors value multinationality. *The Journal of Business*. V. 64, n. 2, p. 165-187, April 1991.
- MICHEL, A., & SHAKED, I. Multinational corporations vs. domestic corporations: financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies*, v. 17, n. 3, p. 89-100, August 1986.
- PANTZALIS, C. Does location matter? An empirical analysis of geographic scope and MNC market valuation. *Journal of International Business Studies*. v.32, n.1, p. 133-155, First Quarter 2001.

RUIGROK, W.; WAGNER, H. Internationalization and firm performance: meta-analytic review and future research directions. In ACADEMY OF INTERNATIONAL BUSINESS-ANNUAL MEETING, 2004, Stockholm, Sweden Disponível em <http://www.uu.nl/uupublish/content/WinifriedRuigrok.pdf> . Acesso em 26/06/2005.

SHARPE, W. F. capital asset prices: a theory of market equilibrium unde conditions of risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3,p.425-442, September 1964.

SHARPE, W. F. Mutual fund performance. *Journal of Business*, v.39, n.1, p. 119-138, January 1966.

SOLNIK, B.H. Why not diversify internationally rather than domestically. *Financial Analysts Journal*. p. 48-54, July-August 1974.

TREYNOR, J.L. How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, v. 43, n.1, p. 63-75, Jan-Fev, 1965.