

---

# ANÁLISE DOS FATORES DE ATRAÇÃO E DE REPULSÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS OBTIDOS PELA EMISSÃO DE BÔNUS E NOTES POR EMPRESAS LOCALIZADAS NO BRASIL, ENTRE JANEIRO DE 1991 E ABRIL DE 1999

---

ARTIGO

Antônio André Cunha Callado

Doutor em Administração de Empresas – PPGA/UFPB, Professor Adjunto e Pró-Reitor de Planejamento da Universidade Federal Rural de Pernambuco – UFRPE

E-mail: [andrecallado@yahoo.com.br](mailto:andrecallado@yahoo.com.br)

## RESUMO

Os fluxos de capitais internacionais direcionados para o Brasil ao longo da década de noventa foram bastante significativos. O objetivo desta pesquisa foi identificar os principais fatores de influência sobre os fluxos obtidos através de Bônus e Notes, bem como avaliar os indicadores de mercado como elementos determinantes das circunstâncias mais adequadas à sua emissão.

Foi avaliada a influência dos fatores de atração (relacionados ao Brasil) e dos fatores de repulsão de capital (relacionados com o ambiente econômico externo). Os dados mensais (de janeiro de 1991 a abril de 1999) foram coletados no Banco Central do Brasil, FGV DADOS, IBGE e Moody's. Foi utilizado um modelo de correção de erro para avaliar as relações de curto e longo prazo.

A variável explicativa que obteve o melhor resultado para o longo prazo foi o risco soberano do Brasil, emitido pela agência Moody's. Para o curto prazo, os fluxos foram influenciados pelo risco do Brasil, pela taxa de juros LIBOR, bem como pelos fluxos de capitais registrados em instantes de tempo anteriores. As variáveis explicativas se comportaram de maneira coerente nas relações de curto e longo prazo. O *rating* se revelou importante em sua perspectiva relativa à capacidade e intenção que um devedor possui de honrar seus compromissos financeiros no longo prazo, bem como uma percepção sobre o risco de inadimplência.

## ABSTRACT

*During the decade of the nineties there was a significant flow of international capital to Brazil. This survey aimed to identify the main factors that*

*influenced this flow in response to the issuance of Bonds and Notes, in addition to assessing market indicators as factors that determined the circumstance best suited for their issue. The influence of the pull factors (related to Brazil) was assessed as well as that of the push factors (related to the foreign economic ambient). Monthly data (from January 1991 to April 1999) were collected at the Brazilian Central Bank, FGV DADOS, IBGE and Moody's. A model of error correction was used to assess the short and the long term relationships. The variable which best explains the results over the long term was the sovereign risk of Brazil published by the Moody's agency. For the short term, flow was influenced by the risk Brazil regarding the LIBOR interest rate as well as the capital flows recorded in preceding time instants. The explicative variables behaved in a coherent manner within the short and long term relationships. The rating was shown to be important in its perspective associated to a debtor's capability and intention to honor financial commitments over the long term, as well as a perception concerning the risk of default.*

## 1. INTRODUÇÃO

A captação de recursos externos, através da emissão de títulos de dívida, vem se destacando no cenário financeiro internacional como uma ferramenta financeira útil e amplamente utilizada. A identificação dos principais fatores associados à captação de recursos pela emissão de títulos de dívida nos mercados internacionais de capitais possibilita a elaboração de modelos analíticos de mercado capazes de avaliar as circunstâncias existentes, por meio dos principais indicadores de mercado relacionados à emissão desses títulos.

Nesse panorama, a captação de recursos externos por empresas brasileiras através da emissão de Bônus e *Notes* tem sido uma ferramenta financeira importante, principalmente se considerados os recentes fluxos de capitais externos direcionados para o Brasil. O Banco Central do Brasil (BACEN) vem registrando desde 1990 um aumento significativo do fluxo voluntário de capitais internacionais para o Brasil após a superação das conseqüências da crise da dívida externa ocorrida na década de oitenta.

Esses novos fluxos são caracterizados pelo predomínio de capitais privados obtidos de seus proprietários (poupadores individuais, empresas multinacionais e investidores institucionais, entre outros) e direcionados a empresas que atuam na economia brasileira, diferentemente dos fluxos de capitais ocorridos na década de setenta, formados predominantemente por empréstimos bancários e oficiais direcionados ao governo e a empresas estatais.

GLEN e PINTO (1995: 41) comentam que o desenvolvimento dos mercados internacionais de instrumentos de dívidas de médio e longo prazo constitui um fenômeno relativamente recente, afirmando que “a atratividade do mercado internacional de instrumentos de dívida está nos juros mais baixos e nos maiores prazos de vencimento, em comparação com aqueles existentes nos mercados internos da maioria dos países em desenvolvimento”.

MARGARIDO (1997: 45) analisa o esforço do governo brasileiro iniciado em 1990 para recuperar o acesso brasileiro ao crédito financeiro internacional, mediante um “comprometimento em atender às demandas impostas por agentes estrangeiros e brasileiros interessados em realizar operações de investimento e de empréstimo que resultem em fluxos de capitais e de serviços entre o País e o exterior”.

O cenário financeiro mundial tem experimentado uma expansão das transações financeiras internacionais, aumentando em grau de complexidade a dinâmica das relações no sistema econômico mundial. A emissão de títulos no mercado externo surge como uma possibilidade de ampliação das oportunidades de captação de recursos financeiros de longo prazo por empresas localizadas no Brasil.

## 2. FINANÇAS E ESTRATÉGIAS EMPRESARIAIS

A importância creditada às estratégias vem crescendo gradativamente ao longo do tempo. Esse interesse é atribuído ao comportamento do ambiente externo das organizações, que apresenta mudanças cada vez mais rápidas e descontínuas.

TAVARES (2000: 25) afirma que, nesse ambiente caracterizado pelas constantes mudanças, “gradualmente, o planejamento deslocou sua ênfase no prazo para a compreensão dos fenômenos que ocorrem no mercado e no ambiente de forma geral”.

A palavra estratégia deriva da palavra *strategos*, que significa a arte do general. No ambiente empresarial, o termo estratégia tem sido utilizado para definir a adequada alocação dos recursos humanos, financeiros, materiais e tecnológicos que a empresa possui, com o objetivo de reduzir seus problemas e aumentar suas oportunidades.

A elaboração e a implantação de uma estratégia pressupõem um conjunto de procedimentos contínuos e interativos que visam a manter determinada organização integrada ao seu ambiente externo.

Com base numa análise estruturada, o gestor de uma organização deve entender bem a forma pela qual os diversos níveis do ambiente organizacional estão estruturados, dispondo de todas as informações sobre as forças externas que influenciam suas atividades e com que intensidade isso acontece.

O ambiente geral é composto de componentes que têm amplo escopo, como os elementos econômicos, sociais, tecnológicos, políticos e legais.

Para MAXIMIANO (2000: 216), a compreensão de informações sobre os diversos aspectos relacionados à economia torna-se fundamental para qualquer organização: “obter e utilizar essas informações para tomar decisões é extremamente importante para qualquer administrador e empresa”.

A alta administração é responsável pelo estabelecimento das estratégias organizacionais mais apropriadas para o alcance dos objetivos. Sobre as estratégias organizacionais, ROBBINS e COULTER (1998) apontam os seguintes níveis de

estratégia: 1) nível corporativo; 2) nível de negócio; 3) nível funcional.

Uma estratégia de nível corporativo está relacionada aos papéis que cada unidade de negócio da organização desempenhará. Para uma estratégia de nível de negócio, são definidas as peculiaridades estratégicas para cada unidade, nas suas respectivas áreas de atuação. Estratégias de nível funcional estão relacionadas aos departamentos funcionais e tradicionais das organizações, tais como finanças, produção, *marketing* e recursos humanos.

SOUZA e CLEMENTE (1995: 13), comentando sobre a posição estratégica que as decisões relacionadas à gestão financeira possuem, consideram que elas “envolvem grandes somas de recursos, afetam a vida da empresa por grandes períodos de tempo e são totalmente irreversíveis ou apresentam custos de reversibilidade muito elevados”.

Sobre as estratégias financeiras de uma empresa, BYARS (1991: 195) divide “as atividades de gestão financeira em cinco categorias:

- Determinar a magnitude e as características dos fundos necessários para conduzir as operações do negócio;
- Alocar recursos da maneira mais eficiente;
- Servir de interface entre os credores e os acionistas com relação às condições financeiras da empresa;
- Registrar os dados financeiros;
- Prover dados financeiros para a alta administração avaliar as diversas alternativas estratégicas.”

O planejamento estratégico financeiro de uma organização, para STONER e FREEMAN (1985: 151), apresenta peculiaridades diante das demais estratégias funcionais. Segundo esses autores, “as estratégias de finanças devem ter componentes de curto e longo prazo”.

O planejamento estratégico financeiro é definido com base em questões internas e decisões difíceis que afetam suas atividades, pois dizem respeito tanto à formulação de objetivos como à definição dos procedimentos para atingi-los.

Quanto à utilização estratégica dos recursos financeiros, SANTOS (1992: 162) admite que

“esses recursos conferem à empresa maior ou menor flexibilidade defensiva, isto é, capacidade interna de fazer face às situações de risco totalmente inesperadas”.

Pode-se considerar, então, que o planejamento estratégico é responsável pela compreensão do relacionamento entre uma organização e as diversas variáveis ambientais existentes, principalmente as relacionadas aos fatores de natureza econômica.

Uma postura estratégica relacionada à área financeira de uma determinada empresa, diante de novas modalidades de captação de recursos, dependerá de diversos fatores de natureza interna e externa, entre os quais pode-se destacar sua estrutura de capital (considerando-se a participação de recursos de terceiros e sua parcela de capitais externos).

Pode-se também considerar a existência de fluxos regulares de capitais externos derivados de atividades operacionais sob a forma de receitas ou de transferências financeiras, oriundas de subsidiárias do exterior ou de parcerias com empresas de outros países.

Essa postura financeira estratégica é apontada por BYARS (1991: 64) como possuidora de “um papel crucial na determinação do que poderá e não poderá ser feito no futuro”.

Uma das crescentes preocupações relacionadas ao desempenho competitivo das empresas, dentro de suas respectivas indústrias, consiste na elaboração e implementação de diversas estratégias, para a obtenção de respostas mais precisas sobre suas características, potencialidades, limitações e oportunidades, que são aspectos estreitamente relacionados à sua competitividade.

### **3. BÔNUS E NOTES: UMA INTRODUÇÃO**

A retomada dos fluxos voluntários de capitais internacionais para a economia brasileira, verificada no início da década de noventa, fez surgir novas possibilidades de financiamento e de fontes de recursos para as empresas brasileiras.

O mercado internacional de capitais representa uma fonte potencial de financiamento de longo prazo para essas empresas, principalmente se se consideram as recentes modalidades de ativos financeiros. Este mercado pode ser explorado

através de endividamento ou da participação no capital social, contribuindo para a consolidação da estrutura financeira da empresa.

Sobre as características das inovações financeiras, BHATT (1988: 282) afirma que “a evolução e integração dos mercados de capitais através da introdução e difusão de inovações financeiras não são possíveis sem a especialização operacional na área de crédito e finanças”.

Os novos fluxos direcionados para o Brasil são similares aos fluxos direcionados para diversos países em desenvolvimento. Esses novos fluxos de capitais representam a volta do acesso desses países ao mercado internacional após sua exclusão, verificada na década de oitenta, em consequência da crise de suas dívidas externas.

Sobre esses novos fluxos, KUCZYNSKI (1992: 323) declara que “esses capitais têm sido atraídos por ativos financeiros, causando um crescimento em seus mercados de títulos (até mesmo os menos negociados) e uma redução nas taxas domésticas de juros”.

Comentando sobre as dificuldades operacionais relacionadas à emissão de títulos no mercado externo, YOSHINARI (1991: 40) aponta algumas das principais:

- a) Esses títulos requerem maior esforço de colocação e venda aos investidores internacionais do que os títulos de empresas de países desenvolvidos.
- b) As informações sobre a situação financeira dessas empresas não são suficientemente detalhadas para satisfazer as exigências dos investidores institucionais dos grandes mercados.
- c) Os padrões contábeis utilizados são, em grande parte, dos países em desenvolvimento, diferentes, portanto, dos padrões existentes nos países desenvolvidos.
- d) A fixação de prazos e valores depende da aprovação das autoridades dos países em desenvolvimento.

Outro aspecto que deve ser considerado nessas operações financeiras está relacionado ao risco. Tanto a empresa emissora dos títulos quanto o investidor estrangeiro possuem perspectivas relacionadas ao risco. Para a empresa captadora dos

recursos, devemos considerar as projeções e perspectivas relacionadas às receitas futuras necessárias para honrar os compromissos firmados, além da possibilidade de cobertura sobre variações cambiais através de uma operação de Hedge.

Essas questões podem ser consideradas tendo-se em conta as informações disponíveis para tomadores e investidores envolvidos na operação; deve-se ressaltar que a percepção de cada um deles sobre a interpretação dos dados disponíveis será decisiva para a mensuração do risco.

BIRD (1999: 2) afirma que, no processo decisório, “todos os emprestadores, sejam eles oficiais ou privados, consideram a importância de diversos indicadores relacionados ao desempenho doméstico e políticas das economias receptoras de seus capitais”.

A análise dos fatores determinantes dos fluxos internacionais de capitais foi realizada ao longo da década de noventa. Dentre os diversos estudos, podem ser destacados os trabalhos de TAYLOR e SARMO (1997), FERNÁNDEZ-ARIAS e MONTIEL (1996), FERNÁNDEZ-ARIAS (1996), DOOLEY, FERNÁNDEZ-ARIAS e KLETZER (1996), CALVO, LEIDERMAN e REINHART (1996), bem como os de LENSINK e VAN BERGEIJK (1991).

O principal objetivo consiste em identificar e compreender os fatores que podem exercer alguma influência sobre esses fluxos, classificando-os em dois grupos:

- Fatores de atração (relacionados ao País receptor dos capitais).
- Fatores de repulsão (relacionados ao País de origem dos capitais).

Nessa perspectiva de análise sobre os fluxos internacionais de capitais, a captação de recursos externos por empresas localizadas no Brasil através da emissão de *Bônus* e *Notes* é composta de três diferentes instrumentos financeiros sob a configuração de títulos de dívida, que são:

*Bônus* ⇒ são títulos de dívida de longo prazo emitidos por empresas financeiras ou não-financeiras, com colocação pública ou privada, acrescidos de juros e que possuem prazos superiores a 10 (dez) anos para seu vencimento;

*Notes* ⇒ são títulos de dívida de longo prazo emitidos por empresas financeiras ou não-financeiras, com colocação pública ou privada, acrescidos de juros e que possuem prazos inferiores a 10 (dez) anos para seu vencimento;

Certificados de Depósito ⇒ são títulos emitidos pelos bancos sob a forma de promessa de pagamento à ordem, acrescidos dos juros convencionados referentes a recursos captados no exterior por filiais, agências e/ou subsidiárias de bancos brasileiros de capital nacional.

No processo de autorização e registro das operações de captação de recursos externos, o Banco Central do Brasil consolida os fluxos levantados a partir desses títulos em uma categoria denominada Bônus e *Notes*. Este instrumento de captação de recursos externos tem sido um dos mais importantes nos atuais fluxos de capitais externos para o Brasil.

Em relação à emissão de Bônus e *Notes*, MASCARENHAS (1994: 93) afirma que os objetivos básicos são:

- Alavancar investimentos;
- Repor capital de giro.

O fluxo de capitais direcionado para a economia brasileira através da emissão de Bônus e *Notes* foi estudado nesta pesquisa, onde a importância relativa dos fatores de atração de capital e de repulsão de

capital foi avaliada e contextualizada de acordo com o cenário da economia brasileira relacionado à emissão desses títulos.

A desregulamentação do mercado interno brasileiro estimulou a utilização de instrumentos de securitização, a flexibilização dos prazos, o desenvolvimento de mercados secundários para esses títulos e o desenvolvimento das tecnologias de comunicação.

Sobre esses aspectos, MARGARIDO (1997: 45) afirma que “a regulamentação para a realização de operações de empréstimos mediante lançamento de títulos no exterior por empresas e instituições financeiras e a abertura do mercado de capitais brasileiro a investidores estrangeiros de portfólio, retirando-se restrições de prazo e de tributação e à sua movimentação, foram fundamentais para incentivar o crescimento de ambas operações a partir de fins de 1991”.

Um fator relevante para a perspectiva dos investidores internacionais interessados nesses títulos emitidos por empresas brasileiras está associado ao conceito de *fresh money*, aplicado ao procedimento de contratação de novos empréstimos externos que não serão afetados em eventuais acordos futuros de renegociação ou reestruturação da dívida externa brasileira.

**Tabela 1: Fluxos de capitais para o Brasil e a participação percentual de Bônus e *Notes* - 1990/1999 (US\$ milhões).**

Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Fluxos Totais	5366	11615	17760	32466	43058	53885	78999	131320	137155	99562
Emp. Moeda	1045	4397	7979	11032	8742	15883	28078	35535	45763	29834
Bônus/ <i>Notes</i>	54	1507	4833	7598	5949	9650	18046	20448	25777	16798

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: Os fluxos de 1999 apresentam valores acumulados até o mês de Agosto.

Diante desse quadro, PELLEGRINI (1995: 7) afirma que “sob a perspectiva das empresas, o desenvolvimento do mercado de capitais era conveniente, pois, com o encarecimento do crédito bancário, tornava-se mais vantajoso captar recursos emitindo papéis, principalmente no caso de grandes emissões que aumentavam a viabilidade da operação”.

Esses fluxos representaram isoladamente uma parcela significativa dos recursos captados no exterior. Portanto, a identificação e a compreensão do comportamento dos principais fatores determinantes desses fluxos constituem um passo importante para o desenvolvimento de instrumentos de análise sobre essas operações financeiras. Esses valores são suficientes para demonstrar que essa

modalidade de captação de recursos foi responsável, isoladamente, por uma parcela significativa desses fluxos, configurando-se um importante instrumento financeiro.

Sobre a participação de Bônus e *Notes* no processo de captação de recursos externos, MARGARIDO (1997: 58) afirma que “a emissão desses títulos nos mercados financeiros internacionais, em especial das *Notes*, tem sido o principal meio para a captação de empréstimos externos”.

Quanto à essa peculiaridade, PELLEGRINI (1995: 55) comenta que tal comportamento sugere a formação de expectativas uniformes e ações unilaterais, fenômeno conhecido por *bandwagon*, e que “a partir de determinados acontecimentos que sugerem a reversão da situação anterior, ou para melhor ou para pior, grande parte dos investidores procedem da mesma forma, resultando em reversões bruscas das condições do investimento”.

Se, por um lado, o Brasil ficou mais vulnerável às oscilações internacionais de curto prazo (e tenha dificuldade para responder satisfatoriamente a essas mudanças), por outro, tornam-se necessárias a identificação e a compreensão do comportamento dos principais fatores que estão associados à disposição de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos para com essas operações.

Contudo, para VALLE (1995: 19), as empresas que estiverem interessadas em realizar operações dessa natureza devem se preocupar em avaliar dois aspectos principais, que são:

- As cláusulas contratuais que tratem de taxas de juros flutuantes;
- O risco associado a variações cambiais.

Para as variações das taxas de juros é feita uma referência ao início da década de oitenta, quando um acentuado aumento de seus níveis no mercado internacional causou graves dificuldades para os devedores em taxas flutuantes.

O risco cambial acontecerá explicitamente nas operações que envolverem empresas que não possuem receitas operacionais em moedas estrangeiras.

#### 4. METODOLOGIA

Esta pesquisa avaliou a influência dos fatores de atração de capital (relacionados ao Brasil) e dos fatores de repulsão de capital (relacionados com o ambiente econômico externo ao Brasil) sobre o volume dos recursos financeiros externos captados por empresas localizadas no Brasil, registrados pelo FIRCE/BACEN através da emissão de Bônus e *Notes* no período de janeiro de 1991 a abril de 1999.

Os fatores determinantes desses fluxos de capitais externos direcionados para a economia brasileira através da emissão de Bônus e *Notes* por empresas foram analisados considerando-se as seguintes variáveis e seus respectivos indicadores:

- Fluxo de Bônus e *Notes* (variável dependente)
- Fatores de atração e fatores de repulsão (variáveis independentes).

O Fluxo de Bônus e *Notes* foi composto de capitais externos obtidos pela emissão de Bônus, *Notes* e Certificados de Depósito por empresas privadas financeiras, empresas privadas não financeiras e empresas públicas localizadas no Brasil.

Os fatores de atração ou internos representam os aspectos relacionados à economia brasileira. Os indicadores escolhidos para este grupo e que representaram o panorama econômico interno foram: Balança comercial brasileira; Reservas cambiais brasileiras; Juros adicionais médios pagos; Taxa de inflação brasileira; Taxa de juros SELIC; Ágio sobre o câmbio; Diferencial entre as taxas de juros internas e externas; Índice de Produção Industrial Brasileira; Risco de Crédito do Brasil.

Os fatores de repulsão ou externos representam os aspectos relacionados ao ambiente econômico externo à economia brasileira. Os indicadores utilizados foram: Taxa de juros *Prime Rate*; Taxa de juros LIBOR; Taxa de juros dos títulos do tesouro americano (*T bonds*); Índice de Produção Industrial Americana.

Para determinar os procedimentos de coleta de dados dos fatores de atração e de repulsão de capitais sobre os fluxos de recursos externos obtidos através da emissão de Bônus e *Notes* para curto e longo prazo foram considerados o aspecto retrospectivo do fenômeno estudado, bem como a necessidade de uma consistência para os valores

obtidos e a credibilidade das fontes de dados secundários utilizadas.

Os dados relativos ao volume de recursos financeiros captados através da emissão de Bônus e Notes no mercado internacional de capitais foram obtidos do Banco Central do Brasil. Os dados relativos à classificação de risco (*sovereign credit rating*) associado à economia brasileira e os juros adicionais médios pagos foram obtidos da Grade de Inadimplência da agência Moody's. Os dados relacionados aos demais indicadores utilizados foram obtidos do Banco Central do Brasil e do FGVDADOS da Fundação Getúlio Vargas.

As variáveis (expressas sob a forma de logaritmos) foram utilizadas no aplicativo estatístico EVIEWS 3.0, para identificar suas relações de curto e longo prazo. Foi utilizado um modelo de correção de erro proposto pelo Teorema de Representação de Granger.

Em seu trabalho, ENGLE e GRANGER (1987) abordaram as relações existentes entre modelos de co-integração (que representam relações de longo prazo entre variáveis) e modelos de correção de erro (que identificam as variações de curto prazo), concluindo que os últimos “permitem que os componentes de longo prazo das variáveis obedeçam ao equilíbrio enquanto os componentes de curto prazo apresentam especificações dinâmicas flexíveis”.

Essa abordagem é realizada por meio do procedimento analítico geral-para-específico. THOMAS (1997: 431) comenta o trabalho de ENGLE e GRANGER (1987), afirmando que “se duas séries temporais  $y$  e  $x$  forem co-integradas, a relação de desequilíbrio de curto prazo entre elas sempre pode ser expressa como um modelo de correção de erro”.

Para definir a estrutura do modelo de correção de erro, a fim de estudar os determinantes dos fluxos de capitais obtidos através da emissão de Bônus e Notes por empresas localizadas no Brasil, é necessário destacar as diferenças entre esses fluxos e os capitais estudados por TAYLOR e SARMO (1997). As particularidades dos fluxos de Bônus e Notes emitidos por empresas demandaram variáveis explicativas compatíveis com suas características e, naturalmente, diferentes das variáveis explicativas utilizadas por TAYLOR e SARMO (1997).

Consideradas essas diferenças, a estrutura do modelo de correção de erro para identificar as relações de desequilíbrio foi definida da seguinte maneira:

$$\Delta y_t = \text{defasados} (\Delta y, \Delta x, \Delta k) - \lambda u_{t-1} + e_t \quad (\text{equação 1})$$

Onde,

$t$  - índice do tempo

$\Delta y_t$  - Variação dos fluxos de capitais entre o período atual e o período anterior

$\Delta y$  - Variação dos fluxos de capitais entre o período atual e o período anterior defasada

$\Delta x$  - Variação do risco brasileiro entre o período atual e o período anterior defasada

$\Delta k$  - Variação de outra variável entre o período atual e o período anterior defasada

$\lambda$  - parâmetro de ajuste de curto prazo

$u$  - resíduos de desequilíbrio da relação de longo prazo

$e$  - erro

Os parâmetros foram obtidos utilizando-se o método dos mínimos quadrados. A identificação do número de defasagens que cada variável apresentou no modelo foi obtida por meio do procedimento geral-para-específico de experimentação, executado após a confirmação da existência de co-integração entre os fluxos de Bônus e Notes e algum dos fatores de atração ou de repulsão de capitais.

A identificação da existência de relações de longo prazo (que representam relações de longo prazo entre variáveis) foi fundamental para a análise do comportamento dos fluxos de Bônus e Notes na perspectiva de longo prazo. A confirmação da existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis analisadas indica a presença de um modelo de correção de erro.

Para identificar as relações de longo prazo foi utilizado o seguinte modelo, que analisa as relações de longo prazo existentes entre os fluxos de Bônus e Notes e os diversos fatores de atração e de repulsão de capitais utilizados:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + u_t \quad (\text{equação 2})$$

Onde,

t - índice do tempo

y – fluxos de Bônus e *Notes*

x – fatores de atração e de repulsão de capitais

$\beta_0$  e  $\beta_1$  - parâmetros

u - resíduos

Foi possível estimar os resíduos ut desta equação através da seguinte expressão:

$$u_t = y_t - \beta_0 - \beta_1 x_t$$

(equação 3)

Após a constatação da existência de uma relação de longo prazo entre os fluxos e ao menos uma variável explicativa referente aos fatores de atração e de repulsão de capitais, foi confirmada a compatibilidade necessária para a utilização de um modelo de correção de erro.

Considerando a complexidade inerente ao processo de análise necessário diante de um modelo de correção de erro, ENGLE e GRANGER (1987) sugeriram um procedimento baseado em dois estágios: 1) Estimação das relações de longo prazo; 2) Estimação do modelo de correção de erro de curto prazo.

## 5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os principais fatores de atração e de repulsão de capitais foram analisados, possibilitando a avaliação e identificação das circunstâncias de mercado mais favoráveis relacionadas à emissão desses títulos.

É interessante ressaltar que, mesmo quando o cenário econômico apresenta condições econômicas favoráveis à captação de recursos externos por empresas localizadas no Brasil (baixos níveis das taxas internacionais de juros em relação aos níveis praticados no mercado interno, associados a menores riscos dessas operações), a emissão de Bônus e *Notes* no mercado internacional de capitais está condicionada a fatores decisórios internos das empresas interessadas em realizar tais operações. Mesmo diante de condições econômicas mais favoráveis, evidenciadas em um determinado instante de tempo t, os volumes globais dos fluxos de recursos captados pela emissão de Bônus e *Notes*

não serão necessariamente maiores que o instante de tempo anterior t-1.

Os fluxos de Bônus e *Notes* obtidos ao longo da década de noventa caracterizaram-se pelo predomínio de capitais privados obtidos de seus proprietários (poupadores individuais, empresas multinacionais e investidores institucionais, entre outros) e direcionados para empresas que atuam na economia brasileira, diferentemente dos fluxos de capitais ocorridos na década de setenta, formados predominantemente por empréstimos bancários e oficiais, direcionados para o governo e para empresas estatais.

A compreensão da influência dos fatores de atração e de repulsão de capitais na captação de recursos externos via emissão de Bônus e *Notes* é crucial para o entendimento da dinâmica dos mercados internacionais de capitais, bem como de suas características, seus instrumentos operacionais de transação e seus modernos ativos financeiros. Outro aspecto relevante consistiu em analisar a influência dos fatores de atração e de repulsão de capitais sobre esses fluxos de capitais externos levantados pela emissão de Bônus e *Notes* tanto para longo prazo quanto para curto prazo.

Estas considerações são complexas por sua própria natureza e indicam a participação de situações econômicas e políticas específicas, existentes nos diferentes países, como determinantes importantes dos fluxos oficiais e privados de capitais. A análise dos dados foi conduzida de acordo com o processo de dois estágios de ENGLE e GRANGER (1987), considerando-se: 1) A estimação das relações de longo prazo; 2) A estimação do modelo de correção de erro.

### 5.1. A estimação das relações de longo prazo

A primeira etapa para a determinação das relações do longo prazo existentes entre os fluxos de Bônus e *Notes* e os fatores de atração e repulsão de capitais consistiu em testar a estacionariedade das séries históricas. Para testar a estacionariedade, foi utilizado o teste de Dickey-Fuller (teste ADF). Os valores encontrados na tabela 2 mostram os resultados obtidos pela aplicação do teste ADF para a primeira diferença, uma vez que a estacionariedade não foi observada ao nível.

A segunda etapa consistiu em identificar as relações de longo prazo, onde foi utilizado o modelo de longo prazo a seguir. Pelos valores encontrados, pode-se afirmar que a variável que obteve o coeficiente de explicabilidade mais significativo foi o risco de crédito (*credit rating*) representado pelo *Default Grade Index*, elaborado pela agência Moody's. As demais variáveis explicativas não obtiveram resultados consistentes para assegurar a identificação de relações de longo prazo.

A evolução das classificações relativas ao risco de crédito soberano (*sovereign credit rating*) brasileiro contribuiu para tornar os ativos financeiros brasileiros mais atraentes aos investidores internacionais.

**Tabela 2: Resultados do teste ADF para a primeira diferença.**

Variável	Estatística ADF	Resultado
Fluxo de Bônus e Notes	-17,287	Estacionária
Risco de crédito	-8,682	Estacionária
Reservas cambiais	-6,104	Estacionária
Spreads	-9,855	Estacionária
Inflação	-15,069	Estacionária
Balança Comercial	-8,503	Estacionária
SELIC	-9,460	Estacionária
Ágio cambial	-11,210	Estacionária
Produção industrial BRA	-10,614	Estacionária
Taxa de juros LIBOR	-7,117	Estacionária
Taxa de juros Prime Rate	-7,611	Estacionária
Taxa de juros dos T bonds	-6,921	Estacionária
Produção industrial USA	14,366	Estacionária
Diferencial (SELIC – LIBOR)	-11,225	Estacionária
Diferencial (SELIC – Prime Rate)	-2,307	Não estacionária
Diferencial (SELIC – T bond)	-3,862	Estacionária

Fonte: Resultados calculados pelo autor.

Como são considerados diversos aspectos relacionados à economia para a avaliação de risco, pode-se atribuir a melhora da credibilidade brasileira ao longo da década de noventa:

- À consolidação do processo de desregulamentação do mercado de capitais brasileiro, possibilitada pelo surgimento de novas modalidades de ativos financeiros para atrair capitais externos, e à flexibilização das operações para seu ingresso, negociação e saída, além dos incentivos fiscais;
- À conclusão do processo de renegociação da dívida externa brasileira e à estabilização econômica obtida pelo Plano Real – embora a inflação não tenha apresentado coeficientes de explicabilidade significativos –, que elevaram a credibilidade da economia brasileira dentro do contexto internacional;
- À estabilização econômica, que proporcionou perspectivas favoráveis para o planejamento de longo prazo de empresas brasileiras, estimulando a captação de recursos de terceiros para investimentos e financiamento de capital de giro.

No Gráfico 1 pode-se visualizar o comportamento dos fluxos de capitais obtidos da emissão de Bônus e Notes e dos valores do *Default Grade Index*, relativo à classificação de risco brasileira. O comportamento da relação entre os fluxos e o risco não apresentou diferenças significativas quando considerado o período anterior ao Plano Real separadamente do período posterior. A estimação das relações de longo prazo entre os fluxos e o risco de crédito brasileiro apresentou a seguinte estrutura:

$$F = 29,270 - 9,845R$$

$$(0,786) \quad (1,863) \quad \text{erro-padrão}$$

$$(-12,513) \quad (15,707) \quad \text{estatística t}$$

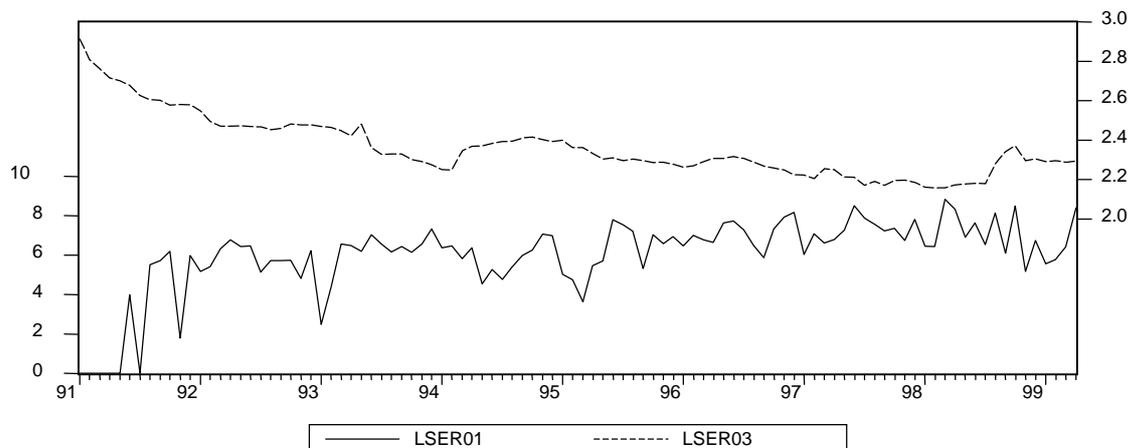
(equação 4)

Onde,

$F$  - fluxo de Bônus e Notes

$R$  - risco de crédito brasileiro

**Gráfico 1 – Fluxos de Bônus e Notes e Risco –1991/99.**



Fonte: Dados calculados pelo autor.

Notas:

LSE01 representa o fluxo de capitais em milhões expresso em logaritmo;

LSE03 representa o risco de crédito brasileiro em percentual probabilístico de *default* expresso em logaritmo.

É interessante observar dois aspectos principais. O primeiro está relacionado ao comportamento inversamente proporcional do risco de crédito em relação aos fluxos de Bônus e Notes, representado pelo sinal negativo no modelo. Uma redução do *Default* brasileiro influencia um aumento dos fluxos.

Na terceira etapa foi utilizado o teste RESET de RAMSEY (1969) para avaliar a estrutura do modelo. Os resultados são apresentados na Tabela 3. Pode-se identificar, através deste teste, que o aumento da explicabilidade obtida após a inclusão

de uma variável ajustada no modelo de longo prazo não foi significativo.

A partir dos resultados obtidos pela estatística t, a hipótese nula (o coeficiente ajustado faz parte da estrutura do modelo) foi rejeitada. Para confirmar o resultado obtido, foram verificados os valores referentes aos coeficientes ajustados e sua proximidade de zero.

Os valores obtidos pelo teste de RESET não se distanciaram de maneira significativa de zero. Deste modo, a estrutura do modelo de longo prazo estimado foi aceito pelo teste RESET.

**Tabela 3: Aplicação do Teste RESET de Ramsey.**

Variáveis explicativas	R <sup>2</sup>	DW	Akaike		Estatística t
Risco	0,61	1,615	3,22	Variável ajustada	-3,519
Risco e Var. ajustada	0,65	1,817	3,12	Limite da distribuição t	-3,160

Fonte: Dados calculados pelo autor.

Nota: A Estatística t utilizada se refere à probabilidade de 0,01% para 120 graus de liberdade.

Na quarta etapa, a possibilidade de omissão de variáveis explicativas foi avaliada por meio da análise dos coeficientes da equação de longo prazo. Esse teste foi realizado com a inclusão da taxa de

juros internacional LIBOR no modelo de longo prazo, sem haver redução do número de observações com a sua inclusão (o que inviabilizaria a realização do teste). A estatística

obtida foi  $F = 5,597$  (valor inferior a 6,85 para 120 observações). Após os resultados obtidos pelos testes realizados para avaliar a estrutura do modelo de longo prazo que representa as relações entre os fluxos e o risco de crédito do Brasil (que apresentou a melhor explicabilidade para os fluxos), foram obtidos os resíduos para confirmar a presença da segunda condição de aplicabilidade de um modelo de correção de erro.

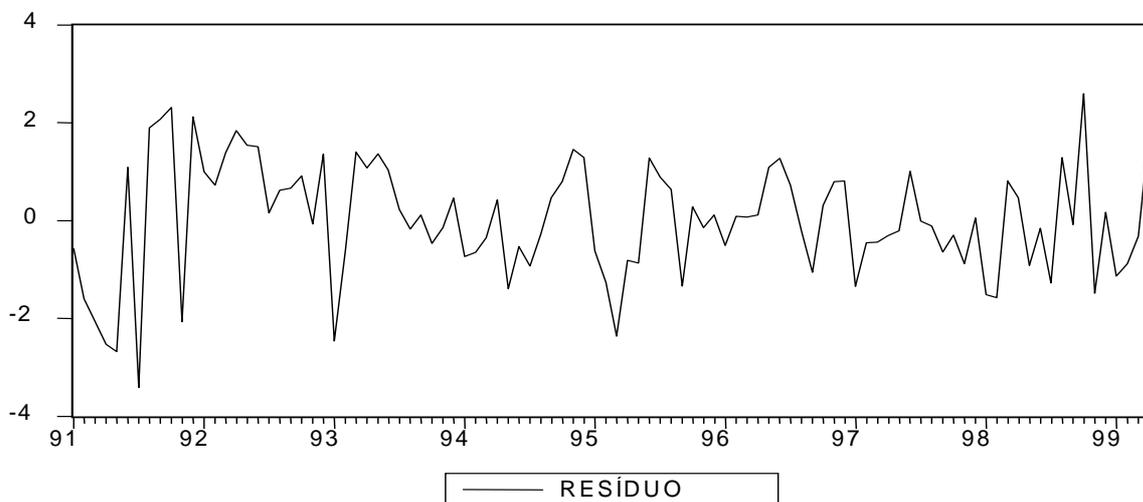
Na quinta etapa foi analisado o comportamento dos resíduos por meio da sua variância ao longo do tempo e do teste de Jarque-Bera.

Pode-se notar que o Gráfico 2 obtido dos resíduos se assemelha ao formato de continuidade normal. Os resultados dos indicadores obtidos pelo teste de Jarque-Bera foram os seguintes:

- Estatística Jarque-Bera: 1, 1,662;
- Probabilidade: 0,43.

Esses resultados sugerem que os resíduos devem ser considerados como distribuídos normalmente.

**Gráfico 2 - Resíduos do modelo de longo prazo.**



Fonte: Dados calculados pelo autor.

Na sexta etapa, os resíduos obtidos foram submetidos ao teste de Dickey-Fuller (teste ADF), para testar a presença de co-integração entre os fluxos de Bônus e Notes e o risco de crédito do Brasil.

Se os fluxos e o risco soberano brasileiro são estacionários de mesma ordem, os resíduos da equação de longo prazo também deveriam ser estacionários de ordem  $I(0)$  para satisfazer a existência de um modelo de correção de erro. Os resíduos foram confirmados como estacionários em nível a 1% (-5,443). Esse resultado confirmou a aplicabilidade do modelo de correção de erro.

É percebido que o comportamento gráfico dos resíduos obedece à expectativa de estacionariedade para os erros decorrentes de uma equação de co-

integração, afastando-se e aproximando-se randomicamente de zero.

## 5.2. Aspectos do comportamento do risco soberano brasileiro na década de noventa

O comportamento do risco associado à economia brasileira evoluiu favoravelmente em razão de uma queda em seu *Default Grade Index* ao longo da década de noventa. Esse comportamento sofreu duas interrupções: a primeira, no começo de 1994 (provavelmente associada às expectativas do mercado quanto à implantação do Plano Real); a segunda, no final de 1998 (período relativo à crise econômica na Rússia). Nesses dois momentos observou-se uma elevação do índice de inadimplência (*default*) projetado, seguida de uma queda da curva que representa os fluxos de Bônus e Notes.

Após a consolidação da renegociação da dívida externa brasileira e o estabelecimento do conceito de *Fresh Money*, o risco associado à economia brasileira foi reduzido ainda mais. Em 30 de novembro de 1994 a Moody's alterou a classificação do risco brasileiro de B2 para B1, enquanto a Standard & Poor's definiu sua nova classificação de risco para o Brasil em 18 de julho de 1995, que passou de B para B+.

Com o conceito de *Fresh Money* estabelecido, os novos fluxos de capitais direcionados para a economia brasileira não poderiam ser incluídos no processo de renegociação da dívida. Portanto, o cumprimento das obrigações associadas aos títulos emitidos ao longo da década de noventa estaria assegurando a manutenção da credibilidade brasileira perante o mercado internacional.

Alguns aspectos contribuíram para a perspectiva de análise dos investidores internacionais na tomada de decisão por parte das empresas emissoras dos Bônus e *Notes*:

- a) A regulamentação das operações de *hedge*, bem como a expansão das operações com derivativos financeiros associados a taxas de juros e taxas de câmbio no mercado de capitais brasileiro, proporcionou maior segurança e menores riscos para estas operações de captação de recursos externos.
- b) Por meio do processo de securitização, as empresas passaram a dispor de instrumentos de captação de recursos externos mais flexíveis, beneficiados com a redução das taxas de juros, que reduziram os custos financeiros dos títulos emitidos.
- c) A melhoria da qualidade das informações sobre a situação financeira das empresas emissoras, em razão das exigências dos investidores institucionais dos grandes mercados.

Deve-se considerar que os fluxos de capitais direcionados para a economia brasileira pela emissão de Bônus e *Notes* também foram resultantes de decisões e ações administrativas de inúmeras empresas.

Embora os critérios de análise utilizados para fundamentar a decisão de emitir títulos no mercado

internacional não sejam necessariamente semelhantes, pode-se considerar que o contexto econômico estimulou a realização dessas operações.

Alguns fatores relativos à análise dos fluxos de capitais de Bônus e *Notes* consideram a elevação das taxas de juros internacionais:

- Com base nas informações sobre as empresas emissoras desses títulos, verificou-se que tanto o número de emissões quanto seu volume médio praticamente duplicaram;
- O aprofundamento da integração financeira entre as empresas brasileiras e o mercado internacional de capitais, através de operações com Bônus e *Notes* ou de outras modalidades de títulos mais flexíveis, caracterizou a participação das taxas de juros no processo decisório como um fator presente, mas não como o fator mais importante.
- A consolidação da qualidade das informações sobre a situação financeira das empresas brasileiras emissoras de títulos no mercado internacional, em virtude das exigências dos investidores institucionais dos grandes mercados.

As peculiaridades desse novo cenário de integração financeira entre o Brasil e o mercado internacional conduziram à construção de mecanismos e parâmetros decisórios diferentes dos praticados para os fluxos de capitais anteriores à década de noventa.

### 5.3. O modelo de correção de erro e as variações de curto prazo

Após a identificação da relação de longo prazo existente entre os fluxos de capitais obtidos da emissão de Bônus e *Notes* e o risco de crédito associado ao Brasil definido pela agência Moody's, foi utilizado o modelo de correção de erro proposto para representar as relações de desequilíbrio de curto prazo.

As demais variáveis também foram testadas no modelo de correção de erro – tanto as demais variáveis estacionárias em nível quanto as variáveis estacionárias na primeira diferença. Deste modo, o modelo de correção de erro resultante foi configurado da seguinte maneira:

$$F = F(t-2)\beta_{1t} - R(t-6)\beta_{2t} - I(t-5)\beta_{3t} - E(t-1)\beta_{4t}$$

(equação 5)

Onde,

t - índice do tempo

F - Variação dos fluxos

R - Variação do risco brasileiro defasada em seis meses

I - Variação da taxa de juros LIBOR defasada em cinco meses

E - Variação dos Resíduos da relação de longo prazo

$\beta$  - Coeficiente

O modelo de correção de erro obtido está representado pela equação 6.

$$F = 0,197F(t-2) - 6,927R(t-6) - 4,027I(t-5) - 0,800E(t-1)$$

(0,070)	(3,451)	(2,031)	(0,094)	erro-padrão
(2,831)	(-2,006)	(-1,983)	(-8,462)	estatística t

(equação 6)

Com base nesses resultados, pode-se obter a estrutura do modelo explicativo que melhor representa o comportamento dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil através da emissão de Bônus e Notes para a perspectiva de curto prazo.

Um aspecto interessante dos resultados obtidos pelo modelo de correção de erro foi o valor apresentado pelo parâmetro *E*, que representa um rápido ajustamento do erro. Os resultados ainda mostraram que o comportamento dos fluxos de capitais registrados sofreu influências de curto prazo distintas, considerando-se as variáveis explicativas *rating* e as variações das taxas de juros internacionais, bem como os fluxos de capitais registrados em instantes de tempo anteriores.

As defasagens obtidas pelo modelo de correção de erro apontam que as variações das taxas de juros internacionais *I* se comportaram de maneira inversa aos fluxos e exercendo influência em intervalos de tempo de 5 (cinco) meses, enquanto o *rating* brasileiro *R* (que também se comportou de maneira inversa aos fluxos) exerceu influência nos fluxos em intervalos de aproximadamente 6 (seis) meses. As peculiaridades que uma emissão de Bônus e Notes possui, tanto para as empresas emitentes como para os investidores, contextualizam o monitoramento das variações das taxas de juros internacionais e o *rating* como fatores determinantes para subsidiar uma decisão final.

Os fluxos de Bônus e Notes *F* que aparecem no modelo de correção de erro se comportaram de maneira diretamente proporcional aos fluxos, exercendo influência para defasagens de 2 (dois)

meses. Este intervalo de tempo coincide com o momento em que se inicia o processo de solicitação de autorização junto ao BACEN, representando aproximadamente o intervalo necessário que abrange a tomada de decisão sobre a realização de uma emissão de Bônus e Notes e o registro efetivo da entrada desses capitais pelo FIRCE/BACEN.

As atividades de análise de risco de crédito desenvolvidas pelas agências de *rating* são descontínuas, no que diz respeito à frequência irregular da emissão de opiniões sobre *rating* em boletins ou através do acompanhamento normal (*CreditWatch* ou *WatchList*) desde o anúncio até a divulgação final. Sua participação na explicabilidade dos fluxos para curto prazo obedece a mesma perspectiva. As taxas internacionais de juros LIBOR também são observadas por períodos mais longos, para a identificação de suas tendências de médio prazo.

Deste modo, as variáveis explicativas apresentaram resultados compatíveis com suas próprias naturezas, ajustadas aos modelos de curto e longo prazo respectivamente, às taxas de juros internacionais e à classificação de risco.

## 6. CONCLUSÕES

Este trabalho analisou o Comportamento dos fluxos de capitais direcionados para a economia brasileira através da emissão de Bônus e Notes por empresas localizadas no Brasil. Esses fluxos foram estudados considerando-se a importância relativa dos fatores de atração de capital e de repulsão de

capital como variáveis explicativas, observando-se o contexto econômico e institucional relacionado à emissão desses títulos.

Atentando-se para as relações de longo prazo entre o fluxo de Bônus e *Notes* e os fatores de atração e de repulsão de capitais, pode-se afirmar que a variável explicativa que obteve o melhor resultado significativo foi o risco brasileiro representado pela evolução do *Default Grade Index*, associado à classificação do risco de crédito soberano relativo ao Brasil emitido pela agência Moody's. O *rating* se comportou inversamente aos fluxos de Bônus e *Notes*. As demais variáveis explicativas não obtiveram resultados suficientes para assegurar a comprovação de relações de longo prazo.

Os resultados obtidos mostraram que o risco de crédito brasileiro desempenhou uma influência significativa no comportamento de longo prazo dos fluxos de Bônus e *Notes*, apontando diversas perspectivas que estão vinculadas a esse resultado.

Outro aspecto relevante para a credibilidade brasileira foi a implantação do Plano Real, que proporcionou uma estabilização nos níveis de preços da economia brasileira.

Ainda sobre a importância das avaliações de risco, deve-se ressaltar que a Security Exchange Commission - SEC (órgão semelhante à Comissão de Valores Mobiliários - CVM), através da Rule 415, flexibilizou os procedimentos de registro dos títulos com prazo superior a 270 dias que tenham sido devidamente avaliados pelas agências de crédito.

A evolução do mercado de capitais brasileiro também influenciou diretamente a percepção que os investidores internacionais tinham sobre nossos títulos de crédito emitidos no mercado internacional. As análises do risco de crédito em escala nacional relativo ao Brasil emitidas pelas agências Moody's e Standard & Poor's são fortes indicativos de que nosso mercado de capitais vem se consolidando diante do processo de integração financeira internacional.

A demanda por classificação de risco tem aumentado gradualmente, embora a análise do risco de crédito para empresas (*corporate rating*) ainda não tenha sido totalmente incorporada aos preceitos administrativos dos executivos de empresas localizadas no Brasil.

As atividades de avaliação de risco tiveram uma participação relevante na internacionalização dos mercados de capitais, observada na evolução do número de emittentes classificados pela Moody's a partir de 1990.

Sobre as relações de curto prazo entre o fluxo de Bônus e *Notes* e os fatores de atração e de repulsão de capitais, pode-se afirmar que os fluxos de capitais registrados foram influenciados e sofreram impactos de curto prazo distintos, considerando-se o risco de crédito brasileiro e a taxa de juros LIBOR, bem como os fluxos de capitais registrados em instantes de tempo anteriores.

Um aspecto interessante dos resultados obtidos por meio do modelo de correção de erro foi o valor apresentado pelo parâmetro *E*, que representa um rápido ajustamento do erro.

As defasagens obtidas pelo modelo de correção de erro apontam que a taxa de juros LIBOR influenciou os atuais fluxos em intervalos de tempo de 5 (cinco) meses, enquanto o risco de crédito brasileiro exerceu influência nos fluxos em intervalos de aproximadamente 6 (seis) meses.

As peculiaridades que uma emissão de Bônus e *Notes* possui, tanto para as empresas emittentes quanto para os investidores, contextualizam o monitoramento das variações da taxa de juros LIBOR e o risco de crédito brasileiro como fatores determinantes para subsidiar uma decisão final. Os fluxos de Bônus e *Notes* aparecem no modelo de correção de erro com defasagens de 2 (dois) meses. Este intervalo de tempo coincide com o momento em que se inicia o processo de solicitação de autorização ao BACEN, representando aproximadamente o intervalo necessário que abrange a tomada de decisão sobre a realização de uma emissão de Bônus e *Notes* e o registro efetivo da entrada desses capitais pelo FIRCE/BACEN.

O risco de crédito brasileiro e a taxa de juros LIBOR exerceram influência nos fluxos em intervalos de tempo maiores que os fluxos anteriores. A própria natureza da análise de risco de crédito desenvolvida pelas agências, principalmente o processo operacional demandado para a definição de uma classificação, bem como a irregularidade da emissão de opiniões sobre risco de crédito em seus boletins ou através do CreditWatch ou WatchList explicam seu comportamento no modelo de correção de erro.

A função da taxa de juros LIBOR, como fator determinante da avaliação sobre o custo financeiro dos títulos (principalmente nas operações realizadas sob a forma de juros flutuantes) e como parâmetro de rentabilidade para os investidores internacionais, também foi considerável, justificando sua inclusão no modelo de correção de erro de curto prazo.

Verificou-se que os fatores específicos associados ao Brasil foram fundamentais para o direcionamento desses fluxos à economia brasileira, principalmente considerando-se a perspectiva de manutenção desses fluxos após a elevação da taxa de juros LIBOR, a partir da segunda metade da década de noventa.

O risco de crédito brasileiro mostrou-se ajustado ao modelo de correção de erro, pelo fato de sua perspectiva estar associada à comparação entre oportunidades de investimento e sua rentabilidade, considerando-se seus valores atuais. Mostrou-se também adequado para o modelo de longo prazo, considerando-se, principalmente, sua perspectiva relativa à capacidade e intenção que um devedor possui em honrar seus compromissos financeiros no longo prazo, bem como a percepção sobre o risco de inadimplência.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHATT, V. V. On financial innovations and credit market evolution. *World Development*, Washington: [s.n.], v. 16, n. 2, p. 281-292, 1988.
- BIRD, G. How important is sound domestic macroeconomics in attracting capital inflows to developing countries? West Sussex: John Wiley & Sons, v. 11, p. 1-26, 1999.
- BYARS, L. L. *Strategic management*. 3.ed. New York: Harper Collins, 1991.
- CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M. Inflows of capital to developing countries in the 1990's. *Journal of Economic Perspective*, Nashville: [s.n.], v. 10, n. 2: 123-139, spr. 1996.
- DICKEY, D. A; FULLER, W. A. Distributions of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, Washington: [s.n.], v. 74, p. 427-431, 1979.
- DOOLEY, M.; FERNÁNDEZ-ARIAS, E.; KLETZER, K. Is the debt crisis history? Recent private capital inflows to developing countries. *The World Bank Economic Review*, Washington: [s.n.], v. 10, n. 1, p. 27-50, 1996.
- ENGLE, R. F; GRANGER, C. Co-integration and error correction: interpretation, estimation and testing. *Econometrica*, Evaston: [s.n.], v. 51, p. 251-276, 1987.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, E. The new wave of private capital inflows: push or pull? *Journal of Development Economics*, Washington: [s.n.], v. 48, p. 389-418, 1996.
- \_\_\_\_\_; MONTIEL, P. J. The surge in capital inflows to developing countries: an analytical overview. *The World Bank Economic Review*, Washington: [s.n.], v. 10, n. 1, p. 51-77, 1996.
- GLEN, J.; PINTO, B. Mercados de capitais e empresas de países em desenvolvimento. *Finanças e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: [s.n.], v. 15, n. 1, p. 38-41, mar. 1995.
- JARQUE, C. M.; BERA, A. K. Efficient tests for normality, homoskedasticity and serial independence of regressions residuals. *Economic Letters*, [S.l., s.n.], v. 6, p. 255-259, 1980.
- KUCZYNSKI, P. P. International Capital Flows to Latin America: What is the Promise? In: *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*. Washington: World Bank, p. 323-336, 1992.
- LENSINK, R.; VAN BERGEIJK, P. A. G. The determinants of developing countries' access to the international capital market. *The journal of Development Studies*, London: [s.n.], v. 28, n. 1, p. 86-103, oct. 1991.
- MARGARIDO, S. P. *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de noventa: construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos riscos*. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, 1997. 168p.
- MASCARENHAS, N. P. *Mecanismos de captação no mercado internacional: uma abordagem atual*. Dissertação (Mestrado em Administração)

- Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1994. 138p.
- MAXIMIANO, A. C. A. *Introdução à administração*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- PELLEGRINI, J. A. *Os fluxos recentes de capital para a América Latina*. Tese (Doutorado em Economia) - Faculdade de economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1995. 131p.
- RAMSEY, J. B. Tests for specification error in classical least squares regression analysis. *Journal of the Royal Statistical Society*, London: [s.n.], B31, p. 250-271, 1969.
- ROBBINS, S.; COULTER, M. *Administração*. Rio de Janeiro: Prentice-Hall do Brasil, 1998.
- SANTOS, L. A. A. dos. *Planejamento e gestão estratégica nas empresas*. São Paulo: Atlas, 1992.
- SOUZA, A.; CLEMENTE, A. *Decisões financeiras e análise de investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações*. São Paulo: Atlas, 1995.
- STONER, J. A. F.; FREEMAN, R. E. *Administração*. 5.ed. Rio de Janeiro: Prentice-Hall do Brasil, 1985.
- TAYLOR, M. P.; SARMO, L. Capital flows to developing countries: Long- and short-term determinants. *The World Bank Economic Review*, Washington: [s.n.], v. 11, n. 3, p. 451-470, 1997.
- TAVARES, M. C. *Gestão Estratégica*. São Paulo: Atlas, 2000.
- THOMAS, R. L. *Modern econometrics: an introduction*. Reading, Mass.: Addison-Wesley Longman, 1997.
- VALLE, M. R. do. *Eurobonds: Aspectos do Mercado e do instrumento*. Dissertação (Mestrado em Administração) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1995. 128p
- YOSHINARI, K. O acesso aos mercados internacionais de capital. *Finanças e Desenvolvimento*, Rio de Janeiro: [s.n.], p. 40-41, set. 1991.