

PERFIL DO INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO DAS MULTINACIONAIS ESTRANGEIRAS NO BRASIL: ASPECTOS TRANSNACIONAIS, SETORIAIS E DA FIRMA

GERALDO MOREIRA BITTENCOURT *
LEONARDO BORNACKI DE MATTOS †
FELIPE MENDES BORINI ‡

Resumo

Diante da diversidade dos aspectos associados às estratégias de internacionalização das empresas, o presente estudo se propôs a avaliar os fatores que influenciaram a escolha do modo de estabelecimento do investimento direto estrangeiro no Brasil. Para tanto, um modelo logit binomial foi estimado com base nos dados de 160 subsidiárias de multinacionais estrangeiras instaladas na economia brasileira, entre 1960 e 2009. Dentre os resultados obtidos, destaca-se que o investimento *greenfield* foi priorizado na ocorrência das seguintes situações: maior distância cultural e institucional; maior classificação do risco país para o mercado brasileiro; setor intensivo em tecnologia; e menor tamanho da subsidiária.

Palavras-chave: Modo de estabelecimento; Investimento *greenfield*; Aquisição.

Abstract

Given the diversity of the aspects associated with the companies' internationalization strategies, this study sought to evaluate the factors that influenced the establishment mode choice of the foreign direct investment in Brazil. For this, a binomial logit model was estimated based on data from 160 subsidiaries of foreign multinationals installed in the Brazilian economy, between 1960 and 2009. Among the results obtained, it should be noted that greenfield investment was prioritized in the occurrence of the following situations: greater cultural and institutional distance; higher country risk rating for the Brazilian market; most technology-intensive sector; and smaller size of subsidiary.

Keywords: Establishment mode; *Greenfield* investment; Acquisition.

JEL classification: F21, F23

DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/1413-8050/ea119393>

* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora/Campus Governador Valadares (UFJF/GV). E-mail: geraldobittencourt@ufjf.edu.br

† Professor do Departamento de Economia Rural da Universidade Federal de Viçosa (UFV). E-mail: lbmattos@ufv.br

‡ Professor do Programa de Mestrado e Doutorado em Gestão Internacional (PMDGI) da Escola Superior de Propaganda e Marketing (ESPM - São Paulo). E-mail: fborini@espm.br

1 Introdução

Nas últimas décadas, especialmente a partir de 1990, a economia mundial passou por rápidas transformações que permitiram uma integração econômica sem precedentes. Diferentes fatores como a maior abertura comercial e financeira, criação de blocos econômicos, evolução nos transportes e comunicações contribuíram para esse processo de mudanças. Essas mudanças vieram alinhadas às necessidades das empresas multinacionais de expandir seu controle e produção em escala global, sendo o investimento direto estrangeiro (IDE) um dos meios para se realizar essa ampliação.

O estabelecimento de firmas multinacionais em mercados estrangeiros por meio do IDE está relacionado à decisão estratégica da empresa em construir uma planta no exterior desde o seu início (investimento *greenfield*) ou adquirir uma empresa já estabelecida no mercado-alvo (aquisição). A escolha entre aquisição e investimento *greenfield* estaria, então, calcada nos níveis de controle, propriedade e comprometimento almejados pela firma e, também, na disponibilidade e necessidade de recursos para alcance dos objetivos estratégicos da multinacional (Meyer & Estrin 2001).

Os investimentos *greenfield* normalmente estão associados a menores riscos e custos oriundos de diferenças culturais, uma vez que na estruturação inicial da subsidiária podem se implantar as práticas gerenciais e organizacionais da matriz, contratando funcionários que se enquadrem na filosofia da companhia (Vermeulen & Barkema 2001). Já as aquisições representariam maior risco de natureza cultural, pois as eventuais diferenças entre a multinacional adquirente e a firma adquirida poderiam se manifestar em diversos aspectos de sua gestão, tais como definição de estratégias, comportamento durante negociações, estilo de liderança e políticas de recursos humanos (Kogut & Singh 1988). Na ótica do governo do país receptor do IDE, por vezes, há distinções no tratamento a aquisições e projetos *greenfield*, com preferência à segunda modalidade por esta se refletir em aumento da formação bruta de capital fixo, implementação de novas tecnologias e métodos (Avila 2013).

Segundo Chueke & Borini (2014), nos estudos empíricos pressupõe-se que a escolha entre projetos *greenfield* e aquisições seja influenciada por fatores ligados à firma, ao setor (indústria) e aos aspectos transnacionais, estes relativos a um conjunto de características específicas dos países de origem e destino dos investimentos. Ao nível dos fatores transnacionais, especialmente no âmbito das características do país hospedeiro, há importantes aspectos institucionais que afetam a definição do modo de estabelecimento, como, por exemplo, situações nas quais o marco jurídico do país receptor restringe aquisições de empresas por capital estrangeiro, restando apenas a alternativa de implantação de projetos *greenfield* Cho & Padmanabhan (1995).

Arslan & Larimo (2010), a partir do estudo sobre o IDE de multinacionais finlandesas, destacaram a influência da distância (heterogeneidade¹) dos aspectos institucionais entre países de origem e destino no modo de estabelecimento. Os autores constataram que a maior heterogeneidade institucional levou a firma investidora a preferir projetos *greenfield*, confirmando a hipó-

¹Conforme Berry et al. (2010), os países são distantes uns dos outros, não só pela distância geográfica, mas, também, porque as diferenças (heterogeneidades) institucionais, sociais, culturais ou políticas aumentam os custos de transação, as incertezas e dificuldades para que as firmas multinacionais operem além de suas fronteiras nacionais, o que pode funcionar como restrição significativa ao ingresso de IDE Bénassy-Quéré et al. (2007).

tese de que um empreendimento realizado desde a etapa inicial facilitaria a integração da subsidiária estrangeira à estrutura organizacional da matriz (Hennart & Park 1993, Harzing 2002, Xu & Shenkar 2002, Avila 2013).

Um dos problemas centrais para uma empresa multinacional é, portanto, sua capacidade de adaptação em ambientes institucionais distintos ao do país de origem. Na busca por adaptação, as afiliadas estrangeiras estão se tornando cada vez mais inseridas nos países hospedeiros, o que tem levado ao aprofundamento de suas cadeias de valor e a uma maior propensão de engajamento em atividades de inovação (Dunning & Lundan 2008).

De modo geral, fatores como infraestrutura, disponibilidade de recursos (inclusive capital humano) e ambiente institucional são apontados como decisivos para a atração, estabelecimento e retorno do IDE. Contudo, são observadas também diferenças substanciais na importância desses fatores de acordo com os setores econômicos a que se destinam os projetos de investimento (Blonigen & Piger 2011). Enquanto para projetos de IDE voltados ao setor primário, a dotação de recursos naturais e mão de obra barata são fatores determinantes, para aqueles voltados ao setor secundário a infraestrutura local, a abertura comercial e o desempenho institucional ganham destaque. Para o setor terciário, por sua vez, os elementos mais relevantes parecem ser as variáveis macroeconômicas, tais como tamanho do PIB e seu ritmo de crescimento (Blonigen & Piger 2011, Blonigen 2005).

No caso do Brasil, conforme evidenciado por Estrin & Prevezer (2010), Baer (2008) e Ranincheski et al. (2011), diferentemente dos outros países BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), o mesmo apresenta um ambiente institucional muito particular, contendo instituições diferenciadas dos demais países emergentes. Esse aspecto, segundo os autores, estaria ligado à forma da colonização brasileira e, ou, às políticas industriais do país, que criaram mecanismos de proteção da indústria nascente, culminando na elevação das exportações, em grande parte, ligadas às subsidiárias de multinacionais que se instalaram no mercado nacional.

Considerando a influência das particularidades setoriais, a diversidade das instituições no Brasil e a importância desse aspecto na decisão de investimento externo das firmas, torna-se necessária uma averiguação do modo de estabelecimento do IDE destinado às subsidiárias de multinacionais estrangeiras instaladas no Brasil. Portanto, o objetivo geral deste trabalho é identificar os aspectos transnacionais (institucionais), da firma e do setor que influenciaram na escolha entre aquisição ou investimento *greenfield* pelas empresas multinacionais estrangeiras que estabeleceram novas subsidiárias no Brasil, no período entre 1960 e 2009.

Em relação ao debate em curso na área de internacionalização de empresas, são vários os estudos presentes na literatura nacional que buscaram investigar a entrada de subsidiárias de multinacionais brasileiras no exterior (Chueke & Borini 2014, Bazuchi 2012, Dias 2012, Avila 2013). Entretanto, não há averiguações no sentido inverso, que avaliem o modo de estabelecimento de subsidiárias estrangeiras na economia brasileira, levando em conta o impacto dos aspectos setoriais, transnacionais e da firma sobre a estratégia de consolidação (investimentos *greenfield* ou aquisições) do IDE proveniente de multinacionais de diferentes países. Nesse sentido, este trabalho procura contribuir para o aumento do conhecimento teórico e aplicado na área, preenchendo essa lacuna.

Visto que o modo de estabelecimento do IDE influencia nas externalida-

des² geradas por esse investimento, o presente estudo torna-se importante para a geração de informações quanto ao perfil de entrada do IDE no mercado brasileiro e, conseqüentemente, para apontamentos a respeito de como o estabelecimento deste capital pode gerar externalidades positivas e influenciar o desempenho da economia brasileira. Para tanto, foi realizada uma ampla investigação a partir de um modelo analítico que considerou os aspectos ao nível da firma, do setor e dos países de origem e destino do IDE. Os resultados obtidos por essa análise sugerem que o tamanho e o grau de autonomia da firma subsidiária estrangeira, o setor de atuação dessa firma, o nível de atividade econômica do setor de destino, o risco do país hospedeiro (Brasil) e, ainda, as distâncias culturais e institucionais entre os países de origem do IDE e o Brasil mostraram-se significantes para explicar a escolha da forma de estabelecimento desse investimento estrangeiro na economia brasileira.

O artigo está estruturado em outras cinco seções, além desta introdução: a Seção 2 apresenta uma discussão teórica que fundamenta o estudo; a Seção 3 aborda o modelo conceitual e as relações esperadas na pesquisa; a Seção 4 descreve o modelo logit binomial estimado, bem como as fontes dos dados utilizados; a Seção 5 expõe e discute os resultados encontrados, enquanto a Seção 6 traz as conclusões do trabalho.

2 Aspectos teóricos sobre a internacionalização das empresas e o ambiente institucional

A escolha da forma do estabelecimento de empresas em países estrangeiros está relacionada à necessidade e à oferta de recursos para o alcance de objetivos estratégicos. Segundo Meyer & Estrin (2001), esses recursos podem estar: na posse das empresas locais – tecnologia, poder de mercado, barreiras de entrada; na posse da firma adquirente – capital, conhecimento e competência gerencial; ou disponíveis no mercado – local para o investimento, acesso a serviços, mão de obra, entre outros. A firma, na busca por esses recursos, pode, então, adotar a estratégia de expansão externa (aquisição/IJV³) ou a estratégia de expansão interna (investimento *greenfield*), onde o investidor deve se preocupar com a compra do local das futuras instalações, contratação e treinamento dos empregados, utilização da expertise gerencial da empresa matriz, além da transferência das tecnologias de produção, conhecimento e capital (Brouthers & Brouthers 2000).

Já a estratégia de aquisição, conforme (Vermeulen & Barkema 2001), está relacionada à velocidade de entrada em novos mercados e ao acesso a recursos como equipamentos, mão de obra, canais de distribuição, reputação. Aquisições combinam os recursos da empresa adquirida aos recursos e competências gerenciais da firma adquirente, proporcionando o acesso às novas tecno-

²De forma indireta, o IDE pode afetar a produção e a renda de um país ao: elevar o estoque de capital; aumentar a força de trabalho através da criação de emprego; fomentar o capital humano por meio da transferência de tecnologia, conhecimento, novas práticas de gestão e arranjos organizacionais; entre outros aspectos que se caracterizam na literatura como externalidades e *spillovers* (Romer 1990, Barro & Sala-i Martin 1995).

³De acordo com Kogut & Singh (1988), a estratégia International Joint Ventures (IJV) é adotada quando o investidor não tem conhecimento sobre o mercado em que pretende atuar e quando busca evitar os custos decorrentes de um processo de pós-aquisição. É um modo de estabelecimento substituído à aquisição, sendo assim, para fins de investigação neste estudo, o entendimento dos fatores associados ao modo de estabelecimento será delimitado conforme a estratégia por aquisições ou investimentos *greenfield*.

logias de produção, canais de marketing e de distribuição, conhecimento do mercado local, reputação de marca e expertise gerencial local. Além disso, é importante lembrar que também existem as chamadas aquisições brownfield, que, conforme Meyer & Estrin (2001), consistem em uma forma mista de entrada no exterior, na qual os recursos e competências da firma adquirida são rapidamente substituídos pelos da empresa adquirente. A motivação por trás desse modo de estabelecimento pode estar relacionada com a busca por acesso rápido ao mercado-alvo e participação de mercado da empresa adquirida (market-share).

O processo de internacionalização das empresas é considerado amplo, complexo e está relacionado a elementos advindos de diferentes áreas de conhecimento, o que envolve diferentes abordagens. Nesse sentido, as relações teóricas que fundamentam o surgimento das empresas multinacionais e a escolha do modo de estabelecimento do investimento dessas firmas no mercado externo têm como base uma abordagem teórica abrangente e integrada, a qual é conhecida como paradigma eclético de Dunning (1993, 2002). A teoria eclética ou paradigma eclético da produção internacional foi desenvolvido por Dunning (1993, 2002), considerando os conceitos da teoria dos custos de transação (Coase 1937, Williamson 1981) e da teoria da internalização (Buckley & Casson 1976).

De acordo com a teoria eclética, determinadas falhas de mercado, como a existência de custos de informação e transação, oportunismo dos agentes e especificidades de ativos, levam uma empresa a optar pelo investimento direto estrangeiro⁴ em vez de licenciamentos a outras firmas ou exportação direta como modo de entrada em um mercado externo. Para entender essa decisão de produção internacional, deve-se adicionar o condicionamento criado por algumas variáveis institucionais, estruturais e conjunturais, tais como características do país hospedeiro e do setor (indústria), assim como variáveis operacionais e estratégias específicas da firma. No processo de internacionalização, determinada empresa pode contar com vantagens diferenciais que podem ser classificadas em três tipos: vantagens de propriedade e de internalização, relacionadas aos aspectos da firma; e as vantagens de localização, relativas às características transnacionais, ou seja, as particularidades do país hospedeiro e do setor receptor do IDE (Dunning 1993, 2002).

A respeito das vantagens relativas à propriedade e internalização, que são classificadas entre as vantagens específicas da firma, o enfoque teórico da visão baseada em recursos (VBR) reforça a abordagem de Dunning (1993, 2002) ao propor que uma empresa pode obter vantagem competitiva por meio da aquisição e acumulação de ativos (recursos) e capacidades únicos e estratégicos, que irão diferenciá-la das concorrentes. De acordo com Wernerfelt (1984) e Barney (1996), representantes da VBR, a vantagem competitiva sustentável deriva de recursos e capacidades que uma firma controla. Os recursos e capacidades podem ser visualizados como um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis, incluindo a gestão da firma, habilidades, processos e rotinas organizacionais, conhecimento e informação. Os autores apresentam quatro condições para que os recursos possam constituir fonte de vantagem competi-

⁴Dunning (1993) propôs a classificação do IDE conforme quatro principais tipos de projetos: market seeking (busca de mercado), resource seeking (busca de recursos), efficiency seeking (busca de eficiência) e asset seeking (busca de ativos estratégicos, ou seja, compra de firmas existentes).

tiva sustentável, eles devem ser: valiosos, raros, imperfeitamente imitáveis e imperfeitamente substituíveis.

Por outro lado, é importante destacar que as vantagens de localização, que são designadas como específicas do país e setor receptor do IDE, representam a ligação entre os aspectos transnacionais, principalmente os fatores institucionais, e o investimento direto estrangeiro, uma vez que o ambiente institucional torna-se fator chave na explicação dos fluxos de IDE, caracterizando-se como a principal vantagem locacional a ser observada pelos investidores externos (Mudambi & Navarra 2002, Dunning & Lundan 2008).

Em relação aos aspectos institucionais, North (1990) examina a natureza das instituições e as suas consequências para o desempenho econômico e social. Segundo o autor, as instituições podem ser classificadas como formais e informais. Entre as instituições formais estariam leis, tratados, regulamentos, direitos de propriedade e conhecimentos. Entre as instituições informais estariam tabus, costumes, tradição, moral, confiança, reputação, valores e códigos de conduta. Ao ditar as regras do jogo, as instituições condicionam o comportamento das pessoas e influenciam custos de transação e o grau de incerteza da economia. Portanto, na concepção de North (1990), é nesse ponto que surgem as instituições como meio de garantir o bom funcionamento da economia, permitindo que se alcance de forma consistente o desenvolvimento econômico.

Uma vez que esses aspectos institucionais fornecem a estrutura em que as transações ocorrem, North (1990) sugere que a teoria institucional deve ser integrada com a Teoria dos Custos de Transação (TCT)⁵. Para o autor, o contexto institucional poderia contribuir para o entendimento de fatores relacionados à propriedade e a riscos inerentes ao ambiente institucional do país estrangeiro e ao contexto cultural, que poderiam complementar a TCT, auxiliando na compreensão dos custos relacionados à gestão de operações no exterior e à percepção de incertezas por parte da empresa estrangeira.

Nesse contexto, o emprego dos aspectos institucionais na economia ganhou força, principalmente, a partir dos trabalhos de Douglass North e Oliver Williamson (North 1990, 1993, Williamson 1975, 2000). Estes autores se tornaram os maiores expoentes da Nova Economia Institucional (NEI), a qual advoga que as instituições e a melhoria do ambiente institucional dos países trazem três importantes contribuições para o ingresso de IDE e o bom funcionamento dos mercados, são elas: reduzir os custos de transação, ao melhorar a qualidade das informações; proteger os direitos de propriedade; e balizar o ambiente de competição, ao impor regras.

Adicionalmente, conforme Berry et al. (2010), os estudos dos impactos institucionais sobre a atuação das empresas multinacionais estão intimamente relacionados às pesquisas referentes à distância transnacional. Esses trabalhos⁶ defendem que os países são distantes uns dos outros, não só pela distância geográfica, que eleva custos de transações, mas também porque diferenças insti-

⁵A TCT, inserida na linha de pesquisa das estruturas de governança, busca, sob um enfoque micro analítico, compreender as instituições a partir das transações (Coase 1937, Williamson 1975, 1985). Para o alcance desse objetivo, ela combina elementos da Organização Industrial, da Teoria Organizacional e da Teoria Geral dos Contratos, buscando ponderar os dilemas existentes no processo de integração vertical (Fiani et al. 2002).

⁶Como exemplo, tem-se: Hennart & Park (1993), Xu & Shenkar (2002), Larimo (2003), Peng et al. (2009), entre outros.

tucionais, econômicas, sociais, culturais ou políticas aumentam as incertezas e dificuldades para as empresas operarem além de suas fronteiras nacionais.

Autores como Peng et al. (2009), Berry et al. (2010), entre outros, visando contribuir com a pesquisa referente às distâncias transnacionais, em geral, elaboraram um conjunto de medidas multidimensionais baseadas na NEI e nas teorias do IDE. Em síntese, essas medidas compreendem: distância cultural – diferenças de idiomas, heranças coloniais, religiões, raças, normas e valores socioculturais; distância geográfica – distância física, tamanho do país-anfitrião; e distância institucional – regras, leis, sistemas políticos e de governança, instituições regulamentadoras. De modo geral, os autores avaliam que a elevação dessas medidas entre os países de origem e destino do IDE aumentam as incertezas, riscos, custos de transação e implantação, o que acaba por impactar negativamente os investimentos.

Em resumo, pode-se dizer que os fluxos de IDE, seja por meio de aquisições ou investimentos *greenfield*, são amplamente relacionados com os aspectos institucionais, uma vez que esses aspectos representam importantes fatores locais a serem observados no processo de internacionalização das firmas Dunning & Lundan (2008).

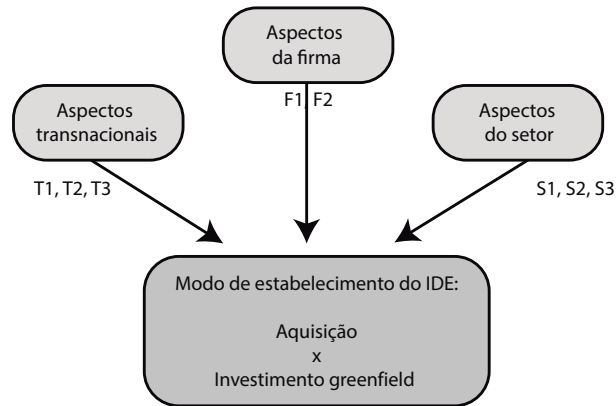
3 Modelo conceitual e hipóteses da pesquisa

Nesta seção, busca-se delinear as hipóteses relativas aos fatores associados às estratégias das firmas quanto à escolha do modo de estabelecimento (Establishment Mode Choice) de seus investimentos diretos no exterior. Após consulta à literatura e tomando como base os aspectos teóricos apresentados na seção anterior, a seleção e categorização das variáveis de pesquisa foram definidas a partir dos critérios mais recorrentes nos estudos⁷ sobre o modo de estabelecimento do IDE, além da opção por variáveis que apresentam maior disponibilidade de acesso. De modo geral, conforme exposto na Figura 1, a formulação da estratégia de investir no exterior leva em conta três categorias: aspectos associados à subsidiária da firma multinacional; aspectos do setor de atuação da firma; e fatores transnacionais, ou seja, as medidas de distância cultural, geográfica e institucionais mensuradas entre os países de origem e destino do IDE.

Em relação ao esboço do modelo conceitual apresentado na Figura 1, tem-se que: as siglas F1 (tamanho da firma subsidiária) e F2 (autonomia da subsidiária) representam as variáveis explicativas relativas aos aspectos de recursos e capacidade da firma; as siglas S1 (setor de atuação), S2 (nível de atividade econômica do setor) e S3 (risco-país do mercado de destino) compreendem as variáveis explicativas ao nível do setor; e T1 (distância geográfica), T2 (distância institucional), e T3 (distância cultural) representam as variáveis explicativas relativas aos fatores transnacionais.

De acordo com Buckley & Casson (1976), Hennart & Park (1993) e Larimo (2003), a respeito dos aspectos da firma, como o tamanho da matriz ou da subsidiária estrangeira, verifica-se, na maioria das vezes, que empresas de maior porte dispõem de mais recursos do que as de menor porte e possuem melhores condições para suportar riscos. Conforme Brouthers & Brouthers

⁷Como exemplo, tem-se: Malhotra et al. (2003); Slangen & Hennart (2007); Canabal & White (2008); Peng et al. (2009); Morschett et al. (2010); Du et al. (2012); Elango et al. (2013); entre outros trabalhos empíricos apresentados na Tabela A.2 do Apêndice.



Fonte: Elaborado pelos autores.

Figura 1: Tripé para a formulação da estratégia de investir no exterior (Modelo conceitual)

(2000), ao disporem de maior quantidade de recursos, as empresas de maior porte podem realizar estratégias de expansão mais agressivas do que as firmas menores, o que aceleraria o processo de entrada em novos mercados a partir da aquisição de empresas locais detentoras de recursos intangíveis, como, por exemplo, um conhecimento tecnológico específico ou *network* local. Desse modo, essas firmas maiores estariam menos predispostas à utilização do investimento *greenfield* e mais propensas à entrada no mercado externo por meio de aquisições. Com base nessas argumentações, pode-se formular a seguinte hipótese:

H_1 : Quanto maior o tamanho da subsidiária da multinacional estrangeira, menor a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*.

Em relação à autonomia da subsidiária, que está relacionada com a liberdade que a unidade tem para tomar decisões⁸ sem a intervenção da matriz, Bartlett & Ghoshal (2002) destacam que a matriz pode optar por centralizar ou descentralizar o processo de gestão, a partir da adoção de duas estratégias antagônicas: a estratégia global, que teria como foco a busca da eficiência das operações via padronização de processos e metodologias gerenciais; ou a estratégia multidoméstica, que buscaria adequar o negócio da subsidiária às demandas específicas do país anfitrião. A estratégia global, cuja maior aderência se daria com o estabelecimento do IDE por meio do investimento *greenfield*, proporcionaria maior controle por parte da matriz e, conseqüentemente, maior eficiência da operação. A estratégia de aquisição, alinhada com a orientação multidoméstica, traria maiores vantagens ao propiciar maior conhecimento do mercado de destino e maior autonomia das subsidiárias para adaptação de produtos, práticas gerenciais, desenvolvimento de competências distintas e inovações (Bartlett & Ghoshal 2002, Kim & Hwang 1992, Harzing 2002, Chueke et al. 2012). Tendo em vista os argumentos anteriores, a seguinte hipótese é formulada:

H_2 : Quanto maior a autonomia concedida à subsidiária estrangeira, menor a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*.

⁸Como exemplos, tem-se: contratações e aprovação do orçamento anual; alteração no design de produtos; introdução de novos produtos; entrada em novos mercados; mudanças organizacionais e em processos de produção.

A respeito das características do setor, Brouthers & Brouthers (2000) e Slangen & Hennart (2008) apoiaram-se no conceito de custo de oportunidade para indicar que as firmas deveriam ingressar em mercados com altos níveis de atividade econômica por meio de aquisições e, assim, obterem rápida participação de mercado. Hennart & Park (1993) ressaltam o fato de que mercados maiores apresentariam maior número de empresas disponíveis para aquisição, além disso, com a aquisição de uma empresa local, a multinacional poderia reduzir a concorrência em seu novo ambiente competitivo. Adicionalmente, Porter (1980) e Wilson (1980) destacam que o investimento *greenfield*, em face do rápido crescimento de determinado mercado, pode ser demasiadamente lento para atender aos objetivos estratégicos das multinacionais. Os argumentos anteriores levam à seguinte hipótese:

H₃: Quanto maior o nível de atividade econômica do setor de atuação da subsidiária estrangeira, menor a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*.

Em se tratando da especificação do setor de atuação e os riscos desse mercado, Hennart & Park (1993) e Chueke et al. (2012) observaram que as empresas que apresentavam baixa intensidade tecnológica optaram pela estratégia de aquisição ao ingressarem no mercado externo. Segundo esses autores, essas multinacionais buscavam a complementaridade de recursos, conhecimento de como gerir uma subsidiária estrangeira e informação sobre o mercado local. Meyer & Estrin (2001) destacaram que em setores nos quais a intensidade tecnológica é maior, os investimentos *greenfield* podem ser mais vantajosos, já que ajudariam a evitar o risco de oportunismo, protegendo as vantagens competitivas em propriedade da firma. Além disso, Barkema & Vermeulen (1998) e Dias (2012) ressaltam que os riscos financeiros, econômicos e políticos de determinado país podem gerar maiores empecilhos à aquisição imediata de novas subsidiárias. Kim & Hwang (1992) também salientaram que quando o ambiente político, jurídico e econômico de um país é incerto e imprevisível, as multinacionais não devem se comprometer com grandes aquisições, pois podem perder sua flexibilidade estratégica, uma vez que esse risco contextual está além do controle das empresas. Em vista dos argumentos apresentados, são propostas as seguintes hipóteses:

H₄: Quanto maior a intensidade tecnológica do setor de atuação da subsidiária estrangeira, maior a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*.

H₅: Quanto maior o risco do mercado de atuação da subsidiária estrangeira, maior a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*.

Em termos das distâncias transnacionais, de modo geral, Harzing (2002, 2003), Xu & Shenkar (2002), Estrin et al. (2009) e Slangen (2011) destacam que quanto maior a distância institucional, cultural e geográfica entre o país de origem da matriz e o país de destino da nova subsidiária, maiores podem ser os custos relacionados à transferência de tecnologia, práticas produtivas, administrativas e a cultura organizacional oriunda da matriz. Desse modo, aquisições seriam menos vantajosas, pois poderiam incrementar esses custos, visto que a subsidiária traria como herança as práticas gerenciais e os empregados do grupo adquirido, o que também poderia comprometer a maximização das vantagens específicas da empresa e uma maior legitimidade interna. Cho e Padmanabhan & Cho (1995), Barkema & Vermeulen (1998) e Arslan & Larimo (2011) argumentam que o distanciamento em relação às instituições

(regras, leis, sistemas reguladores e de governança), às questões culturais (normas e valores) e a distância física podem causar maior incerteza no processo de gestão pós-aquisições, repercutindo na minimização da eficiência dessas operações. Com base nas argumentações anteriores, a seguinte hipótese é formulada:

H_6 : Quanto maiores as distâncias transnacionais (institucional, cultural e geográfica) entre o país de origem e destino do IDE, maior a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*.

4 Metodologia

4.1 Análise do modo de estabelecimento do IDE e mensuração das variáveis

Esta seção destina-se à descrição das variáveis e do procedimento analítico utilizado para responder a questão sobre quais fatores afetam o modo de estabelecimento do IDE na economia brasileira e, portanto, auxiliar na compreensão dos aspectos associados à escolha da estratégia de entrada das firmas estrangeiras no país.

Segundo Hair et al. (2009), o modelo logit binomial é a técnica mais apropriada quando existe uma variável dependente categórica e diversas variáveis independentes categóricas, métricas ou não métricas. Dessa forma, torna-se uma alternativa atraente à análise discriminante, uma vez que é menos afetada pelas desigualdades de covariância ao longo dos grupos e mais robusta quando o pressuposto de normalidade das variáveis não é atingido. Ao se utilizar a regressão logística binomial, a principal suposição é a de que o logaritmo da razão entre as probabilidades de ocorrência e não ocorrência do evento é linear, como apresentado na seguinte equação genérica:

$$\ln[P(Y = 1)/P(Y = 0)] = \alpha + X_i\beta \quad (1)$$

em que: Y é a variável dependente dicotômica; X_i é o vetor de variáveis independentes para a i -ésima observação; α é o intercepto; e β é o vetor de coeficientes de regressão.

Conforme o modelo conceitual, apresentado na Figura 1, pressupõe-se que o modo de investir⁹ no exterior é determinado por características da firma, do setor na qual essa firma (subsidiária de alguma multinacional estrangeira) será implantada e por aspectos transnacionais, que incluem os fatores institucionais, culturais e geográficos do país de origem e destino do IDE. Portanto, tendo em vista a especificação da regressão logística binomial e a natureza dicotômica da variável dependente (IDE via aquisição ou investimento *greenfield*) a ser estimada no modelo analítico para definição do modo de estabelecimento do IDE na economia brasileira, o modelo logit binomial torna-se indicado para realizar essa avaliação. Diante disso, com base na Equação (1), o modelo conceitual proposto pode ser especificado no formato analítico (empírico), por meio de uma regressão logística binomial¹⁰, como na seguinte

⁹É importante destacar que o modelo conceitual enfatiza não o montante do IDE, e sim os aspectos estratégicos que compõem o modo de investir: aquisição ou investimento *greenfield*.

¹⁰Segundo Field (2009) e Hair et al. (2009), o único problema da regressão logística refere-se ao fato de que ela pode ser afetada pela multicolinearidade entre as variáveis independentes. Portanto, na análise dos resultados procedeu-se a verificação da matriz de correlações bem como o fator de inflação da variância (FIV) para todas as variáveis predictoras.

equação¹¹:

$$\ln[P(IDE_{ij} = 1)/P(IDE_{ij} = 0)] = \beta_0 + \beta_1 Tam_{100-500} + \beta_2 Tam_{>500} + \beta_3 Auton + \beta_4 Setor + \beta_5 PIB + \beta_6 Risco + \beta_7 DistGeo + \beta_8 DistInst + \beta_9 DistCult \quad (2)$$

em que:

- IDE_{ij} - variável dependente relativa à escolha do modo de estabelecimento do IDE que determinada multinacional (matriz) estrangeira investidora, com origem no país i , fez no país de destino j (no caso deste estudo, o Brasil). Essa variável foi operacionalizada por meio de uma variável dummy com valor “1” para investimento *greenfield* e “0” para investimento via aquisições, assim como nos trabalhos de Hennart & Park (1993), Vermeulen & Barkema (2001), Larimo (2003) e Avila (2013);
- $Tam_{100-500}$ e $Tam_{>500}$ - tamanho da subsidiária da multinacional estrangeira, cuja proxy é o número de funcionários dessa subsidiária no ano de entrada no Brasil, assim como fizeram Brouthers & Brouthers (2000) e Harzing (2002). Como as informações sobre o número de funcionários foram coletadas por faixas (firmas com número de funcionários: menor que 100; entre 100 e 500; ou maior que 500), a mensuração dessa proxy foi feita considerando duas variáveis dummies para representar as três faixas, sendo $Tam_{100-500}$ a dummy para firmas médias, com número de funcionários entre 100 e 500; $Tam_{>500}$ a dummy para firmas grandes, com mais de 500 funcionários; e as firmas pequenas, com menos de 100 trabalhadores, compondo a categoria base;
- $Auton$ - autonomia da subsidiária da multinacional estrangeira, no ano de entrada. Para construção dessa variável, foi considerada a metodologia recomendada por Birkinshaw et al. (1998), sendo o constructo composto pela média de seis variáveis formadas pelas respostas de seis questionamentos quanto à autonomia da firma subsidiária para: alterar o design dos produtos/serviços oferecidos; entrar em novos mercados dentro do país; criar novos produtos/serviços; alterar os processos de produção; desenvolver novos fornecedores e parceiros; e realizar compras para a matriz e outras subsidiárias. Como resposta foi utilizada a escala Likert de 1 (discordo fortemente) a 5 (concordo fortemente), as perguntas que subsidiaram o constructo apresentaram *alpha de Cronbach* de 0,71;
- $Setor$ - setor de atuação da nova subsidiária no Brasil. Essa variável foi criada utilizando-se uma dummy para categorizar as subsidiárias dentro dos dois setores identificados na amostra de dados obtida. A variável assumiu valor “0” para o IDE realizado no setor manufatureiro (indústria) e “1” para o setor de serviços. Esta também foi a maneira empregada por Meyer & Estrin (2001) e Chueke et al. (2012);

¹¹É importante destacar que as variáveis $IDE, Tam_{100-500}, Tam_{>500}, Auton, Setor$ e foram construídas utilizando-se dados primários obtidos por meio do survey aplicado. As variáveis $PIB, Risco, DistGeo, DistInst$ e $DistCult$ foram mensuradas utilizando-se fontes secundárias. O detalhamento do survey e das demais fontes de dados são apresentados no próximo tópico desta seção. Ademais, destaca-se que na estimação da Equação (2), as variáveis $DistGeo, DistInst$ e $DistCult$ são utilizadas na forma logarítmica.

- *PIB* - proxy para o nível de atividade econômica (tamanho) do setor (industrial ou de serviços) de atuação da nova subsidiária, mensurado pela média do PIB setorial brasileiro nos dez anos anteriores à entrada da subsidiária no Brasil. Esse procedimento também foi utilizado por Meyer & Estrin (2001), Hennart & Park (1993) e Slangen & Hennart (2008);
- *Risco* - nível do risco-país no mercado de destino do IDE, nesse caso o brasileiro, no ano anterior à entrada da subsidiária. Do mesmo modo que Dow & Larimo (2009) e Dias (2012), essa medida foi obtida a partir da classificação de risco-país¹² utilizada pelas agências de crédito à exportação no âmbito do Acordo de Crédito às Exportações da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), a qual leva em consideração os riscos financeiro, econômico e político de certo país;
- *DistGeo* - distância geográfica, medida por meio da distância, em quilômetros, entre as capitais do país de destino da subsidiária, nesse caso o Brasil, e do país de origem da matriz investidora que realizou o IDE. Assim também procederam Elango (2006), Rose & Ito (2009);
- *DistInst* - distância institucional entre cada país de origem do IDE e o país de destino (Brasil), mensurada a partir de dados relativos ao ano anterior à entrada da subsidiária no Brasil. Conforme procedimento proposto por Kogut & Singh (1988) e utilizado em vários estudos para calcular as distâncias transnacionais (Harzing 2002, Larimo 2003, Dow & Larimo 2009, Chueke et al. 2012, Dias 2012), a proxy para a distância institucional foi mensurada a partir de seis indicadores¹³ de governança disponibilizados pelo World Bank. Tal procedimento calcula a distância (heterogeneidade) institucional por meio da seguinte fórmula: $DistInt = (I_{sj} - I_{si})^2 / V_s$, em que "s" representa o indicador de governança, mensurado por meio da média das seis dimensões de governança para cada país; I_{sj} representa o valor (score) do indicador de governança "s" para o país de destino j (Brasil); I_{si} representa o valor do indicador de governança "s" para o país de origem i; V_s , a variância do indicador "s" na amostra; e
- *DistCult* - distância cultural entre cada país de origem do IDE e o país de destino (Brasil), com base nos dados do ano anterior à entrada da subsidiária no Brasil. A proxy para a distância cultural também foi mensurada por meio da metodologia proposta por Kogut & Singh (1988). Porém, nesse caso, foram utilizados os escores referentes às seis dimensões (indicadores) culturais da pesquisa de Hofstede (1980)¹⁴, sendo

¹²A classificação de risco-país da OCDE é divulgada periodicamente, com o indicador variando de 0 a 7, onde 0 representando os países de menor risco e 7 os de maior risco.

¹³Tendo como base a pesquisa de Kaufmann et al. (2009), esses indicadores são resultado de um amplo esforço de pesquisa no âmbito do projeto Worldwide Governance Indicators (WGI) do World Bank e referem-se a seis dimensões: nível de democracia, estabilidade política, efetividade das políticas governamentais, qualidade regulatória, cumprimento da Lei, e controle da corrupção. O valor de cada indicador varia entre -2,5 e +2,5, sendo que valores mais altos estão associados a níveis mais elevados de qualidade institucional. Para mais detalhes, ver Kaufmann et al. (2009).

¹⁴Os escores atualizados das dimensões culturais de Hofstede (1980) foram extraídos do website do autor (www.geert-hofstede.com).

elas: aversão à incerteza, individualismo, distância do poder, masculinidade, orientação de longo prazo e nível de controle de desejos e impulsos. Com base nessas informações, construiu-se a proxy conforme a seguinte fórmula: $DistCult = (I_{dj} - I_{di})^2 / V_d$, em que “d” representa o indicador cultural, mensurado por meio da média das seis dimensões culturais para cada país; I_{dj} representa o valor do indicador cultural “d” para o país de destino j (Brasil); I_{di} representa o valor do indicador cultural “d” para o país de origem i ; e V_d , a variância do indicador “d” na amostra.

Com base nas hipóteses do modelo conceitual, espera-se que o coeficiente das variáveis *Setor*, *Risco*, *DistGeo*, *DistInt* e *DistCult* apresente sinais positivos, o que indicaria que quanto maiores forem os valores por eles assumidos, maior a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*, e não via aquisição. Por outro lado, espera-se que o coeficiente das variáveis *Tam*_{100–500}, *Tam*_{>500}, *Auton* e *PIB* apresente sinais negativos, o que indicaria que quanto maiores forem os valores por eles assumidos, menor a probabilidade de estabelecimento do IDE via investimento *greenfield*, e não via aquisição.

4.2 Fonte dos dados

Um levantamento de dados por amostragem, também chamado de survey, foi feito com as subsidiárias de multinacionais estrangeiras inseridas no Brasil. Conforme Hosmer et al. (2000) e Hair et al. (2009), em uma regressão logística, o tamanho recomendado da amostra por variável independente é de, pelo menos, dez observações por variável explicativa. Nesse sentido, considerando que neste estudo foram utilizadas nove variáveis independentes e que no caso específico de trabalhos empíricos que tratam do modo de estabelecimento de subsidiárias no mercado externo, vários surveys apresentaram taxas de resposta¹⁵ entre 7% e 20%, os integrantes da amostra do presente estudo foram escolhidos com base no porte das empresas em termos de faturamento, utilizando para isso o universo das mil e duzentas maiores empresas multinacionais de capital estrangeiro com atuação no Brasil. Esse ordenamento com base no faturamento das firmas foi obtido junto à revista *Análise Editorial* que publica o anuário *Análise Comércio Exterior e Negócios Internacionais*¹⁶.

Com a equipe de pesquisadores formada e os recursos necessários disponibilizados, o survey foi realizado no ano de 2009. Os dados coletados por meio dos questionários¹⁷ enviados via e-mail receberam acompanhamento telefônico direto com algum dos principais executivos da subsidiária (presidente, CEO, vice-presidente). Embora os questionários tenham sido enviados para

¹⁵Como exemplo de estudos que apresentaram survey com taxa de resposta igual ou inferior a 20%, tem-se: Dikova & Van Witteloostuijn (2007), com 7,5% de resposta; Taylor et al. (1998), com 18%; Harzing (2002), com 20%; entre outros.

¹⁶Em 2011, o anuário *Análise Comércio Exterior e Negócios Internacionais* passou a ser chamado *Análise Brasil Global*.

¹⁷Para sustentar a construção das variáveis especificadas na Equação (2), as perguntas presentes no questionário versaram sobre: nome e nacionalidade da matriz investidora; formação da subsidiária (aquisição ou investimento *greenfield*); ano de entrada e setor de atuação da subsidiária no Brasil; número de funcionários da firma; e a discordância ou não quanto à autonomia da subsidiária.

mil e duzentas subsidiárias, após o contato telefônico verificou-se a ocorrência de endereços repetidos e contatos equivocados. Dado esse fato, o número de subsidiárias do universo de pesquisa foi reduzido para mil e trinta. Desse, retornaram cento e setenta e dois questionários, sendo que doze foram excluídos por preenchimento incompleto ou errados. Desse modo, a amostra final da pesquisa ficou em cento e sessenta subsidiárias de multinacionais estrangeiras inseridas no Brasil entre 1960 e 2009, um percentual de 15,5% de respostas. Esse percentual era o esperado e equivalente, por exemplo, à pesquisa de Oliveira Jr et al. (2009), que analisou a inovação em corporações multinacionais no Brasil com base, também, nas maiores em termos de faturamento.

As questões levantadas por meio do survey foram complementadas a partir de fontes de dados secundários. Tal procedimento foi utilizado visto que o objetivo desta pesquisa consiste em avaliar a influência de diferentes níveis relacionados às estratégias de estabelecimento das subsidiárias de firmas estrangeiras no Brasil, sendo os dados do survey mais específicos para construção das variáveis ao nível da firma. Desse modo, as fontes secundárias serviram para subsidiar a elaboração das variáveis pertencentes ao nível do setor e dos aspectos transnacionais (características dos países de origem e de destino do IDE).

As fontes secundárias utilizadas foram: o PIB setorial brasileiro, obtido junto ao banco de dados disponibilizado no site do IPEADATA (www.ipeadata.gov.br); os indicadores da classificação do risco-país, coletados junto ao site da OCDE (www.oecd.org/tad/xcred/crc.htm); os indicadores institucionais, encontrados na base de dados do projeto Worldwide Governance Indicators, disponíveis no site do World Bank (databank.worldbank.org/data/databases.aspx); os escores atualizados das dimensões culturais de Hofstede (1980), extraídos do website do autor (www.geert-hofstede.com); e as distâncias geográficas, obtidas junto a base de dados do Centre D'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales – CEPII (www.cepii.fr/CEPII/en/bdd_modele/bdd.asp). No caso de subsidiárias que tenham entrado no Brasil antes do período inicial das séries de dados secundários, foram utilizados os valores referentes ao período inicial da série existente.

5 Resultados e discussão

5.1 Perfil da amostra de dados

Na Tabela 1 são apresentadas algumas das principais estatísticas que descrevem a amostra utilizada neste estudo, a qual é composta por 160 subsidiárias de empresas multinacionais estrangeiras com operações no mercado brasileiro. Ao desagregar a amostra com base no modo de estabelecimento dessas firmas no Brasil, observou-se que a estratégia de aquisição correspondeu a 40% (64 subsidiárias) e o investimento *greenfield* a 60% (96 subsidiárias) do total de casos analisados. Os setores de atuação dessas firmas foram classificados em dois grandes grupos: setor industrial (manufatureiro), com 77,5% das subsidiárias; e o de serviços (empresas de prestação de serviços financeiros, de saúde, logística, varejista, tecnologia da informação, entre outras), com 22,5% do total de casos. Esses dados apontam que as matrizes das multinacionais estrangeiras revelaram uma ligeira preferência em criar uma nova subsidiária

ria no Brasil ao invés de adquirir, além disso, observou-se o maior estabelecimento de firmas no setor manufatureiro.

Tabela 1: Perfil das 160 subsidiárias que compõem a amostra de dados obtida com o *survey*

Forma de estabelecimento		Setor de atuação		Tamanho da subsidiária		Período de entrada (década)	
Inv. <i>Greenfield</i>	60,0%	Indústria	77,5%	Pequena	22,5%	1960	22,5%
Aquisição	40,0%	Serviços	22,5%	Média	35,6%	1970	19,4%
				Grande	41,9%	1980	9,4%
						1990	28,7%
						2000	20,0%

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de resultados da pesquisa.

Nota: Percentuais apresentados na tabela são referentes ao total na amostra (160 subsidiárias).

Em relação ao tamanho das firmas analisadas na pesquisa, medido pelo número de funcionários, constatou-se, de modo geral, que a maior parte das multinacionais estrangeiras optou pelo estabelecimento de subsidiárias de grande porte no mercado brasileiro, visto que 41,9% das subsidiárias que compõem a amostra revelaram possuir mais de 500 funcionários; 35,6% indicaram ter entre 100 e 500 trabalhadores; e 22,5% apontaram possuir menos de 100 empregados. No que se refere à origem do IDE, é importante destacar que a maioria das subsidiárias que compõem a amostra¹⁸ tem como origem da matriz investidora países desenvolvidos. Cerca de 90% das subsidiárias analisadas revelaram origem em países da Europa e América do Norte, com destaque para EUA, Alemanha, França, Reino Unido, Itália, Suíça e Países Baixos.

Verifica-se, pela Tabela 1, que maior parcela das firmas analisadas (28,7%) ingressou no Brasil na década de 1990. Esse fato pode ser explicado pela abertura comercial e financeira e pelo grande número de privatizações que ocorreram, principalmente, na segunda metade dessa década. Por outro lado, observa-se que menor parcela das firmas analisadas (9,4%) ingressou no mercado brasileiro na década de 1980. Em relação a esse período, o fraco desempenho da economia brasileira pode ser a explicação para o baixo resultado da entrada de IDE tanto por meio do investimento *greenfield* quanto por aquisição.

5.2 Impactos dos aspectos transnacionais, da firma e do setor sobre o modo de estabelecimento do IDE no Brasil

Os resultados apresentados na Tabela 2 baseiam-se na estimação do modelo logit binomial, tal como especificado na Equação (2). Nesse modelo, testa-se a associação entre a variável dependente, que é referente ao modo de estabelecimento (investimento *greenfield* ou aquisição) das 160 subsidiárias de multinacionais estrangeiras no mercado brasileiro, no período entre 1960 e 2009, e as variáveis independentes relacionadas aos aspectos da firma, do setor e das distâncias transnacionais.

¹⁸Os países de origem das subsidiárias estrangeiras que compõem a amostra deste estudo são: EUA, Alemanha, França, Reino Unido, Itália, Japão, Países Baixos, Suíça, Bélgica, Espanha, Dinamarca, Finlândia, Noruega, Portugal, Austrália, Áustria, Canadá, China, Hong Kong, Eslovênia e África do Sul.

Diante das informações exibidas na Tabela 2, verifica-se que o modelo proposto a partir da interação dos diferentes níveis de análise, composto por nove variáveis independentes, apresenta valor do Logaritmo de verossimilhança de -95.51 , com distribuição Qui-quadrado estatisticamente significativa ao nível de 1%, sendo, portanto, um modelo com bom ajustamento aos dados. O percentual de classificação correta do modelo foi de 65%, nível acima da taxa de acaso (*chance rate*)¹⁹, com valor de 52%, o que evidencia uma capacidade de predição satisfatória do modelo estimado. Em relação à verificação de multicolinearidade entre as variáveis explicativas da Equação (2), deve-se destacar que o estudo foi cuidadoso com essa avaliação. Para tanto, procedeu-se a investigação da matriz de correlações e do fator de inflação da variância (FIV) para todas as variáveis preditoras. Os resultados dessa análise, expostos na Tabela A.1 do apêndice, indicaram a ausência de multicolinearidade. Adicionalmente, em relação ao tamanho da amostra por variável independente do modelo logit binomial estimado, tem-se que o valor foi de 17,78, tamanho superior à indicação de dez observações por variável explicativa (Hosmer et al. 2000, Hair et al. 2009).

Tabela 2: Estimativas referentes ao modelo logit binomial para caracterização do modo de estabelecimento (investimento *greenfield* = 1; aquisição = 0) do IDE no Brasil

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	P-valor
Constante	-11,946**	6,320	0,050
<i>Tam</i> ₁₀₀₋₅₀₀ – Subsidiária média	-0,786	0,545	0,149
<i>Tam</i> _{>500} – Subsidiária grande	-1,076**	0,548	0,050
<i>Auton</i> – Autonomia da subsidiária	-0,514**	0,267	0,050
<i>Setor</i> – Setor de serviços	1,011*	0,594	0,080
<i>PIB</i> – Tamanho do setor	-0,004***	0,001	0,008
<i>Risco</i> – Nível do risco-país	2,958***	1,078	0,006
<i>DistGeo</i> – Distância geográfica	-0,480	1,011	0,635
<i>DistInst</i> – Distância institucional	1,100***	0,454	0,010
<i>DistCult</i> – Distância cultural	0,148*	0,085	0,079
Qui-quadrado	24,340***		0,003
Logaritmo de verossimilhança	-95,510		
Percentual de classificação correta	65,000		

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de resultados da pesquisa.

Nota: (*), (**) e (***) denotam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente. O número de observações da amostra é igual a 160.

Os resultados apresentados na Tabela 2 suportam grande parte das hipóteses da pesquisa. No que se refere à escolha do modo de estabelecimento e a variável tamanho da subsidiária, formada por duas variáveis dummies (*Tam*₁₀₀₋₅₀₀ subsidiária média e *Tam*_{>500} subsidiária grande), observa-se que o coeficiente estimado encontrado para a dummy relativa às subsidiárias médias (*Tam*₁₀₀₋₅₀₀) não foi estatisticamente significativo, demonstrando que não há diferença entre o modo de estabelecimento de firmas médias e pequenas (categoria base). Por outro lado, o coeficiente da dummy relativa às

¹⁹Esse termo representa a taxa de classificação correta por acaso e sem o conhecimento de preditores. Conforme Arslan & Larimo (2011), o percentual de classificação correta do modelo logit deve ser maior que a taxa de acaso (*chance rate*), a qual é calculada utilizando o critério proporcional de acaso: $a^2 + (1 - a)^2$, em que a é a proporção do investimento *greenfield* na amostra, 0,60 no caso do presente estudo.

subsidiárias grandes ($Tam_{>500}$) revelou sinal negativo e estatisticamente significativo ao nível de significância de 5%. Esse resultado corrobora a hipótese esperada nesta pesquisa de que subsidiárias de maior porte estão associadas à menor probabilidade de adoção da estratégia de investimento *greenfield*. Portanto, essa associação inversa entre a estratégia de estabelecimento do IDE no mercado brasileiro por meio do investimento *greenfield* e a variável dummy relativa às subsidiárias grandes demonstrou-se condizente com o que a teoria preconiza e em conformidade com resultados de investigações anteriores (Buckley & Casson 1976, Hennart & Park 1993, Padmanabhan & Cho 1995, Brouthers & Brouthers 2000, Larimo 2003), as quais revelaram que firmas de maior porte, por possuírem maior disponibilidade de recursos gerenciais, financeiros e melhores condições para suportar riscos, teriam menor probabilidade de ingressarem em mercados estrangeiros via investimento *greenfield*.

Em relação a variável autonomia da subsidiária (*Auton*), a hipótese é de que o maior grau de autonomia concedido à subsidiária estrangeira estaria associado à menor probabilidade de investimentos *greenfield* e, consequentemente, à maior probabilidade de entrada por meio de aquisições. Essa estratégia de estabelecimento via aquisições traria maiores vantagens ao propiciar maior conhecimento do mercado de destino e maior autonomia das subsidiárias para adaptação de produtos, práticas gerenciais, desenvolvimento de competências distintivas e inovações. Com o sinal negativo e estatisticamente significativo, ao nível de 5%, encontrado para o coeficiente estimado que relaciona a autonomia da subsidiária ao modo de estabelecimento do IDE na economia brasileira, essa hipótese não pode ser rejeitada para a amostra em análise. Tal constatação indica que maior autonomia das subsidiárias estrangeiras estabelecidas no Brasil está associada à menor probabilidade de ocorrência de investimento *greenfield*.

O resultado para o constructo autonomia da subsidiária estrangeira é coerente com os estudos de Kim & Hwang (1992), Harzing (2002), Slangen & Hennart (2008) e Chueke et al. (2012). Na busca por incrementos na eficiência de suas operações no exterior, provavelmente, as matrizes estrangeiras delegam maior autonomia a suas subsidiárias estabelecidas no mercado brasileiro. Para isso, incumbiriam a elas atividades relacionadas à adaptação de produtos, visando atender às demandas específicas do país hospedeiro. Tal orientação estratégica poderia contribuir para a absorção de conhecimento do mercado local, o que levaria à criação de conhecimento global para inovação de produtos e processos, para o desenvolvimento de competências distintivas e a aquisição de recursos intangíveis, como a rede de contatos local e canais de distribuição.

A respeito do setor de atuação, verifica-se um sinal positivo e estatisticamente significativo, ao nível de 10%, para o coeficiente da variável dummy *Setor*, que representa as subsidiárias de multinacionais estrangeiras que se instalaram no setor de serviços da economia brasileira. Diante desse resultado, pode-se inferir que a atuação das subsidiárias no setor de serviços está associada à maior probabilidade de ocorrência de investimento *greenfield*.

Visto que muitas das firmas do setor de serviços que compõem a amostra se caracterizam pela prestação de serviços classificados como *hard services* (propaganda, aluguel de equipamentos, software, entre outros serviços com maior utilização de tecnologia), essa relação encontrada para a variável *Setor* ratifica a hipótese de que o investimento *greenfield* pode ser mais vantajoso em setores com maior utilização de tecnologia. Tal fato poderia ser justifi-

cado pela ideia de que, nesse setor, a maior intensidade tecnológica levaria a empresa a proteger seu diferencial competitivo. Para tanto, a entrada por meio de investimento *greenfield* seria mais apropriada. Além disso, essa relação obtida está de acordo com os trabalhos de Erramilli (1990), Hennart & Park (1993), Meyer & Estrin (2001), Chueke et al. (2012) e Avila (2013) que, de modo geral, apontam que o modo de estabelecimento está associado às particularidades do segmento de atuação da companhia. Firmas provedoras de serviços especializados, por exemplo, implantariam projetos *greenfield*. Paralelamente, empresas com o objetivo de se estabelecer em segmentos com menor concentração de ofertantes e menor grau de especificidade produtiva, como indústrias de bens de consumo, poderiam se valer de aquisições para entrar mais rapidamente no mercado.

No que tange à variável *PIB*, referente à relação do tamanho (nível de atividade econômica) do setor em que a subsidiária estrangeira se estabeleceu no Brasil e o modo desse estabelecimento, a mesma apresentou um coeficiente negativo e estatisticamente significativo ao nível de significância de 1%. Esse resultado corrobora a hipótese de que setores com maior nível de atividade econômica estão associados à menor probabilidade de ocorrência de investimento *greenfield* ou, por outro lado, maior probabilidade que ocorram aquisições. Em conformidade com Porter (1980), Wilson (1980), Hennart & Park (1993), Slangen & Hennart (2008) e Dias (2012), esse resultado, de forma geral, sugere que as matrizes das multinacionais investidoras buscam estabelecer rápido posicionamento competitivo nos grandes mercados em expansão por meio de aquisições. Além disso, mercados maiores apresentariam maior número de empresas disponíveis para aquisição e, ou, fusão de fortes concorrentes, o que possibilitaria a multinacionais estrangeiras obter maior participação no setor do país hospedeiro.

Quanto ao coeficiente estimado para a variável *Risco*, referente ao nível do risco-país no mercado de destino, observa-se, na Tabela 2, que o mesmo revelou-se estatisticamente significativo, ao nível de 1%, e apresentou o sinal positivo esperado. Esse resultado mostra que maiores níveis da classificação de risco-país para o Brasil estão diretamente relacionados com maior probabilidade de que as subsidiárias das multinacionais estrangeiras analisadas tenham se estabelecido no mercado nacional por meio do investimento *greenfield*, e não via aquisições.

Como pode ser observado na Tabela A.1 do apêndice, o fato da variável *Risco* apresentar valor médio de 5,19 indica que, em média, as subsidiárias estrangeiras se defrontaram com um alto nível (valores entre 5 e 7) de risco financeiro, econômico e político nos setores da economia brasileira, o que contribui para evidenciar a relação positiva encontrada para a variável no modelo estimado. Essa constatação mostra que, como forma de evitar o risco de aquisições indesejadas, as matrizes das subsidiárias estrangeiras que compõem a amostra estariam mais propensas a adotar a estratégia de estabelecimento no Brasil por meio do investimento *greenfield*.

Os resultados encontrados por Demirbag et al. (2008) corroboram essa relação observada para a variável "Risco". Esses autores avaliaram os fatores que afetam a estratégia de escolha entre aquisição e investimento *greenfield* para o IDE destinado a mercados emergentes e encontraram relação indicando que quanto maior a classificação de risco-país do país hospedeiro, maior a probabilidade de estabelecimento por meio de investimento *greenfield* ao invés de aquisição. Adicionalmente, Demirbag et al. (2008) ressaltam que, quando

existe maior risco envolvido, a quantidade de recursos a ser alocada no país hospedeiro deve ser tão baixa quanto possível. Dessa forma, o estabelecimento por meio de investimentos *greenfield* se mostra mais interessante do que aquisições, pois a probabilidade de adquirir recursos indesejados pode aumentar os custos de utilização e o risco do negócio, visto que a empresa alvo de aquisição geralmente possuirá recursos além dos complementares.

Em relação aos aspectos transnacionais que compõem o modelo empírico estimado, verifica-se que apenas a variável distância geográfica (*DistGeo*) não apresentou coeficiente estatisticamente significativo ao nível de significância de 10%. Esse resultado revela que os efeitos do distanciamento geográfico entre os países de origem que compõem a amostra em análise e o Brasil não foram estatisticamente significantes para explicar o modo de estabelecimento do IDE das multinacionais estrangeiras no mercado brasileiro. No caso dos estudos sobre a forma de estabelecimento do IDE, a ideia básica é que uma grande distância geográfica aumenta a dificuldade da matriz para monitorar adequadamente a implementação do novo modelo de negócios em subsidiárias adquiridas ou instaladas desde o início no país hospedeiro. No entanto, com o desenvolvimento na área de tecnologia da informação, os empecilhos criados pelo distanciamento geográfico estão se reduzindo cada vez mais. Vale destacar, também, que outros estudos, como os de Chueke & Borini (2014) e Elango et al. (2013), que avaliaram os efeitos da distância geográfica sobre a estratégia de entrada e estabelecimento do IDE em diferentes países, também não encontraram resultados estatisticamente significativos para explicar os efeitos do distanciamento geográfico entre os países de origem e destino do investimento.

Por outro lado, o coeficiente estimado para a variável distância institucional (*DistInst*) revelou-se estatisticamente significativo, ao nível de 1%, e apresentou o sinal positivo esperado. Esse resultado mostra que maior heterogeneidade institucional entre os países de origem das matrizes das multinacionais estrangeiras e o Brasil está diretamente relacionada à maior probabilidade de que as subsidiárias dessas multinacionais estrangeiras analisadas tenham se estabelecido no mercado brasileiro por meio do investimento *greenfield* ao invés de aquisições. O fato de grande parte das subsidiárias que compõem a amostra do presente estudo ter suas matrizes estabelecidas em países desenvolvidos ressalta o maior distanciamento entre o ambiente institucional brasileiro e o desses países de origem, o que evidencia a relação direta encontrada.

Os resultados relativos à variável distância institucional estão de acordo com as relações encontradas no trabalho de Estrin et al. (2009). Esses autores avaliaram a influência das distâncias institucionais e de recursos humanos sobre as estratégias de estabelecimento do IDE em economias emergentes e também encontraram uma associação direta entre a distância institucional e a entrada do IDE nos países analisados, por meio do investimento *greenfield*. Segundo Estrin et al. (2009), é importante destacar que, se as empresas localizadas nos países hospedeiros são projetadas para se alinhar com o ambiente institucional muito específico daquele local, então os recursos organizacionais que essas firmas podem oferecer são de menor valor para os investidores estrangeiros por causa dos custos mais elevados necessários para reestruturação e adaptação. Portanto, os novos entrantes tendem a evitar aquisições em favor de investimentos *greenfield*, que criam uma nova organização espelhando a própria imagem da matriz. Adicionalmente, Slangen (2011), que avaliou o

modo de estabelecimento de subsidiárias de multinacionais holandesas em vários países do mundo, também encontrou relação positiva e estatisticamente significativa entre a distância institucional e o investimento *greenfield*, destacando que as subsidiárias estrangeiras podem treinar e socializar sua força de trabalho com as práticas da matriz holandesa e estabelecer processos que estejam em conformidade com a organização global, bem como com o sistema regulatório, legal e de governança do país hospedeiro.

No que tange a variável *DistCult*, referente à relação da distância cultural e o modo de estabelecimento das subsidiárias estrangeiras analisadas, a mesma apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%. Esse resultado fornece suporte empírico para confirmar a hipótese de que maior dissimilaridade cultural entre os países de origem das matrizes das multinacionais estrangeiras analisadas e o Brasil está diretamente relacionada à maior probabilidade de que as subsidiárias dessas multinacionais tenham se estabelecido no mercado brasileiro por meio do investimento *greenfield*, e não via aquisições. Tal fato sugere que as multinacionais estrangeiras que compõem a amostra em estudo tendem a evitar aquisições em países culturalmente distantes, como é o caso do mercado de destino brasileiro, tendo em vista a grande possibilidade de que as práticas organizacionais e gerenciais das empresas sejam incompatíveis e de difícil transferência.

Essa associação direta entre o estabelecimento do IDE por meio do investimento *greenfield* e a distância cultural, no sentido de maior heterogeneidade de idiomas, heranças coloniais, religiões, raças, normas e valores socioculturais entre os países de origem e destino do investimento direto externo, é condizente com os resultados dos estudos de Cho & Padmanabhan (1995), Barkema & Vermeulen (1998), Harzing (2002), Xu & Shenkar (2002), Estrin et al. (2009), Arslan & Larimo (2011) e Chueke et al. (2012). Esses autores argumentam que uma maior distância cultural entre países pode causar maior incerteza no processo de gestão pós-aquisições, repercutindo no incremento dos custos e na minimização da eficiência das operações. A integração pós-aquisição requer interações frequentes entre pessoas de diferentes culturas. Como cada cultura possui formas específicas de comunicação, essas interações podem se tornar problemáticas e gerar sentimentos e atitudes negativas entre os funcionários, resultando em baixo desempenho. Por outro lado, esses estudos ressaltam que é mais simples para as multinacionais estrangeiras integrar investimentos *greenfield* em países culturalmente distantes, pois essa forma de estabelecimento permite que as multinacionais estrangeiras introduzam suas práticas organizacionais e gerenciais desde o início das operações, sem confrontar aquelas já existentes, selecionando funcionários que se ajustem à sua cultura de origem. Todavia, Slangen & Hennart (2008), que também encontraram relação positiva entre a distância cultural e o investimento *greenfield*, comentam que o impacto da dissimilaridade cultural pode ser moderado pelo nível de integração da subsidiária com a matriz, pela experiência internacional da companhia, pela experiência prévia da companhia no país hospedeiro e pelo nível de autonomia que a matriz pretende conceder à filial.

6 Conclusões

Os resultados obtidos pela pesquisa mostram que o tamanho e o grau de autonomia da firma subsidiária estrangeira, o setor de atuação dessa firma, o

nível de atividade econômica do setor de destino, o risco do país hospedeiro (Brasil) e, ainda, as distâncias culturais e institucionais entre os países de origem do IDE e o Brasil foram significantes para explicar a escolha da forma de estabelecimento desse investimento estrangeiro na economia brasileira. Em função da direção dessas relações, as hipóteses estabelecidas não podem ser rejeitadas, sendo possível concluir que, na amostra analisada, o estabelecimento das subsidiárias estrangeiras por meio de investimento *greenfield* (ao invés de aquisição de empresa local) foi priorizado na ocorrência de uma ou mais das seguintes situações: maior a distância cultural e institucional; maior classificação do risco-país para o mercado brasileiro; setor mais intensivo em tecnologia; menor tamanho da subsidiária; menor o grau de autonomia concedido a essa filial; e menor o nível de atividade econômica do setor de destino.

De modo geral, essas relações encontradas para a amostra das subsidiárias estrangeiras analisadas apontam que as subsidiárias que ingressaram no mercado brasileiro por meio do investimento *greenfield* utilizaram essa estratégia como forma de se resguardar de incertezas e riscos que as tornariam menos eficientes no processo de transferência de seus ativos específicos, altamente dependentes dos aspectos institucionais e culturais. Por outro lado, os resultados encontrados indicam que as multinacionais estrangeiras que entraram no mercado brasileiro por meio de aquisições se apoiaram nessa estratégia como forma de ingressar nos setores da economia brasileira em expansão, optando, nesse caso, pela aquisição de empresas locais para as quais seriam concedidos maiores níveis de autonomia para: alterar o design dos produtos e, ou, serviços oferecidos; entrar em novos mercados dentro do país; criar novos produtos e, ou, serviços; alterar os processos de produção; desenvolver novos fornecedores e parceiros; e fazer compras para a matriz e outras subsidiárias.

Deve-se destacar que, ao mesmo tempo em que o resultado de que as multinacionais estrangeiras analisadas mostraram maior preferência pela utilização do investimento *greenfield* favorece a formação bruta de capital fixo na economia brasileira, ele indica que os investidores externos optaram por essa estratégia pelo fato de apresentarem grande preocupação em relação à elevação dos potenciais custos de transferência ocasionados por maiores dissimilaridades transnacionais (culturais e institucionais) e maior nível da classificação de risco para o mercado brasileiro. Portanto, no atual momento em que se encontra a economia brasileira, com forte crise econômica, política e institucional, caso o país tenha interesse em atrair novos investimentos diretos estrangeiros, verifica-se a necessidade de que o poder público tome decisões que sinalizem ao mercado maior credibilidade de que o país está em busca da retomada do crescimento econômico e da melhoria dos aspectos institucionais, como o nível de democracia, estabilidade política, efetividade das políticas governamentais, qualidade regulatória, cumprimento da lei e controle da corrupção. Adicionalmente, caso o país tenha interesse de que essa elevação no ingresso de IDE ocorra via projetos *greenfield*, compostos principalmente por subsidiárias de grande porte e com elevada autonomia para expandir e criar novas tecnologias no país, as políticas de melhoria do ambiente institucional nacional devem ser elaboradas de forma integrada com medidas que gerem incentivos para efetivação desse modo de estabelecimento do IDE no Brasil.

Por fim, dada a escassez de trabalhos com investigações que contemplem aspectos ao nível da firma, setor e dos países de origem e destino, e que, além disso, avaliem a estratégia de estabelecimento de uma amostra de subsidiárias estrangeiras em um país emergente específico, os resultados encontrados

evidenciam a contribuição do presente estudo para a literatura de negócios internacionais, além da geração de informações para os agentes públicos e privados que buscam a promoção do IDE na economia brasileira. Como principal limitação deste estudo, considera-se a dificuldade de obtenção de dados relacionados às firmas multinacionais estrangeiras e aos setores em que elas atuam. Desse modo, para pesquisas futuras, sugere-se um aprofundamento no levantamento de dados primários que possibilitem ampliação da análise por meio da inserção de outras variáveis explicativas, como também uma avaliação dos determinantes do desempenho das subsidiárias.

Referências Bibliográficas

- Arslan, A. & Larimo, J. (2010), 'Ownership strategy of multinational enterprises and the impacts of regulative and normative institutional distance: evidence from finnish foreign direct investments in central and eastern eu-rope', *Journal of East-West Business* 16(3), 179–200.
- Arslan, A. & Larimo, J. (2011), 'Greenfield investments or acquisitions: impacts of institutional distance on establishment mode choice of multinational enterprises in emerging economies', *Journal of Global Marketing* 24(4), 345–356.
- Avila, H. d. A. (2013), Fatores institucionais dos países hospedeiros e fatores da firma: influência nos investimentos diretos das multinacionais brasileiras, PhD thesis, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- Baer, W. (2008), *Brazilian Economy, The: Growth and Development: Growth and Development*, ABC-CLIO.
- Barkema, H. G. & Vermeulen, F. (1998), 'International expansion through start-up or acquisition: a learning perspective', *Academy of Management Journal* 41(1), 7–26.
- Barney, J. B. (1996), 'The resource-based theory of the firm', *Organization Science* 7(5), 469–469.
- Barro, R. J. & Sala-i Martin, X. (1995), 'Economic growth, 1995', *McGraw-Hill, New York*.
- Bartlett, C. A. & Ghoshal, S. (2002), *Managing across borders: the transnational solution*, Harvard Business Press.
- Bazuchi, K. (2012), Influência do ambiente institucional nas iniciativas das subsidiárias: evidências das multinacionais brasileiras, PhD thesis.
- Bénassy-Quéré, A., Coupet, M. & Mayer, T. (2007), 'Institutional determinants of foreign direct investment', *The World Economy* 30(5), 764–782.
- Berry, H., Guillén, M. F. & Zhou, N. (2010), 'An institutional approach to cross-national distance', *Journal of International Business Studies* 41(9), 1460–1480.
- Birkinshaw, J., Hood, N. & Jonsson, S. (1998), 'Building firm-specific advantages in multinational corporations: the role of subsidiary initiative', *Strategic Management Journal* pp. 221–241.
- Blonigen, B. A. (2005), 'A review of the empirical literature on fdi determinants', *Atlantic Economic Journal* 33(4), 383–403.
- Blonigen, B. A. & Piger, J. (2011), 'Determinants of foreign direct investment', *Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne d'Économique* 47(3), 775–812.
- Brouthers, K. D. & Brouthers, L. E. (2000), 'Acquisition or greenfield start-up? institutional, cultural and transaction cost influences', *Strategic Management Journal* pp. 89–97.

Buckley, P. J. & Casson, M. (1976), *The future of the multinational enterprise*, Springer.

Canabal, A. & White, G. O. (2008), 'Entry mode research: past and future', *International Business Review* 17(3), 267–284.

Cho, K. & Padmanabhan, P. (1995), 'Acquisition versus new venture: the choice of foreign establishment mode by Japanese firms', *Journal of International Management* 1(3), 255–285.

Chueke, G. & Borini, F. (2014), 'Institutional distance and entry mode choice by Brazilian firms: an institutional perspective', *Management Research: The Journal of the Iberoamerican Academy of Management* 12(2), 152–175.

Chueke, G. V. et al. (2012), 'Identificação dos fatores influenciadores na escolha da estratégia de entrada das multinacionais brasileiras no exterior'.

Coase, R. H. (1937), 'The nature of the firm', *Economica* 4(16), 386–405.

Demirbag, M., Tatoglu, E. & Glaister, K. W. (2008), 'Factors affecting perceptions of the choice between acquisition and greenfield entry: the case of western FDI in an emerging market', *Management International Review* 48(1), 5–38.

Dias, A. (2012), 'A escolha do modo de entrada no mercado externo e sua relação com o desempenho da subsidiária: evidências das empresas multinacionais brasileiras', *Encontro da Anpad* 36, 1–17.

Dikova, D. & Van Witteloostuijn, A. (2007), 'Foreign direct investment mode choice: entry and establishment modes in transition economies', *Journal of International Business Studies* 38(6), 1013–1033.

Dow, D. & Larimo, J. (2009), 'Challenging the conceptualization and measurement of distance and international experience in entry mode choice research', *Journal of International Marketing* 17(2), 74–98.

Du, J., Lu, Y. & Tao, Z. (2012), 'Institutions and FDI location choice: the role of cultural distances', *Journal of Asian Economics* 23(3), 210–223.

Dunning, J. H. (1993), *Multinational enterprise and the global economy*, Addison-Wesley, Wokingham, England.

Dunning, J. H. (2002), Determinants of foreign direct investment: globalization-induced changes and the role of policies, in 'Annual World Bank Conference on Development Economics, Europe, Toward Pro-Poor Policies Aid, Institutions, and Globalization. Edited by Bertil Tungodden, Nicholas Stern, and Ivar Kolstad', pp. 279–290.

Dunning, J. H. & Lundan, S. M. (2008), *Multinational enterprises and the global economy*, Edward Elgar Publishing.

Elango, B. (2006), 'When does cross-border acquisition of insurance firms lead to value creation?', *The Journal of Risk Finance* 7(4), 402–414.

Elango, B., Lahiri, S. & Kundu, S. K. (2013), 'How does firm experience and institutional distance impact ownership choice in high-technology acquisitions?', *R&D Management* 43(5), 501–516.

- Erramilli, M. K. (1990), 'Entry mode choice in service industries', *International Marketing Review* 7(5).
- Estrin, S., Baghdasaryan, D. & Meyer, K. E. (2009), 'The impact of institutional and human resource distance on international entry strategies', *Journal of Management Studies* 46(7), 1171–1196.
- Estrin, S. & Prevezer, M. (2010), 'The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared', *Asia Pacific Journal of Management* 28(1), 41–67.
- Fiani, R., Kupfer, D. & Hasenclever, L. (2002), 'Teoria dos custos de transação', *Economia Industrial*.
- Field, A. (2009), *Discovering statistics using SPSS*, Sage publications.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., Tatham, R. L. et al. (2009), *Multivariate data analysis*, Vol. 5, Prentice Hall Upper Saddle River, NJ.
- Harzing, A.-W. (2002), 'Acquisitions versus greenfield investments: international strategy and management of entry modes', *Strategic Management Journal* 23(3), 211–227.
- Harzing, A.-W. (2003), 'The role of culture in entry-mode studies: from neglect to myopia?', in 'Managing multinationals in a knowledge economy: economics, culture', Emerald Group Publishing Limited, pp. 75–127.
- Hennart, J.-F. & Park, Y.-R. (1993), 'Greenfield vs. acquisition: the strategy of Japanese investors in the United States', *Management Science* 39(9), 1054–1070.
- Hofstede, G. (1980), *Culture's consequences: international differences in work-related values*, Vol. 5, Sage.
- Hosmer, D. W., Lemeshow, S. & Sturdivant, R. X. (2000), *Applied Logistic Regression*, Vol. 398, John Wiley & Sons.
- Kaufmann, D., Kraay, A. & Mastruzzi, M. (2009), 'Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators, 1996–2008'.
- Kim, W. C. & Hwang, P. (1992), 'Global strategy and multinationals' entry mode choice', *Journal of International Business Studies* pp. 29–53.
- Kogut, B. & Singh, H. (1988), 'The effect of national culture on the choice of entry mode', *Journal of International Business Studies* 19(3), 411–432.
- Larimo, J. (2003), 'Form of investment by Nordic firms in world markets', *Journal of Business Research* 56(10), 791–803.
- Malhotra, N. K., Agarwal, J. & Ulgado, F. M. (2003), 'Internationalization and entry modes: a multitheoretical framework and research propositions', *Journal of International Marketing* 11(4), 1–31.
- Meyer, K. E. & Estrin, S. (2001), 'Brownfield entry in emerging markets', *Journal of International Business Studies* 32(3), 575–584.

- Morschett, D., Schramm-Klein, H. & Swoboda, B. (2010), 'Decades of research on market entry modes: what do we really know about external antecedents of entry mode choice?', *Journal of International Management* **16**(1), 60–77.
- Mudambi, R. & Navarra, P. (2002), 'Institutions and international business: a theoretical overview', *International Business Review* **11**(6), 635–646.
- North, D. C. (1990), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press.
- North, D. C. (1993), The new institutional economics and third world development, in 'The new institutional economics and third world development', Vol. 21, Routledge, London and New York.
- Oliveira Jr, M., Boehe, D. M. & Borini, F. M. (2009), 'Estratégia e inovação em corporações multinacionais: a transformação das subsidiárias brasileiras', São Paulo: Saraiva .
- Padmanabhan, P. & Cho, K. R. (1995), 'Methodological issues in international business studies: the case of foreign establishment mode decisions by multinational firms', *International Business Review* **4**(1), 55–73.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B. & Chen, H. (2009), 'The institution-based view as a third leg for a strategy tripod.', *The Academy of Management Perspectives* **23**(3), 63–81.
- Porter, M. E. (1980), *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*, Simon and Schuster.
- Ranincheski, S., Negri, C., Mueller, C. et al. (2011), The brazilian economy in historical perspective, Technical report, Verbena.
- Romer, P. M. (1990), 'Endogenous technological change', *Journal of Political Economy* **98**(5, Part 2), S71–S102.
- Rose, E. L. & Ito, K. (2009), 'Past interactions and new foreign direct investment location decisions', *Management International Review* **49**(5), 641.
- Slangen, A. H. (2011), 'A communication-based theory of the choice between greenfield and acquisition entry', *Journal of Management Studies* **48**(8), 1699–1726.
- Slangen, A. H. & Hennart, J.-F. (2008), 'Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? the role of parent experience and subsidiary autonomy', *Journal of International Business Studies* **39**(3), 472–490.
- Slangen, A. & Hennart, J.-F. (2007), 'Greenfield or acquisition entry: a review of the empirical foreign establishment mode literature', *Journal of International Management* **13**(4), 403–429.
- Taylor, C. R., Zou, S. & Osland, G. E. (1998), 'A transaction cost perspective on foreign market entry strategies of us and japanese firms', *Thunderbird International Business Review* **40**(4), 389–412.

- Vermeulen, F. & Barkema, H. (2001), 'Learning through acquisitions', *Academy of Management Journal* 44(3), 457–476.
- Wernerfelt, B. (1984), 'A resource-based view of the firm', *Strategic Management Journal* 5(2), 171–180.
- Williamson, O. E. (1975), 'Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications: a study in the economics of internal organization'.
- Williamson, O. E. (1981), 'The economics of organization: the transaction cost approach', *American Journal of Sociology* 87(3), 548–577.
- Williamson, O. E. (1985), The economic institutions of capitalism. firms, markets, relational contracting, in 'Das Summa Summarum des Management', Springer, pp. 61–75.
- Williamson, O. E. (2000), 'The new institutional economics: taking stock, looking ahead', *Journal of Economic Literature* 38(3), 595–613.
- Wilson, B. D. (1980), 'The propensity of multinational companies to expand through acquisitions', *Journal of International Business Studies* pp. 59–65.
- Xu, D. & Shenkar, O. (2002), 'Note: institutional distance and the multinational enterprise', *Academy of Management Review* 27(4), 608–618.

Apêndice A

Tabela A.1: Estatísticas descritivas, Fator de Inflação da Variância (FIV) e correlações

	Média	Desvio Padrão	FIV	<i>Tam</i> ₁₀₀₋₅₀₀	<i>Tam</i> _{>500}	<i>Auton</i>	<i>Setor</i>	<i>PIB</i>	<i>Risco</i>	<i>DistGeo</i>	<i>DistInst</i>	<i>DistCult</i>
<i>Tam</i> ₁₀₀₋₅₀₀	0,36	0,48	1,33	1,00								
<i>Tam</i> _{>500}	0,42	0,49	1,41	-0,63	1,00							
<i>Auton</i>	3,52	0,74	1,01	0,05	0,08	1,00						
<i>Setor</i>	0,23	0,42	1,16	-0,09	-0,01	-0,12	1,00					
<i>PIB</i>	218,06	330,74	2,37	-0,09	-0,28	-0,12	0,41	1,00				
<i>Risco</i>	5,19	0,41	2,14	-0,10	-0,25	0,02	0,04	0,76	1,00			
<i>DistGeo</i>	2,21	0,21	1,14	0,06	-0,05	-0,02	-0,10	-0,07	-0,04	1,00		
<i>DistInst</i>	1,50	0,46	1,05	0,02	0,02	-0,02	0,08	-0,17	-0,36	-0,23	1,00	
<i>DistCult</i>	-2,84	2,64	1,17	0,14	-0,13	-0,11	-0,20	-0,06	0,04	0,57	-0,23	1,00

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de resultados da pesquisa.

Nota: O número de observações da amostra é igual a 160. As siglas das variáveis explicativas da Equação (2) correspondem a: *Tam*₁₀₀₋₅₀₀ e *Tam*_{>500}, tamanho da firma subsidiária; *Auton*, autonomia da subsidiária; *Setor*, setor de atuação; *PIB*, nível de atividade econômica (tamanho) do setor; *Risco*, nível do risco-país para o Brasil; *DistGeo*, distância geográfica; *DistInst*, distância institucional; e *DistCult*, distância cultural. Conforme Field (2009) e Hair et al. (2009), valores abaixo de 0,80 para as correlações e abaixo de 10 para o FIV indicam a ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo.

Tabela A.2: Síntese de pesquisas empíricas a respeito dos fatores associados às estratégias das firmas quanto à escolha do modo de estabelecimento de seus investimentos diretos no exterior

Estudo	Período	Modelo analítico	Variáveis	Principais resultados
Arslan & Larimo (2010)	1990-2007	Regressão logística binomial	Distância institucional regulatória, distância institucional normativa, experiência internacional, experiência no país hospedeiro, crescimento do país hospedeiro no ano do investimento, risco-país, momento do investimento.	A maior heterogeneidade institucional levou a firma investidora a preferir projetos greenfield. Um empreendimento realizado desde a etapa inicial facilitaria a integração da subsidiária estrangeira à estrutura organizacional da matriz.
Arslan & Larimo (2011)	1990-2006	Regressão logística binomial	Distância institucional formal e informal, porte, experiência internacional, experiência no país hospedeiro, crescimento do país hospedeiro no ano do investimento, risco-país, localização do investimento, momento do investimento.	Uma maior distância institucional informal resulta na preferência de investimentos greenfield pelas multinacionais finlandesas. No entanto, uma maior disparidade institucional formal resulta em preferência por aquisições.
Barkema & Vermeulen (1998)	1966-1994	Regressão logística binomial	Diversidade de produtos, diversidade de experiência internacional, estrutura de capital, rentabilidade e porte da firma investidora, distância cultural, risco-país, experiência local, renda do país hospedeiro, restrições legais, momento do investimento.	Os resultados mostram que a diversidade de experiência internacional prioriza start-ups estrangeiras em vez de aquisições. O distanciamento cultural, riscos financeiros, econômicos e políticos de determinado país podem gerar empecilhos à aquisição de subsidiárias.
Berry et al. (2010)	1993-2005	Regressão logística binomial	Distância: geográfica, demográfica, financeira, política, econômica, administrativa, cultural e de conhecimento. Intensidade tecnológica, experiência internacional, valor das vendas.	Resultados demonstram que a distância pode afetar de maneira diferenciada as decisões de IDE da firma.
Brouthers & Brouthers (2000)	Depois de 1980	Regressão logística binomial	Tamanho relativo, intensidade tecnológica, aversão à incerteza, experiência multinacional, crescimento de mercado, distância cultural, diversidade da firma, diversificação relacionada ao investimento.	Multinacionais que desenvolveram fortes capacidades intangíveis, especialmente nas áreas de tecnologia e operações internacionais, podem ser capazes de alavancar mais facilmente essas capacidades através dos investimentos greenfield.
Cho & Padmanabhan (1995)	1969-1991	Regressão logística binomial	Porte, tamanho do investimento, experiência em negócios internacionais, experiência no país hospedeiro, intensidade de P&D, posição de mercado da firma investidora, desenvolvimento econômico, política do país hospedeiro, distância cultural, momento do investimento.	Firmas de maior porte teriam menor probabilidade de ingressarem em mercados estrangeiros via investimento greenfield. Uma maior distância cultural entre países pode causar maior incerteza no processo de gestão pós-aquisições.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela A.2: Síntese de pesquisas empíricas a respeito dos fatores associados às estratégias das firmas quanto à escolha do modo de estabelecimento de seus investimentos diretos no exterior (continuação)

Estudo	Período	Modelo analítico	Variáveis	Principais resultados	
Chueke & Borini (2014)	1965-2010	Regressão binomial	logística	Distância: geográfica, demográfica, financeira, política, econômica, cultural e de conhecimento. Tamanho, idade da matriz, experiência internacional, autonomia, intensidade tecnológica, setor e crescimento do mercado de destino.	Os resultados indicam uma possível associação entre a entrada por aquisição e os fatores relacionados à firma e às instituições formais. Já os investimentos greenfield estariam associados às instituições informais e ao setor de atuação da firma.
Demirbag et al. (2008)	1980-1999	Regressão binomial	logística	Risco do investimento, distância cultural, tamanho, associação comercial prévia, vantagem comparativa de custos, incentivos financeiros, regulação governamental, mercado potencial, dentre outras.	Quanto maior a classificação de risco-país do país hospedeiro, maior a probabilidade de estabelecimento por meio de investimento greenfield ao invés de aquisição. A aquisição de recursos indesejados pode aumentar os custos de utilização e o risco do negócio.
Elango et al. (2013)	2001-2008	Regressão binomial	logística	Distância: institucional, cultural, geográfica e de conhecimento. Risco-país, taxa de crescimento econômico, comércio bilateral, intensidade tecnológica, experiência com aquisições, dentre outras.	Quando as empresas procuram alvos em indústrias de alta tecnologia, mas têm experiência com aquisições ou enfrentam maior distância institucional, aumenta a probabilidade de aquisições completas em relação às parciais.
Estrin et al. (2009)	2000-2004	Regressão multinomial	logística	Distância formal, distância informal e distância de recursos humanos, procura de mercado, fonte dos principais recursos, tamanho relativo, diversificação relacionada ao investimento, diversificação da firma, experiência, liberdade econômica.	Associação direta entre a distância institucional e a entrada de IDE nas economias emergentes analisadas, por meio do investimento greenfield. Esse modo de estabelecimento cria uma nova subsidiária espelhando a própria imagem da matriz.
Harzing (2002)	1995-1996	Regressão binomial	logística	Estratégia corporativa (multidoméstica vs. global), intensidade de P&D, diversificação da firma, experiência estrangeira, distância cultural, tamanho relativo, ano do investimento.	Os resultados indicam que a variável estratégia da multinacional tem influência na decisão de modo de estabelecimento. Aquisições são mais realizadas por multidomésticas e investimentos greenfield mais realizados por empresas globais.
Hennart & Park (1993)	1978-1980 1984-1987	Regressão binomial	logística	Intensidade tecnológica, experiência no país hospedeiro, diversificação da firma, intensidade de propaganda, paridade cambial, crescimento da demanda no país hospedeiro, investidores de outros países e concentração da indústria, dentre outras.	No caso de setores com maior intensidade tecnológica, as multinacionais japonesas escolhem investimento greenfield como modo de estabelecimento nos EUA. Setores com maior nível de atividade econômica estão associados à maior probabilidade de ocorrência de aquisições.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela A.2: Síntese de pesquisas empíricas a respeito dos fatores associados às estratégias das firmas quanto à escolha do modo de estabelecimento de seus investimentos diretos no exterior (continuação)

Estudo	Período	Modelo analítico	Variáveis	Principais resultados
Kim & Hwang (1992)	1987-1988	Regressão logística multinomial	Concentração global, sinergias globais, motivações globais, risco-país, familiaridade com a localização, incerteza da demanda, intensidade da competição, valor dos conhecimentos específicos da firma, natureza tácita do conhecimento.	A estratégia global estimula o investimento greenfield por parte da matriz. Quando o ambiente político, jurídico e econômico de um país é incerto e imprevisível, as multinacionais não devem se comprometer com grandes aquisições, pois podem perder sua flexibilidade estratégica. O efeito da Distância Cultural é aumentar a probabilidade de escolher investimento greenfield ou uma joint venture ao invés de aquisições.
Kogut & Singh (1988)	1981-1985	Regressão logística multinomial	Distância cultural, setor de atividade, aversão à incerteza, diversificação da firma, experiência internacional e no país hospedeiro, porte da firma e da subsidiária, intensidade de P& D e propaganda.	A probabilidade do estabelecimento via aquisições é maior quanto maior o porte da firma investidora, maior o desenvolvimento econômico do país de destino e para investimentos após 1985. Investimentos greenfield estão mais relacionados com o maior distanciamento cultural e intensidade tecnológica da indústria.
Larimo (2003)	1960-1985 1986-1999	Regressão logística binomial	Intensidade tecnológica, tamanho, experiência internacional, distância cultural, taxa de crescimento econômico, ano do investimento, desenvolvimento econômico, dentre outras.	Relação positiva entre a distância institucional e o investimento greenfield, destacando que as subsidiárias de multinacionais holandesas podem treinar e socializar sua força de trabalho com as práticas da matriz e estabelecer processos que estejam em conformidade com a organização global.
Slangen (2011)	1996-2003	Regressão logística binomial	Distância geográfica, distância cultural, distância institucional, autonomia da subsidiária, crescimento do país de destino, tamanho da subsidiária, experiência em outros mercados, desempenho da subsidiária, entre outras.	Multinacionais preferem se estabelecer em países culturalmente distantes através de investimento greenfield, mas essa preferência é menor quando elas apresentam pouca experiência internacional ou planejam conceder à subsidiária uma considerável autonomia.
Slangen & Hennart (2008)	1995-2003	Regressão logística binomial	Distância cultural, experiência internacional, autonomia da subsidiária, diversificação da firma, indústria/serviço, tecnologia a ser transferida, diversificação relacionada ao investimento, tamanho do investimento, crescimento da demanda, restrições a aquisições, dentre outras.	Os resultados mostraram que as empresas com maior percentual de investimentos por meio de aquisições tinham algumas características comuns. A nacionalidade da matriz estava relacionada com a propensão a adquirir.
Wilson (1980)	1900-1971	Mínimos Quadrados Ordinários	Taxa de aquisições, grau de diversificação da indústria, experiência internacional, taxa de implantações em países subdesenvolvidos, taxa de implantações antes de 1960, mercados de origem.	

Fonte: Elaborado pelos autores.