

Estrutura de capital como determinante para as oportunidades de internacionalização das multinacionais brasileiras¹

DOI: 10.4025/enfoque.v44i3.69564

Fabiane Fidelis Querino

Doutora em Administração pelo programa de pós-graduação da Universidade Federal de Lavras (PPGA-UFLA)
Mestre em Administração pelo programa de pós-graduação da Universidade Federal de Lavras (PPGA-UFLA)
E-mail: fabianequerino@hotmail.com

José Willer do Prado

Doutor em Administração pelo programa de pós-graduação da Universidade Federal de Lavras (PPGA-UFLA)
E-mail: jose.prado@ufla.br

Cristina Leles Leal Calegario

Doutorado em Economia Aplicada no Departamento de Agricultural and Applied Economics - University of Georgia/USA
E-mail: ccalegario@ufla.br

Recebido em: 11.09.2023

Aceito em: 13.11.2023

2ª versão aceita em: 11.01.2024

RESUMO

Objetivo: O objetivo deste estudo é analisar os determinantes da estrutura de capital das multinacionais brasileiras, verificando se o grau de internacionalização, a propriedade estatal, o cenário macroeconômico e o risco político influenciam na estrutura de capital.

Método: Foi utilizado um modelo de regressão com dados em painel com estimador de efeitos fixos, com o horizonte temporal de 2006 a 2021. A amostra final contém 56 empresas de diferentes setores de atuação, obtidas a partir dos relatórios da Fundação Dom Cabral.

Originalidade/ Relevância: A originalidade deste artigo consiste em analisar os fatores internos e externos que podem impactar na estrutura de capital, o que nos permite verificar todas as fontes de criação de valor que as empresas multinacionais brasileiras utilizam para estimular o processo de internacionalização.

Resultados: Os resultados mostram que o grau de internacionalização, a propriedade estatal e o risco político são os principais determinantes da estrutura de capital das multinacionais brasileiras. Esse achado é justificado porque, quando as empresas internacionalizam suas atividades, elas se deparam com maior fonte de recursos e melhores condições do que no mercado doméstico. De maneira similar, quando o governo atua como acionista da empresa, ela pode obter acesso a crédito a uma menor taxa de juros, gerando um impacto positivo em sua estrutura de capital.

Contribuições teóricas/ metodológicas /práticas: O estudo traz uma contribuição teórica, ao estender a análise da estrutura de capital para o cenário dos mercados emergentes, em específico o Brasil. Em termos práticos, essa análise poderá interessar aos usuários das demonstrações financeiras, em especial aos analistas e investidores. Por fim, a contribuição social se concentra na avaliação da participação acionária estatal nas empresas multinacionais brasileiras, ao verificar a eficácia dessa política pública.

Palavras-chave: Grau de internacionalização. Propriedade estatal. Risco político. Cenário Macroeconômico.

Capital structure as a determinant of internationalization opportunities for brazilian multinationals

ABSTRACT

Objective: The objective of this study is to analyze the determinants of the capital structure of Brazilian multinationals, verifying whether the degree of internationalization, state ownership, the macroeconomic scenario and political risk influence the capital structure.

Method: A panel data regression model with a fixed effects estimator was used, with a time horizon from 2006 to 2021. The final sample contains 56 companies from different sectors, obtained from the Fundação Dom Cabral reports.

¹ O artigo foi submetido e apresentado no Encontro de Estudos em Estratégias (3E's) da Anpad em 2023.

Originality/Relevance: The originality of this article consists of analyzing the internal and external factors that can impact on the capital structure, which allows us to verify all the sources of value creation that Brazilian multinational companies use to stimulate the internationalization process.

Results: The results show that the degree of internationalization, state ownership and political risk are the main determinants of the capital structure of Brazilian multinationals. This finding is justified because, when companies internationalize their activities, they are faced with a greater source of resources and better conditions than in the domestic market. Similarly, when the government acts as a shareholder in the company, it can obtain access to credit at a lower interest rate, generating a positive impact on its capital structure.

Theoretical/methodological/practical contributions: The study makes a theoretical contribution by extending the analysis of capital structure to the scenario of emerging markets, specifically Brazil. In practical terms, this analysis could be of interest to users of financial statements, especially analysts and investors. Finally, the social contribution focuses on the evaluation of state shareholding in Brazilian multinational companies, by verifying the effectiveness of this public policy.

Keywords: Degree of internationalization. State ownership. Political risk. Macroeconomic scenario.

1 INTRODUÇÃO

Um dos pontos centrais da gestão estratégica de uma empresa se concentra na análise da estrutura de capital (EC) (Gibin et al., 2023; Kaveski et al., 2015; O'Brien et al., 2014). As publicações de Modigliani e Miller (1958, 1963) modificaram os estudos da teoria das finanças, ao dar início a chamada moderna teoria de finanças. Esses autores afirmaram que, em um mercado de capitais perfeito, ou seja, sem impostos e custos de falência, a EC não afeta o valor da empresa, contrariando assim os estudos realizados até então. Por outro lado, teorias posteriores mostraram que pode existir uma estrutura que otimize os índices moderados de dívidas, como a *Trade-Off Theory* (TOT), na qual apoia a alavancagem para construir a EC ao apontar benefícios de alavancagem (Kraus e Litzenberger, 1973; Myers, 1984) e a *Pecking Order Theory* (POT), que aponta existe uma hierarquia de financiamento específico para a firma minimizar os problemas internos-externos relacionados com a assimetria de informações (Myers, 1984).

Embora muitos estudos tratem sobre a EC, o tema ainda continua sendo intrigante nos estudos da moderna teoria financeira (Brusov e Filatova, 2023; Duran e Stephen, 2020; Singh e Nejadmalayeri, 2004; Pacheco, 2016), principalmente quando é realizado uma análise do impacto dos fatores internos e externos das empresas sobre a EC (Adeneye et al, 2023; Kurniasih e Rustam, 2022). Ainda, quando se analisa a EC de empresas de mercados emergentes, devido ao escasso número de pesquisas com foco nessas empresas. Precisamente, a literatura carece de estudos que avaliem como o processo de internacionalização está influenciando na EC das empresas de mercados emergentes (Duran e Stephen, 2020; Gonenc e Haan, 2014). Dessa forma, essa pesquisa visa preencher a lacuna referente aos escassos estudos sobre a análise da EC e internacionalização em mercados emergentes.

A análise da EC das empresas multinacionais (EMNs) é relevante, pois dado a intensificação do comércio e investimento global, as EMNs devem conseguir arcar com mais dívidas em sua EC para permanecerem no jogo global. Sendo assim, as EMNs devem ter índices de endividamento mais altos (Duran e Stephen, 2020). Contudo, ao se tratar de EMNs de mercados emergentes, no qual alguns possuem políticas públicas para promover o apoio à internacionalização das empresas locais, como o Brasil, que possui cinco principais acionistas públicos, os grupos Tesouro Nacional, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Grupo Eletrobras, Grupo Petrobras, Grupo Banco do Brasil e Grupo Caixa Econômica Federal, isso implica um compartilhamento dos riscos com o patrimônio, o que pode diminuir os índices de endividamento (Baker e Wurgler, 2015; Burgman, 1996; Lee e Kwok, 1988).

Dessa forma, esse artigo analisa os determinantes da EC das multinacionais brasileiras, verificando se o grau de internacionalização, a propriedade estatal e o cenário macroeconômico influenciam na EC. Este estudo é justificado devido à relevância da EC na análise estratégica das empresas (Brito et al., 2007; Kaveski et al., 2015;). Além disso, dada a participação do Estado no financiamento de investimentos privados para as EMNs brasileiras por meio dos acionistas públicos, este estudo faz uma avaliação da EC, considerando as diferentes fontes de financiamentos disponíveis (Sousa e Galdi, 2018).

Este estudo pretende contribuir com a teoria ao estender a análise da EC para o cenário dos mercados emergentes, no caso o país analisado será o Brasil (Pamplona et al., 2021; Ronooowah e Seetannah, 2023). Em termos práticos, essa análise poderá interessar aos usuários das demonstrações financeiras, em especial os analistas e investidores. E a contribuição social se concentra na avaliação da participação acionária estatal nas EMNs brasileiras, ao verificar a eficácia dessa política pública.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A teoria da EC das empresas está relacionada com a origem dos recursos que são utilizados, ou seja, analisa a combinação entre as dívidas, sejam elas de curto, médio ou longo prazo e o capital próprio (Bittencourt e Albuquerque, 2018). De acordo com Myers (1977, 1984) e Myers e Majluf (1984), a EC evidência o esforço das empresas de gerenciar resultados diante do capital empregado. Ou seja, analisa a composição do capital da empresa, seja ele próprio ou de terceiros.

Desde a publicação do artigo de Modigliani e Miller (1958), a EC passou a ser amplamente discutida na área financeira (Brito et al., 2007). O principal tópico de discussão na temática é se a forma como a empresa é financiada influencia no seu valor de mercado. De modo que emergiram duas correntes teóricas para analisar a EC: a tradicionalista (Durand, 1952) e a proposta por Modigliani e Miller (1958). A teoria tradicional postula que a EC influencia no valor da empresa (Brito et al., 2007).

O autor continua explicando que, o custo de capital de terceiros se mantém estável até a um determinado nível de endividamento, de modo que após atingir o nível ótimo, esse se eleva devido ao aumento do risco de falência. Já a corrente de estudos de Modigliani e Miller (1958) afirma que a forma com que a empresa se financia é irrelevante para o seu valor. De modo, que essa corrente não acredita que exista um nível ótimo de endividamento. Portanto, para Modigliani e Miller (1958), o valor da empresa é um resultado dos fluxos de caixa por ela gerados e seu risco, e não é uma função da forma como ela é financiada.

Alguns estudiosos vêm analisando a relação entre a EC com a internacionalização (Albaity e Chuan, 2013; Ribeiro et al., 2017; Duran e Stephan 2020). Esse fato pode ser justificado porque a EC é apresentada como um fator determinante para a EC da empresa (Chiang e Chen, 2008; Saito e Hiramoto, 2010; Singh e Nejadmaleyeri, 2004). Para Pacheco (2019), as empresas internacionalizadas apresentam um nível de endividamento superior em comparação com as empresas domésticas, isso porque, ao se internacionalizarem, o acesso a diferentes mercados, fontes de financiamento e fluxo de caixa gerado é maior. Contudo, o autor ressalta que a expansão internacional nem sempre produz esse efeito, pois existem alguns fatores que podem influenciar nessa relação.

A próxima subseção vai verificar o efeito do grau de internacionalização, propriedade estatal, cenário macroeconômico e risco político sobre a EC das empresas multinacionais brasileiras.

2.1 Estrutura de Capital e o Grau de Internacionalização das Empresas Brasileiras

As empresas que expandem suas atividades além-fronteiras demandam um maior nível de financiamento em comparação com as empresas domésticas (Neves et al., 2020; Shapiro, 1978). Contudo, essa descoberta foi contrariada pelo trabalho de Lee e Kwok (1988), que descobriram que quando uma empresa se internacionaliza, ela não tem menor risco de falência ou maior nível de endividamento do que uma empresa doméstica. Os autores justificaram suas descobertas relatando que as empresas multinacionais possuem um maior custo de agência em comparação com as empresas que atuam apenas em território nacional.

Desde então, os autores analisaram essa relação entre a EC e a internacionalização em diferentes regiões do mundo e encontraram diferentes resultados. Como o trabalho de Singh e Nejadmalayeri (2004) que analisou a relação entre a diversificação internacional e a EC de multinacionais francesas, sendo que os resultados mostraram uma relação não linear em formato de U invertido entre a diversificação

internacional e a EC. Saito e Hiramoto (2010) analisaram essa relação para as multinacionais brasileiras, e verificaram que existe uma relação positiva entre a EC e a diversificação internacional.

Enquanto o trabalho de Duran e Stephen (2020) verificaram o impacto da internacionalização antes e depois da crise de 2008 na EC das empresas da América Latina. Os resultados indicam que antes da crise, as multinacionais latino-americanas eram caracterizadas por níveis de endividamento mais baixos, contudo, após a crise essas passaram a ter maiores níveis de endividamento, ou seja, esses resultados indicam que as empresas da região aproveitaram da internacionalização para obter acesso a financiamentos com baixas taxas de juros nos mercados de capitais globais. Os argumentos apresentados acima permitem que seja elaborado a seguinte hipótese:

Hipótese 1: O grau de internacionalização está positivamente relacionado com a estrutura de capital das multinacionais brasileiras.

2.2 Estrutura de Capital e a Propriedade Estatal

Para a EC, a identidade dos grandes acionistas é um fator muito importante (Feng et al., 2020; Wu et al., 2009). Existem dois tipos típicos de acionistas, o privado e estatal. Esses acionistas possuem objetivos e motivações diferentes, o que pode causar impacto na EC (Su et al. 2013). Isso ocorre porque os acionistas privados têm a tendência de serem motivados a aumentar o financiamento da dívida para benefícios privados (Liu e Sun, 2010; Long e Sorger, 2006). Por outro lado, embora o financiamento da dívida aumente os recursos gerenciáveis, os acionistas estatais não têm direitos sobre os ganhos da empresa (Chen et al., 2009; Su et al. 2013).

A presença do Estado como proprietário diferencia as empresas estatais das empresas privadas, usadas não apenas para fins econômicos, mas também como um fator chave para alcançar objetivos sociais e políticos (Musacchio et al., 2015). As ações governamentais variam conforme o estágio de desenvolvimento econômico, a competitividade setorial das empresas nacionais, a situação do balanço de pagamentos, os acordos de integração regional e outros fatores (Além e Cavalcanti, 2005). Portanto, os governos fornecem apoio às empresas por meio de incentivos fiscais, seguro de risco político, acordos bilaterais, incentivos fiscais e promulgação de leis de dupla tributação (Luo et al., 2010; Pinto et al., 2017).

Em comparação com a propriedade privada, a propriedade estatal tem vantagens, como proteção mais forte dos direitos de propriedade, melhor provisão pública, informações privilegiadas e controle sobre ativos importantes e menor aversão ao risco, ajudando na EC (Aggarwal e Agmon, 1990; Cuervo-Cazurra et al., 2014; Dunning e Lundan, 2008). Neste contexto, espera-se que a propriedade estatal tenha um efeito positivo na propensão para obter recursos e financiamentos a taxas de juro baixas (Hong et al., 2015), e as empresas com maior envolvimento do Estado tenham acesso a recursos governamentais preferenciais (Bajaj e Singh, 2020; Pinto et al., 2017). Portanto, se propõe a seguinte hipótese:

Hipótese 2: A propriedade estatal está positivamente relacionada com a estrutura de capital das multinacionais brasileiras.

Dessa forma, é apontado na literatura que a interação entre o grau de internacionalização e a propriedade estatal pode gerar efeitos positivos para a EC, visto que as empresas terão acesso a diferentes fontes de financiamentos no ambiente externo (Mazzioni e Klann, 2016; Ribeiro et al., 2017) e internamente por meio do apoio governamental via incentivos fiscais e outros (Luo et al., 2010; Pinto et al., 2017). Sendo assim, propõe-se:

Hipótese 3: A interação da propriedade estatal com o grau de internacionalização está positivamente relacionada com a estrutura de capital das multinacionais brasileiras.

2.3 A influência do Cenário Macroeconômico na Estrutura de Capital

A decisão de financiamento é uma função dos fatores internos da firma (específicos da empresa) e dos fatores externos (fatores macroeconômicos) (Triani e Tarmidi, 2019). Na literatura sobre a EC, o tema sobre o efeito das oscilações dos indicadores econômicos, ainda é um assunto incerto (Demirgüç-Kunt e Tressel, 2020; Saif-Alyousfi et al., 2020). Isso deriva, pois consoante a teoria clássica, em períodos de recessão, as empresas encontram dificuldades para obterem crédito no mercado, devido à deterioração do valor de seus ativos, resultantes do aumento da aversão ao risco, e do prêmio exigido no empréstimo (Cardoso e Pinheiros, 2020; Gertler e Kiyotaki, 2010).

Os autores Modigliani e Miller (1958) afirmaram que as decisões de financiamento não importam em mercados de capitais perfeitos, visto que o valor de mercado de uma empresa é o mesmo independente do índice de endividamento. Contudo, o mercado financeiro real, é composto de imperfeições de mercado, influenciando na EC, visto que é uma das principais decisões corporativas que afeta no desempenho da empresa. Portanto, as decisões de investimento não podem ser tomadas sem considerar a condições macroeconômica (Artikis e Nifora, 2011).

Dentre os fatores que podem alterar a EC de uma empresa, encontra-se as variáveis macroeconômicas, devido à relação direta com o risco (Chen, 2010; Cardoso e Pinheiros, 2020). É apontado na literatura que em situação incerteza do cenário macroeconômico, o crédito fica mais escasso e oneroso, os riscos aumentam e as oportunidades de investimento são limitadas (Cardoso e Pinheiros, 2020; Harrison e Widjaja, 2014; Vithessonthia e Tongurai, 2015). Dessa forma, dado as condições de incerteza e instituições fracas presente no cenário brasileiro (Cuervo-Cazurra e Genc, 2008), propõe-se a seguinte hipótese:

Hipótese 4: As condições do cenário macroeconômico estão negativamente relacionadas com a estrutura de capital das multinacionais brasileiras.

2.4 A Influência do Risco Político na Estrutura de Capital

O risco político, está relacionado com a qualidade da estrutura corporativa de um país, de forma que a qualidade corporativa e inconsistência política, causam aumento no risco político e por consequência, diminui a lucratividade dos investidores (Busse e Hefeker, 2007). Esse risco é mensurado pelo nível de consistência política, conformidade social, qualidade burocrática, nível de corrupção, superioridade jurídica e democracia de um país (Topal et al., 2016). Sendo assim, esse risco contribui para o aumento da incerteza nos retornos do investimento (Desai et al., 2008).

Além disso, na literatura de finanças, em especial na EC, a relação entre risco e as decisões financeiras é um tema de grande interesse (Desai et al., 2008). Em especial, as empresas que atuam além-fronteiras enfrentam diferentes tipos de regimes políticos e riscos associados de lucratividade. De modo que foi observado na literatura, que as empresas respondem ao risco político alterando as características financeiras e operacionais de seus empreendimentos (Desai et al., 2004; Desai et al., 2008; Henisz, 2000).

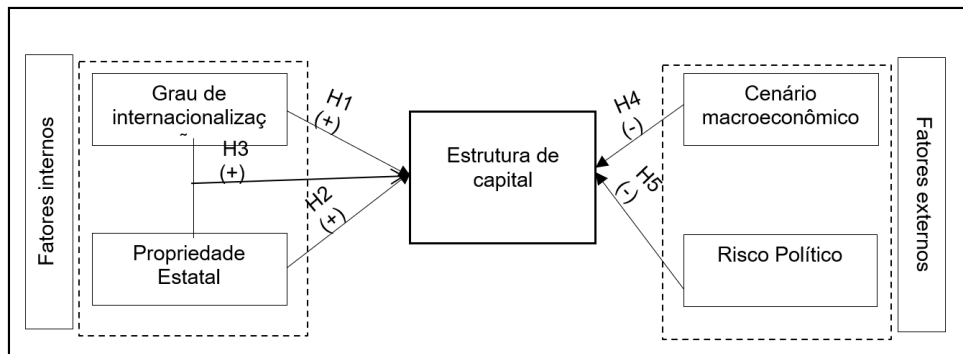
Conforme enumerado por Cashman et al. (2013) essa relação ocorre por três motivos. O primeiro é que questões políticas do país podem aumentar a incerteza do ambiente econômico e de negócios de uma jurisdição, gerando o aumento do risco e aumenta a probabilidade de a empresa não conseguir cumprir com suas obrigações. Neste cenário, é esperado uma relutância dos credores em concederem crédito. O segundo, é que regime políticos mais instáveis leva a fluxos de caixa menos precisos, acarretando em uma redução nos rácios de endividamento das empresas. Por fim, o terceiro motivo é que a maior dificuldade na extração de fluxos de caixa e lucros, derivados do elevado risco político de um país, leva a um aumento do risco do projeto de investimento, que reduz a disposição dos credores a concederem crédito. Dado o alto grau de risco político de países emergentes (Andonova e Losada-Otalora, 2017; Cuervo-Cazurra et al., 2018), como o Brasil, é de se esperar que uma relação negativa entre o risco político e a EC, conforme formulado na hipótese 4:

Hipótese 5: O risco político do país está negativamente relacionado com a estrutura de capital das multinacionais brasileiras.

A figura 1 sintetiza as hipóteses e relações esperadas por meio do modelo conceitual deste estudo.

Figura 1

Modelo conceitual.



Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

3 METODOLOGIA

O escopo do estudo empírico está vinculado as empresas da região do principal país da América Latina, o Brasil, um dos maiores países com empresas internacionalizadas entre os países da região (AméricaEconomia, 2021; Forbes, 2022). As políticas industriais instauradas no país até o final da década de 1980, criaram condições para que as empresas se concentrassem no mercado doméstico (Hennart et al., 2017). De modo que a presença dessas empresas no mercado internacionais, começou a se intensificar a partir da década de 1990 (Cuervo-Cazurra, 2008). Esse processo tardio da internacionalização das empresas brasileiras, provocados pelas políticas industriais anteriores, geraram um aumento na incerteza e imprevisibilidade, o que fez com que as empresas resistissem aos investimentos de longo prazo e se concentrassem em indicadores de desempenho financeiro de curto prazo (Pinto et al., 2017).

Com o intuito de estimular o processo de internacionalização das empresas brasileiras, o governo tem executado políticas diretas de apoio a internacionalização das empresas nacionais (Hennart, 2009). Para isso, o governo vem adquirindo participação em empresas privadas e mantendo ações em empresas privatizadas. Por meio de participação indireta via Tesouro Nacional, BNDES, Eletrobras, Petrobras, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, fundos de pensão ou Estados, o governo fornece apoio para as empresas atuarem internacionalmente (Hennart et al., 2017). Dessa forma, o Brasil pode oferecer o melhor contexto para estudar sobre a EC e fontes de financiamento das multinacionais e a influência do grau de internacionalização, propriedade estatal e cenário macroeconômico nesse processo.

Este trabalho possui como características a metodologia de pesquisa descritiva-exploratória ancorada na análise quantitativa, uma vez que se trata de um estudo explicativo que irá realizar teste de hipóteses. De acordo com Creswell (2013), a análise descritiva permite que sejam especificadas as questões descritivas para cada uma das variáveis dependentes, independentes e de controle. O autor ainda enfatiza, que com a utilização desse método é possível inferir hipóteses que se relacionam com as variáveis a serem investigadas

3.1 Dados e Amostra

Para atender ao objetivo do estudo de analisar os determinantes da EC das multinacionais brasileiras internacionalizadas, verificando se o grau de internacionalização e a propriedade estatal, cenário macroeconômico e o risco político influenciam na EC, foi utilizado um modelo de regressão com dados em painel com estimador de efeitos fixos. O horizonte temporal compreende os anos de 2006 a 2021. A análise

começa no ano de 2006 devido a disponibilidade de dados sobre o grau de internacionalização, que foram obtidos através dos relatórios da Fundação Dom Cabral, e também pois esse período compreende ao aumento da onda de internacionalização das empresas brasileiras (Cuervo-Cazurra e Genc, 2008).

As empresas foram selecionadas a partir dos relatórios da Fundação Dom Cabral (2022), que ranqueia o grau de internacionalização das multinacionais brasileiras. Cumpre ressaltar que foram retirados da amostra inicial as empresas inativas, as duplicadas e as dos setores financeiros. A amostra final contém 56 empresas de diferentes setores de atuação. Os dados no nível das empresas foram coletados através da base de dados da Economatica. E os dados no nível dos países foram coletados no *The World Bank, Worldwide Governance Indicators*, ranking da fundação Dom Cabral e IPEA dados.

Após a coleta dos dados, os dados financeiros foram deflacionados para o ano base (2006) e aplicou-se o logaritmo neperiano para a padronização dos dados. Dessa forma, os dados foram extraídos durante 16 anos, que totalizou 896 observações para cada variável, estimados por meio de um painel com efeitos fixos não balanceado.

3.2 Variáveis

3.2.1 Variável dependente

Como proxy para mensurar a EC das empresas multinacionais brasileiras, foram selecionados três indicadores de alavancagem financeira, as quais são: o nível de endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo (Lima e Brito, 2003; Perobelli e Famá, 2003; Rajan e Zingales, 1995; Titman e Wessels, 1988). Para construir o indicador, foi necessário aplicar uma análise fatorial exploratória com método de análise de componente principal, com rotação Varimax com normalização de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e rotação ortogonal, para obter os scores fatoriais para a utilização nas análises (Hair et al., 2009). O valor do teste de KMO foi de 0,667, sendo superior ao valor mínimo indicado pelo teste (>0,600). Esse resultado indica que o fator explica bem a variabilidade dos dados. Além disso, aplicou-se o teste de esfericidade de Bartlett, que realiza o teste de hipótese para verificar se a matriz de correlação é uma matriz de identidade, que demonstrou um valor de significância do teste de Bartlett baixo (p-valor= 0,000).

3.2.2 Variáveis independentes

Para medir o grau de internacionalização, foi utilizado os dados do Índice de Transnacionalidade de Empresas Brasileiras, baseados na metodologia da *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) e apresentados pela Fundação Dom Cabral (Ribeiro e Serra, 2015; Rezende et al., 2020; Santos et al., 2013), mensurado pela seguinte fórmula:

Índice de internacionalização das multinacionais

$$= \frac{\text{ativos no exterior}}{\text{ativos totais}} + \frac{\text{receitas no exterior}}{\text{receitas totais}} + \frac{\text{funcionários no exterior}}{\text{funcionários totais}}$$

A propriedade estatal foi verificada, seguindo o procedimento de Prado (2019), na qual foi analisado se a empresa possui como acionista o grupo de Tesouro Nacional, BNDES, Eletrobras, Petrobras, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, fundos de pensão ou Estados, de modo que por meio da plataforma Economatica, coletou-se o percentual de participação dessas participações e codificou-se como uma variável *dummy*. Optou-se por utilizar uma *dummy*, pois pode haver mais formas de participação do Estado que não foram contemplados nesta pesquisa.

Para mensurar o cenário macroeconômico foi utilizado uma proxy que contempla a taxa Selic, CDI, spread da taxa de juros, taxa de juros de depósito, inflação e o índice Bovespa (Gropp e Heider, 2010; Schaeck e Cihák, 2016, Vieira et al., 2016). Esses dados foram coletados nas bases do *World Bank* e IPEA dados. Assim como no indicado da EC, para mensurar o cenário macroeconômico foi utilizado a análise fatorial. Para este caso, o KMO foi de 0,661 e teste de esfericidade de Bartlett com p-valor=0,000.

O risco político foi obtido por meio de uma análise fatorial realizada com os dados coletados no *Worldwide Governance Indicators* (WGI), conforme foi utilizado pelos autores Click e Weiner (2010) e Bekaert, Harveye Lundblad (2016). Na qual é verificada por meio da: (i) voz e responsabilidade; (ii) estabilidade política e ausência de violência/ terrorismo; (iii) eficácia do governo; (iv) qualidade regulatória; (v) estado de direito; e (vi) controle de corrupção. A análise fatorial retornou em um KMO de 0,628 e teste de esfericidade de Bartlett com p-valor=0,000.

3.2.3 Variáveis de controle

Para controlar a variável da EC, foi adicionado ao modelo as variáveis (i) desempenho, medida através do retorno sobre patrimônio (ROE) (Gaud et al., 2005; Nakamura et al., 2007); (ii) Market-to-book, medido pela relação preço de mercado em relação à diferença entre o ativo total e o passivo total (Almeida et al. 2010; Bastos et al., 2009; Petroni et al., 2000); (iii) tamanho da empresa, obtido por meio do logaritmo do total de ativos (Oliveira, 2018; Schaeck e Cihák, 2012; Vieira et al. 2016); (iv) risco do negócio, pelo desvio padrão do EBIT em relação ao ativo total (Kirch, 2009); (v) tangibilidade do ativo, mensurado pela relação entre a soma do ativo imobilizado e o estoques em relação ao ativo total (Correa et al., 2013); (vi) escudos fiscais, medido pela soma entre depreciação e amortização em relação ao ativo total (Avelar et al., 2017); (vii) alíquota do imposto de renda, obtida pela subtração do lucro antes do imposto de renda (LAIR) e o lucro líquido sobre o LAIR (Oliveira et al., 2021); (viii) Anos de experiência da firma, ou seja, quanto tempo essa empresa atua no mercado; (ix) pandemia, essa variável foi adicionada para capturar o impacto que a pandemia do Covid-19 teve sobre a EC; e (x) PIB per capita, para controlar o nível de desenvolvimento do país (Zancan e Von Ende, 2021).

A tabela 1 traz uma síntese das variáveis que compõem o modelo, bem como os sinais esperados e as fontes.

Tabela 1
Síntese das variáveis do modelo.

Variável	Sigla	Composição	Sinal esperado	Fonte	Autores
Dependente					
Estrutura de capital	EstrutCap	Endividamento total		Economática	Jorge e Brito (2003); Lima e Brito (2003); Perobelli e Famá (2003); Rajan e Zingales (1995); Titman e Wessels (1988).
		Endividamento de curto prazo			
		Endividamento de longo prazo			
Independente					
Grau de internacionalização	GrauInternac	Resultado da fórmula 1	+	<i>Fundação Dom Cabral</i>	Ribeiro e Serra (2015); Rezende et al. (2019); Santos et al. (2013).
Propriedade estatal	PartEstatal	Variável dummy se a empresa possui algum grau de propriedade estatal	+	Economática	Prado (2019)
Cenário macroeconômico	CenarioMacro	Taxa Selic	-	<i>Ipea dados e Banco Central do Brasil</i>	Gropp e Heider (2010); Vieira et al. (2016); Schaeck e Cihák (2016);
		CDI			
		Spread da taxa de juros			
		Taxa de juros de depósito			
		Inflação			
Risco político	RiscoPol	Índice Bovespa	-	<i>Worldwide Governance Indicators (WGI)</i>	Bekaert et al. (2016); Click e Weiner (2010).
		Voz e responsabilidade			
		Estabilidade política e ausência de violência/ terrorismo			
		Eficácia do governo			
		Qualidade regulatória			
Controle					
Desempenho	Desempenho	Retorno sobre patrimônio (ROE)	+	Economática	Gaud et al. (2005); Nakamura et al. (2007)
Market-to-book	markettobook	Relação preço de mercado em relação a diferença entre o ativo total e o passivo total	+	Economática	Almeida et al. (2010); Bastos et al. (2009); Petroni et al. (2000).

Continua

Continuação da Tabela 1

Tamanho da empresa	tamanhoempresa	Logaritmo do total de ativos	+	Economática	Oliveira (2018); Schaeck e Cihák (2012); Vieira et al. (2016);
Risco do negócio	Risconeocio	Desvio padrão do EBIT em relação ao ativo total	+	Economática	Kirch (2009)
Tangibilidade do ativo	Tangibilidadeativo	Relação entre a soma do ativo imobilizado e os estoques em relação ao ativo tota	+	Economática	Correa et al. (2013)
Escudos fiscais	escudosfiscais	Soma entre depreciação e amortização em relação ao ativo total	+	Economática	Avelar et al. (2017)
Alíquota efetiva do imposto de renda	aliquotaIR	Subtração do lucro antes do imposto de renda (LAIR) e o lucro líquido sobre o LAIR	+	Economática	Oliveira et al. (2021)
Anos de experiência da firma	experiencia	Idade da firma no ano		Relatórios financeiros	Querino et al. (2022)
Pandemia	pandemia	Variável dummy para sinalizar os anos de 2020 e 2021 que foram marcados pela pandemia do Covid-19			
PIB per capita	PIBpc	Logaritmo do PIBpc		World Bank	Zancan e Von Ende (2021)

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

3.3 Modelo

Para este estudo, foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel. Os dados em painel são observações repetidas na mesma seção transversal (Cameron e Trivedi, 2005), sendo assim, entende-se que esse modelo é adequado, visto que os dados das empresas estão empilhados e ordenados ao longo de 16 anos. Os autores Cameron e Trivedi (2005), Fávero e Beldiore (2017), Greene (2012) e Gujarati e Porter (2011) e elencam algumas vantagens para a utilização desse modelo, como a possibilidade de analisar as diferenças do fenômeno entre os indivíduos que compõem a amostra, além de permitir a análise da evolução temporal do fenômeno para cada indivíduo. Ainda, é ressaltado pelos autores que o uso do painel concede um aumento da precisão na estimativa, devido à análise contemplar um longo período. Por fim, os dados em painel proporcionam um conjunto de dados mais informativo, com maior variabilidade, menor grau de colinearidade entre as variáveis e maior grau de liberdade e eficiência.

Vale destacar, que foi realizado o teste de correlação intraclasse (ICC) para verificar se o modelo mais adequado era o multinível ou longitudinal de regressão para dados em painel, conforme indicado por Fávero e Beldiore (2017). Os resultados do teste descartaram a análise multinível (ICC=0), mostrando que a estrutura de dados longitudinais é indicada para o conjunto de dados da amostra.

Antes de estimar o modelo, é necessário realizar alguns testes para verificar a adequação do conjunto de dados. Tendo em vista que os dados em painel podem ser estimados por meio de um modelo com efeitos fixos, no qual “permite a heterogeneidade individual não observada que pode estar relacionada com os regressores” (Cameron e Trivedi, 2005, p.722), ou efeitos aleatórios, em que as estimativas consistentes de todos os parâmetros, incluindo os coeficientes de regressores são invariantes ao longo do tempo (Cameron e Trivedi, 2005). Sendo assim, para verificar qual efeito é mais adequado, foi realizado o teste Honda para verificar a presença de efeitos aleatórios, em que obteve um p-valor acima de 5%, o que não permite rejeitar a ausência dos efeitos aleatórios. O teste de Hausman foi aplicado para auxiliar na definição do modelo, as estatísticas do teste levaram a rejeição da hipótese nula, mostrando que o modelo preferível é o modelo de efeitos fixos.

Após a definição do modelo com efeitos fixos, foi necessário realizar testes sobre o erro para verificar a correlação serial. Para isso, foi feito o teste de Breush-Pagan, com correções de Honda (1985), no qual indicou que os efeitos temporais e individuais são significantes. Por fim, foi realizado o teste de correlação serial geral de Breusch-Godfrey, que mostrou a consistência do modelo.

Para estimar o modelo foi utilizado o software R Studio versão 2022.02.3.

4 RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

A análise descritiva das variáveis que integram o modelo foi realizada visando verificar o comportamento dos dados, sendo que estes foram analisados por meio da análise da média, desvio-padrão, mínimo, máximo e o teste de normalidade de Shapiro-Wilk. Os resultados são demonstrados na tabela 2.

Tabela 2

Estatísticas descritivas das variáveis do modelo.

	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Shapiro-Wilk p
EstrutCap	-0.0193	0.240	-0.354	4.21	< .001
GrauInternac	0.0864	0.150	0.00	0.706	< .001
PartEstatal	0.295	0.456	0	1	< .001
CenarioMacro	0.648	0.450	0.00526	1.84	< .001
RiscoPol	0.541	0.423	0.0226	1.42	< .001

Continua

Continuação da Tabela 2

Desempenho	0.260	0.482	7.76e-4	6.62	< .001
markettobook	2.97	4.15	-18.1	45.4	< .001
tamanhoempresa	6.93	0.842	4.45	9.11	< .001
Risconeocio	0,089185		0,003274	0,057725	< .001
Tangibilidadeativo	0.202	0.124	0.00	0.714	< .001
escudosfiscais	0.0876	1.20	0.00	33.9	< .001
aliquotalR	-0.488	12.6	-319	0.992	< .001
experiencia	53.5	29.5	4	171	< .001
Pandemia	0.125	0.331	0	1	< .001
PIBpc	3,895	3,508	3,453	4,122	< .001

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

Os resultados apresentados na Tabela 2 mostram que os valores do desvio-padrão, e por consequência os valores de máximo e mínimo, variaram significativamente para as variáveis analisadas. Esse resultado era esperado, visto que as empresas da amostra são de setores e porte diferentes, levando uma grande diferença em termos de resultados financeiros. Além disso, o período de atuação das empresas no mercado é muito discrepante, o que pode dar suporte aos resultados descritivos encontrados.

Na tabela 3 são apresentados os resultados do teste de correlação de Spearman das variáveis do modelo. Como pode ser observado, nenhuma das variáveis apresenta problema de correlação, sendo possível continuar com o estudo.

Tabela 3

Teste de correlação de Sperman.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1.EstrutCap	—												
2.GraulInternac	-0.017	—											
3.PartEstatal	-0.146	0.079	—										
4.CenarioMacro	0.061	-0.143	-0.078	—									
5.RiscoPol	0.012	-0.037	-0.064	0.264	—								
6.Desempenho	0.126	-0.013	-0.158	-0.021	-0.017	—							
7.markettobook	-0.083	-0.004	-0.178	-0.062	-0.106	0.320	—						
8.tamanhoempresa	0.147	0.226	0.421	0.009	0.046	-0.092	-0.116	—					
9.Tangibilidadeativo	-0.077	0.282	0.071	0.042	-0.006	-0.115	-0.022	-0.197	—				
10.escudosfiscais	0.106	-0.001	0.126	0.046	0.051	0.013	-0.036	-0.078	-0.030	—			
11.aliquotalR	0.001	-0.036	-0.011	0.039	0.016	-0.208	-0.022	0.034	-0.033	-0.010	—		
12.experiencia	-0.155	0.245	0.198	-0.019	-0.009	-0.172	-0.066	0.264	-0.035	-0.152	0.048	—	
13.PIBpc	-0.018	0.467	0.081	-0.424	-0.126	-0.091	-0.030	0.081	-0.025	-0.032	0.061	0.143	—

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

4.2 Estimação do Modelo de Regressão com Dados em Painel e Efeito Fixo

Na tabela 4 são apresentados os resultados da estimação do modelo de regressão com dados em painel e efeitos fixos, analisar os determinantes da EC das multinacionais brasileiras internacionalizadas, verificando se o grau de internacionalização, a propriedade estatal e o cenário macroeconômico influenciam na EC.

Tabela 4

Resultado da estimação do painel com efeitos fixos com a variável dependente sendo a estrutura de capital.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Grauintern.		2.975*		3.010*			2.633*
		(0.068)		(0.0469)			(0.084)
partestatdummy			8.319*	1.651**			1.599**
			(0,296)	(0.001)			(0.001)
Grauintern*partestatdummy				-4.838*			-4.596*
				(0.0159)			(0.021)
cenariomacro					-8.777		-4.068
					(0.836)		(0.378)
riscopolitico						-6.348*	-7.352*
						(0.100)	(0.093)
rentabilidade	1.531***	1.522***	1.425***	1.334***	1.530***	1.528***	1.342***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
markettobook	1.009	1.005	1.600	1.469	9.264	1.325	1.454
	(0.768)	(0.769)	(0.638)	(0.662)	(0.788)	(0.698)	(0.667)
tamanhoemp.	-1.198	-1.183	-8.251	-8.916	-1.235	-7.080	-5.117
	(0.566)	(0.572)	(0.690)	(0.663)	(0.556)	(0.736)	(0.804)
riscodoneg.	-5.716***	-5.673***	-5.114**	-5.205***	-5.734***	-5.632***	-5.225***
	(0.000)	(0.000)	(0,001)	(0.000)	(0.000)	(0,000***)	(0.000)
tangibilidadedoativo	-1.678	-1.760	-1.831	-1.825	-1.680	-1.731	-1.831
	(0.213)	(0.202)	(0.171)	(0.176)	(0.214)	(0.197)	(0.174)
escudosfiscais	-2.027	-1.879	-2.635	-1.425	-1.860	-2.237	-1.062
	(0.777)	(0.794)	(0,715)	(0.839)	(0.797)	(0.754)	(0.880)
aliquotalR	-7.555	-7.825	-1.028	-1.127	-7.670	-6.150	-9.893
	(0.573)	(0.561)	(0.440)	(0.393)	(0.568)	(0.645)	(0.454)
experiencia	3.687	3.788	3.399	4.095	3.445	3.454	2.597
	(0.558)	(0.549)	(0.585)	(0.507)	(0.591)	(0.581)	(0.680)
pandemia	3.687	3.001	4.398	2.503	3.194	7.719	8.046
	(0.565)	(0.597)	(0.424)	(0.650)	(0.565)	(0.213)	(0.210)
pibpc	-1.127	-1.102	-1.316	-1.148	-1.227	-6.393	-1.070
	(0.284)	(0,297)	(0,208)	(0.269)	(0.290)	(0.557)	(0.347)
Constante	1.236***	1.2206***	1.058***	1.254***	1.116***	1.0509	0.54004**
	(0,000)	(0,000)			0,000	0,000	(0,0360)
R ²	0.238	0.238	0.282	0.238	0.238	0.249	0.294
N	183	183	183	183	183	183	183

Nota: *p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01**Fonte:** Elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

Os resultados apresentados na tabela 4 evidenciam no modelo 1, que a variável de controle rentabilidade, é altamente significativa e positiva ($\beta > 0$ e p-valor < 0) para controlar a EC das multinacionais brasileiras. Enquanto, o risco de negócios e os anos de pandemia foram significativos, contudo, negativos ($\beta < 0$ e p-valor < 0,05). Esse resultado evidencia que o risco de negócio no Brasil.

O modelo 2 testa a relação entre o grau de internacionalização e a EC das multinacionais brasileiras. Essa relação foi significativa e positiva ($\beta > 0$ e p-valor < 0,10). A hipótese 1 previa uma relação positiva entre o grau de internacionalização e a EC, o que foi confirmada pelo modelo 2, sendo assim, aceita-se a hipótese 1. Esse resultado evidencia que o grau de internacionalização está EC.

A relação entre a participação estatal e a EC foi testada no modelo 3. Os resultados encontrados, mostram uma relação positiva e significativa ($\beta > 0$ e p-valor < 0). A hipótese 2 previa uma relação positiva entre a propriedade estatal e a EC, o que permite aceitar a hipótese 2. Esse resultado mostra que as

empresas que possuem o governo como acionista conseguem abstrair dos benefícios dessa relação e melhorar sua EC.

No modelo 4 é testado a interação entre o grau de internacionalização e a participação estatal em relação a EC das multinacionais brasileiras. Os resultados mostram um efeito negativo e significativo ($\beta < 0$ e $p\text{-valor} < 0,10$). Esse resultado vai contra o que previa a hipótese, o que permite rejeitar a hipótese 4. A hipótese sugeria que as empresas que possuíssem participação estatal e com maior grau de internacionalização levaria a um impacto positivo sobre a EC.

O modelo 5 verifica a relação do cenário macroeconômico e a EC. Os resultados mostram um efeito positivo e não significativo ($\beta > 0$ e $p\text{-valor} > 0,10$). Esse resultado vai contra o que previa a hipótese, o que permite rejeitar a hipótese 4. A hipótese sugeria que o cenário macroeconômico brasileiro iria impactar negativamente na EC das multinacionais brasileiras, o que não ocorreu, contudo, o resultado não pode ser tomado como conclusivo devido à falta de significância da variável.

No modelo 6 foi testado a hipótese 5, que analisava uma relação negativa entre o risco político e a EC das multinacionais brasileiras. O resultado da hipótese foi negativo e significativo ($\beta > 0$ e $p\text{-valor} < 0,10$). Esse resultado permite aceitar a hipótese 5.

Por fim, no modelo 7 foi feita a análise com todas as variáveis independentes do modelo, o que reforçou os resultados encontrados. Os valores dos coeficientes foram alterados, mas esse era um resultado esperado, visto que o acréscimo de variáveis impacta na forma de mensuração do coeficiente.

5 CONCLUSÃO

A análise da EC em um contexto de mercado emergente é um tema instigante na literatura, conforme apontado pelos autores Duran e Stephen (2020) e Gonenc e Haan (2014). Sendo que, em um contexto como do Brasil, onde o governo possui vários órgãos de fomento para o estímulo do processo de internacionalização e por consequência gera melhorias na EC de suas multinacionais (Além e Cavalcanti, 2005; Lazzarini et al., 2015). Dessa forma, visando contribuir com essa demanda de estudos da literatura, o presente estudo analisou os determinantes da EC das multinacionais brasileiras, verificando se o grau de internacionalização, a propriedade estatal e o cenário macroeconômico influenciam na EC.

A partir da aplicação de um modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos, foi possível confirmar que o grau de internacionalização, propriedade estatal e o risco político são os principais determinantes da EC das multinacionais brasileiras. Esse resultado é justificado porque quando as empresas internacionalizam suas atividades, elas se deparam com maior fonte de recursos a melhores condições do que no mercado doméstico, o que pode influenciar positivamente na EC (Ribeiro et al., 2017; Shapiro, 1978). De maneira similar, quando o governo atua como acionista da empresa, ela pode obter acesso a crédito a uma menor taxa de juros, gerando um impacto positivo em sua EC (Luo et al., 2010; Pinto et al., 2017).

A partir dos resultados encontrados para verificar a hipótese 1, foi possível evidenciar a relação positiva entre o grau de internacionalização e a EC, reforçando os achados de Duran e Stephen (2020); Ribeiro et al. (2017) e Singh e Nejadmalayeri (2004). Em especial, ao se comparar esse resultado com o trabalho de Saito e Hiramoto (2010) que analisaram essa relação no contexto brasileiro, observa-se que os resultados expandem as descobertas dos autores ao verificar a relação positiva entre o grau de internacionalização e a EC.

Foi verificado na hipótese 2 a relação positiva entre a EC e a propriedade estatal das multinacionais brasileiras. Esse resultado vai ao encontro de Musacchio et al. (2015), ao reforçar que as empresas que possuem o estado como acionista obtêm vantagens competitivas. Ainda, o resultado da hipótese corrobora os apanhados de Hong et al. (2015) e Pinto et al. (2016), ao salientar que o apoio governamental concede acesso a recursos preferenciais e por consequência gera um impacto positivo para a EC.

Com o teste obtido para verificar a hipótese 3, foi possível constatar que as empresas brasileiras que possuem a propriedade estatal e um maior grau de internacionalização não tiveram um impacto positivo na EC, contrariando o que foi relatado pela literatura (Luo et al., 2010; Mazzioni e Klann, 2016; Pinto et al., 2017; Ribeiro et al., 2017).

A hipótese 4 previa uma relação negativa entre o cenário macroeconômico brasileiro e a EC das multinacionais brasileiras, contudo essa relação não foi confirmada pelo modelo econométrico, o que levou a rejeição da hipótese. Essa rejeição vai contra aos resultados de Artikis e Nifora (2011), Cardoso e Pinheiros (2020), Gertler e Kiyotaki (2010) e Harrison e Widjaja (2014). Os resultados desta pesquisa mostraram uma relação positiva, mas, não significativa. A rejeição desta hipótese indica que embora o mercado brasileiro seja marcado por grandes incertezas (Cuervo-Cazurra e Genc, 2008), as empresas estão sendo resilientes e não estão deixando esses fatores impactarem negativamente em sua EC.

E por fim, o resultado da hipótese 5, na qual aceitou a relação negativa do risco político e a EC, esse resultado corrobora os achados de Desai et al. (2008); Desai et al. (2004) e Henisz (2000). Essa aceitação mostra um aumento da incerteza no mercado doméstico, o que gera impactos negativos na EC das multinacionais brasileiras (Desai et al., 2008).

Dessa forma, é possível observar que dentro das variáveis que compõem o modelo, o grau de internacionalização foi a variável mais significativa e de maior parâmetro para explicar os determinantes da EC das multinacionais brasileiras. Isso significa que ao internacionalizar as empresas estão conseguindo adquirir recursos estrangeiros a melhores condições, gerando um impacto positivo na EC. Contudo, como mostrado nos resultados deste trabalho, o apoio governamental é de sua importância para garantir essa relação, visto que o bom desempenho das empresas gera melhores condições econômicas e sociais para o país.

5.1 Limitações e Sugestões de Pesquisa Futura

Como principal limitação deste estudo, é possível citar a grande dificuldade de encontrar dados para todas as empresas que estavam listadas nos rankings da Fundação Dom Cabral. Além disso, os resultados obtidos são específicos para o contexto das multinacionais brasileiras, não podendo assim ser generalizados para outros mercados emergentes. Portanto, sugere-se que aumente a amostra de multinacionais brasileiras e de demais países emergentes, como os da região da América Latina, para assim poder ter uma visão mais ampla da relação da EC e grau de internacionalização das empresas de mercados emergentes e poder expandir os resultados dessa pesquisa.

Ainda, sugere-se que estudos futuros analisem outros fatores relevantes que possam contribuir para a relação de EC e grau de internacionais, seja eles internos da empresa, como, por exemplo, a afiliação a grupos de negócios ou externos, como a análise antes e depois da Pandemia do Covid-19. Além disso, seria interessante expandir o modelo deste estudo para abordar as condições macroeconômicas e institucionais dos países de destino das multinacionais brasileiras.

REFERÊNCIAS:

- Adeneye, Y. B., Kammoun, I., & Ab Wahab, S. N. A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 945-977.
- Aggarwal, R., & Agmon, T. (1990). The international success of developing country firms: role of government-directed comparative advantage. *MIR: Management International Review*, 163-180.
- Albaity, M., and Chuan, A., (2013). Internationalization and capital structure: Evidence from Malaysian manufacturing firms. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 5(2), 329-342.

- Além, A. C., & Cavalcanti, C. E. D. S. (2005). BNDES e o apoio a internacionalização das empresas brasileiras: algumas reflexões. *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social*.
- Almeida, J. E. F. D., Souza, A. F. D., & Rodrigues, A. (2010). Fluxo de caixa e accruals: objetividade versus subjetividade no índice market-to-book das companhias abertas brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 4(1).
- AméricaEconomia (2022). Ranking das multilatinas 2021. Recuperado em setembro 20, 2022, em <https://rk.americaeconomia.com/display/embed/multilatinas/2021>.
- Andonova, V., & Losada-Otalora, M. (Eds.). (2017). *Multilatinas: Strategies for internationalisation*. Cambridge University Press.
- Artikis, P. G., & Nifora, G. (2012). Capital structure, macroeconomic variables & stock returns. Evidence from Greece. *International advances in economic research*, 18(1), 87-101.
- Avelar, E. A., Cavalcanti, J. M. M., Pereira, H. R., & Boina, T. M. (2017). Determinantes da estrutura de capital: um estudo sobre empresas mineiras de capital fechado. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 23-39.
- Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2020). Capital structure dynamics: China and India (Chindia) perspective. *European Business Review*, 32(5), 845-868.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2015). Do strict capital requirements raise the cost of capital? Bank regulation, capital structure, and the low-risk anomaly. *American Economic Review*, 105(5), 315-20.
- Banco Central do Brasil. Dados abertos. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/>. Acesso em: 23 nov. 2022.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10, 47-77.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. T., & Siegel, S. (2016). Political risk and international valuation. *Journal of Corporate Finance*, 37, 1-23.
- Bittencourt, W. R., & Albuquerque, P. H. M. (2018). Estrutura de capital: uma revisão bibliográfica das publicações dos periódicos nacionais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 94-114.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 9-19.
- Brusov, P., & Filatova, T. (2023). Capital structure theory: past, present, future. *Mathematics*, 11(3), 616.
- Burgman, T. A. (1996). An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of international business studies*, 27(3), 553-570.
- Busse, M., & Hefeker, C. (2007). Political risk, institutions and foreign direct investment. *European journal of political economy*, 23(2), 397-415.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge university press.
- Cardoso, V. R. D. S., & Pinheiro, M. C. (2020). Influência da recessão e das variáveis macroeconômicas sobre a estrutura de capital setorial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 392-408.

- Cashman, G. D., Harrison, D. M., & Seiler, M. J. (2016). Capital structure and political risk in Asia-Pacific real estate markets. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 53(2), 115-140.
- Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171-181.
- Chiang, Y. C., & Chen, S. W. (2008). The relationship between internationalization and capital structures of Taiwan firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(1), 1-12.
- Click, R. W., & Weiner, R. J. (2010). Resource nationalism meets the market: Political risk and the value of petroleum reserves. *Journal of International Business Studies*, 41(5), 783-803.
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14, 106-133.
- Creswell, John W., "Steps in Conducting a Scholarly Mixed Methods Study" (2013). DBER Speaker Series. 48.
- Cuervo-Cazurra, A. (2008). The multinationalization of developing country MNEs: The case of multilatinas. *Journal of international Management*, 14(2), 138-154.
- Cuervo-Cazurra, A., & Genc, M. (2008). Transforming disadvantages into advantages: Developing-country MNEs in the least developed countries. *Journal of international business studies*, 39(6), 957-979.
- Cuervo-Cazurra, A., Ciravegna, L., Melgarejo, M., & Lopez, L. (2018). Home country uncertainty and the internationalization-performance relationship: Building an uncertainty management capability. *Journal of World Business*, 53(2), 209-221.
- Cuervo-Cazurra, A., Inkpen, A., Musacchio, A., & Ramaswamy, K. (2014). Governments as owners: State-owned multinational companies. *Journal of international business studies*, 45(8), 919-942.
- Demirgüç-Kunt, A., Peria, M. S. M., & Tressel, T. (2020). The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms?. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101514.
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines Jr, J. R. (2004). A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *The Journal of finance*, 59(6), 2451-2487.
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines Jr, J. R. (2008). Capital structure with risky foreign investment. *Journal of financial economics*, 88(3), 534-553.
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008). Institutions and the OLI paradigm of the multinational enterprise. *Asia Pacific Journal of Management*, 25(4), 573-593.
- Duran, M. M., & Stephen, S. A. (2020). Internationalization and the capital structure of firms in emerging markets: Evidence from Latin America before and after the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 54, 101288.
- Duran, M. M., & Stephen, S. A. (2020). Internationalization and the capital structure of firms in emerging markets: Evidence from Latin America before and after the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 54, 101288.
- Durand, D. (1952, January). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER.

Economática: banco de dados. Disponível em: < http://www.economatica.com.br/index_fla.htm> Acesso em: 23 nov. 2022.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.

Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 759-783.

Forbes (2022). The Global 2000. Recuperado em setembro 20, 2022, em <https://www.forbes.com/lists/global2000/#68419825335d>.

Fundação Dom Cabral (2022). Trajetórias FDC de Internacionalização das Empresas Brasileiras. Recuperado em setembro 20, 2022, em <https://trajetoriasinternacionais.fdc.org.br/edicoes-anteriores/>

Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European financial management*, 11(1), 51-69.

Gertler, M., & Kiyotaki, N. (2010). Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis. In *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 547-599). Elsevier.

Gibin, V. P., Tonin, J. M., Alves, A. F., & Nakamura, W. T. (2023). Determinantes da estrutura de capital de empresas do agronegócio no mercado acionário brasileiro. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(1), 53-68.

Gonenc, H., & de Haan, D. J. (2014). Firm internationalization and capital structure in developing countries: The role of financial development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(2), 169-189.

Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*. Pearson Education India.

Gropp, R., & Heider, F. (2010). The determinants of bank capital structure. *Review of finance*, 14(4), 587-622.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. ed. Porto Alegre: AMGH.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman editora.

Harrison, B., & Widjaja, T. W. (2014). The determinants of capital structure: Comparison between before and after financial crisis. *Economic Issues*, 19(2), 55-82.

Henisz, W. J. (2000). The institutional environment for multinational investment. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 16(2), 334-364.

Hennart, J. F. (2009). Down with MNE-centric theories! Market entry and expansion as the bundling of MNE and local assets. *Journal of international business studies*, 40(9), 1432-1454.

Hennart, J. F., Sheng, H. H., & Carrera Jr, J. M. (2017). Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas. *Journal of World Business*, 52(4), 518-532.

Honda, Y. (1985). Testing the error components model with non-normal disturbances. *The Review of Economic Studies*, 52(4), 681-690.

- Hong, J., Wang, C., & Kafouros, M. (2015). The role of the state in explaining the internationalization of emerging market enterprises. *British Journal of Management*, 26(1), 5- 62.
- Ipeadata. Ipeadata. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 23 nov. 2022.
- Kaveski, I. D. S., Hall, R. J., Degenhart, L., Vogt, M., & Hein, N. (2015). Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto do agronegócio: um estudo a luz das teorias Trade Off e Pecking order. *Revista Economia & Gestão*, 15(41), 135-158.
- Kirch, G. (2009). DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO. *ConTexto - Contabilidade Em Texto*, 8(13).
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Kurniasih, A., & Rustam, M. (2022). Cost of capital and firm value: Evidence from Indonesia. *Investment Management & Financial Innovations*, 19(4), 14.
- Lee, K. C., & Kwok, C. C. (1988). Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business Studies*, 19(2), 195-217.
- Lima, M. R., & Brito, R. D. (2010). O que determina a estrutura de capital no Brasil. *Encontro Brasileiro de Finanças*, 3.
- Liu, G., & Sun, J. (2010). Ultimate ownership structure and corporate disclosure quality: evidence from China. *Managerial Finance*.
- Long, N. V., & Sorger, G. (2006). Insecure property rights and growth: the role of appropriation costs, wealth effects, and heterogeneity. *Economic Theory*, 28(3), 513-529.
- Luo, Y., Xue, Q., & Han, B. (2010). How emerging market governments promote outward FDI: Experience from China. *Journal of world business*, 45(1), 68-79.
- Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2016). Determinantes da qualidade da informação contábil sob a perspectiva das características empresariais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 55-73.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Musacchio, A., Lazzarini, S. G., & Aguilera, R. V. (2015). New varieties of state capitalism: Strategic and governance implications. *Academy of Management Perspectives*, 29(1), 115-131.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). Finance theory and financial strategy. *Interfaces*, 14(1), 126-137.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F. D., Costa, A. C. F. D., & Amaral, A. C. D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 72-85.

- Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 465-495.
- O'Brien, J. P., David, P., Yoshikawa, T., & Delios, A. (2014). How capital structure influences diversification performance: A transaction cost perspective. *Strategic management journal*, 35(7), 1013-1031.
- Oliveira, L. F. (2018). *Determinantes da estrutura de capital de bancos e cooperativas de crédito brasileiras*. (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Oliveira, R.M.; Oro, I. M., Scheren, G. (2021). Determinantes Da Estrutura De Capital E Das Fontes De Financiamento Das Empresas Brasileiras. *SEMEAD Seminários em Administração*, 24, 2021.
- Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38, 531-545.
- Pacheco, L. (2019). Internationalization Effects on Performance: the Case of the Portuguese Textile and Wearing Firms. *Journal of Textile & Apparel Technology & Management (JTATM)*, 11(1).
- Pamplona, E., Silva, T. P. D., & Nakamura, W. T. (2021). Influência da estrutura de capital no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. *Revista de Administração da UFSM*, 14, 162-181.
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7, 9-35.
- Petroni, K. R., Ryan, S. G., & Wahlen, J. M. (2000). Discretionary and non-discretionary revisions of loss reserves by property-casualty insurers: Differential implications for future profitability, risk and market value. *Review of Accounting Studies*, 5(2), 95-125.
- Pinto, C. F., Ferreira, M. P., Falaster, C., Fleury, M. T. L., & Fleury, A. (2017). Ownership in cross-border acquisitions and the role of government support. *Journal of World Business*, 52(4), 533-545.
- Prado, J. W. do. (2019). Determinantes e implicações da estrutura de capital, da estrutura de propriedade e da governança corporativa: um modelo multiteórico de análise. 2019. 194 p. Tese (Doutorado em Administração)–Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2019.
- Querino, F. F., Siqueira, L. B., Ávila, E. S. de, Nascimento, E. S. do, & Martins, L. P. (2022). Fatores Determinantes na Escolha de Internacionalização das Empresas Multilatinas. *Internext*, 17(2), 135–151. <https://doi.org/10.18568/internext.v17i2.656>
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Rezende, C. F., Pereira, V. S., & Penedo, A. S. T. (2020). Internacionalização de Empresas e Riquezas dos Acionistas. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 12(1), 152-174.
- Ribeiro, I., & Serra, F. (2015). Influências da experiência internacional e da diversificação de negócios no grau de internacionalização das multinacionais brasileiras. *XVIII Seminários em Administração–XVIII Semead, São Paulo, SP, Brasil*.
- Ribeiro, R. B., Pereira, V. S., & Ribeiro, K. C. D. S. (2017). Estrutura de Capital, Internacionalização e Países de Destino de Empresas Brasileiras: Uma Análise da Hipótese Upstream-Downstream. *BBR. Brazilian Business Review*, 14, 575-591.

- Ronoowah, R. K., & Seetanah, B. (2023). The moderating and mediating effects of corporate governance and capital structure on firm performance: empirical evidence from an emerging market. *Managerial Finance*.
- Saif-Alyousfi, A. Y., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Taib, H. M., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283-326.
- Saito, R., & Hiramoto, E. (2010). Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, (45), 59-75.
- Santos, J. G. C., de Vasconcelos dos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2013). Perfil da inovação e da internacionalização de empresas transnacionais. *RAI Revista de Administração e Inovação*, 10(1), 189-211.
- Schaeck, K., & Cihak, M. (2012). Banking competition and capital ratios. *European Financial Management*, 18(5), 836-866.
- Shapiro, A. C. (1978). Financial structure and cost of capital in the multinational corporation. *Journal of financial and quantitative Analysis*, 13(2), 211-226.
- Singh, M., & Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. *Journal of multinational financial management*, 14(2), 153-169.
- Sousa, A. F., & Galdi, F. C. (2018). Estrutura de capital e custo de capital subsidiado no brasil: influência no valor das ações das empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 42-57.
- Su, K., Wan, R., & Li, B. (2013). Ultimate ownership, institutionality, and capital structure: Empirical analyses of Chinese data. *Chinese Management Studies*.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
- Topal, M. H. (2016). The effect of country risk on foreign direct investment: A dynamic panel data analysis for developing countries. *Journal of Economics Library*, 3(1), 141-155.
- Triani, N., & Tarmidi, D. (2019). Firm value: impact of investment decisions, funding decisions and dividend policies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2), 158-163.
- Vieira, C. A. M., de Arruda, M. P., & de Lima Tavares, A. (2016). O impacto da inflação no endividamento das instituições financeiras brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(1), 28-44.
- Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2015). The effect of firm size on the leverage–performance relationship during the financial crisis of 2007–2009. *Journal of multinational financial management*, 29, 1-29.
- World Bank (org.). Worldwide Governance Indicators. Disponível em: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/>. Acesso em: 23 nov. 2022.
- World Bank. World Bank Open Data. Disponível em: https://data.worldbank.org/.VEN,PAN&viz=line_chart&years=2007,2017&indicators=24778. Acesso em: 23 nov. 2022.
- Wu, S., Xu, N., & Yuan, Q. (2009). State control, legal investor protection, and ownership concentration: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 176-192.

Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1-12.

Zancan, F.; Von Ende, M. (2021). Estrutura De Capital No Brasil: Fatores Relevantes Para Cooperativas De Crédito. *SEMEAD Seminários em Administração*, 24, 2021.

Apoio Financeiro

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

Declaração de Interesse Concorrente

Os autores declaram que não têm interesses financeiros concorrentes ou relações pessoais conhecidas que possam ter influenciado o trabalho relatado neste artigo.

Endereço dos Autores:

Departamento de Administração e Economia da Universidade de Lavras – UFLA

CEP: 37200-900

Lavras - Minas Gerais - Brasil