



REVISTA CUATRIMESTRAL | FOUR-MONTHLY JOURNAL | REVISTA CUATRIMESTRAL

Vol. 10 Num. 2
MAYO-AGOSTO 2016
ISSN: 1988-7116

<http://gcg.universia.net>



**Incerteza política:
Análise do impacto da incerteza política no
prêmio de risco**

Danielle Montenegro Salamone Nunes e Otávio Ribeiro de Medeiros

**Motivaciones para implantar una estrategia
de RSC en empresas tecnológicas y su
influencia en la competitividad. Análisis
empírico desde España**

Juan Andrés Bernal-Conesa, Carmen de Nieves-Nieto y Antonio Juan Briones-Peñalver

**Comunicação interna como ferramenta
de endomarketing para maximização na
competitividade: um estudo em pequenas
empresas da cidade de Paranaguá no Brasil**

Acácia Lopes Freire, Sidele Woehl, Anderson Catapan e Barbara Luzia Sartor Bonfim

**Pobreza y globalización ¿existe correlación
condicional? Una aproximación desde
América latina**

Christian Martín García

**Co-movimentos entre mercados acionários
da América latina: evidências com o COVAR**

Anna Paola Fernandes Freire, Aline Moura Costa da Silva e Otávio Ribeiro de Medeiros

**Umbrella clauses: uncertain contract
protection under IIAS**

Jaime Bandrés de Lucas

CARTA DEL EDITOR IN CHIEF

EDITOR IN CHIEF

El pasado mes de junio de 2016 se publicaron los índices de impacto del año 2015 *SCOPUS (Elsevier Bibliographic Databases. Scimago Journal Rank 2015, SJR)*, GCG continúa con la tendencia alcista en su impacto académico, siendo su índice de impacto: **0,159** Q3 en las **Category: Business, Management and Accounting** (posición 177 de 285) y Economics, Econometrics and Finance (posición 170 de 269). Esta apuesta por la calidad ha permitido que GCG esté categorizada como revista A y ocupe la posición 56 de las 233 (7/26 de las revistas de Economía y Empresa) de todas [las revistas españolas de ciencias humanas y sociales en Web of Science y/o SCOPUS](#) (ISOC-CSIC). Animamos a los autores a enviar artículos, que cumpliendo los requisitos exigidos, permitan que los directivos y empresarios encuentren respuesta a sus reflexiones, inquietudes y problemas.

En el primer artículo Danielle Montenegro Salamone Nunes y Otávio Ribeiro de Medeiros, de la Universidade de Brasília, tratan de analizar el impacto de la incertidumbre política en el mercado de capitales de nueve países. Los autores contextualizan su investigación en la crisis financiera cuyo origen fue el mercado inmobiliario norte americano a finales de 2007. Para los autores la incertidumbre relacionada a las políticas que serían adoptadas llamó la atención del área académica y provocó una serie de cuestiones respecto a sus consecuencias en el mercado de capitales. Para ello realizan un estudio empírico con datos mensuales de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemania, España, Italia, Francia, India y China, desde enero de 2003 hasta diciembre de 2013. Los resultados de las regresiones indican que la incertidumbre política aumenta la volatilidad de los resultados y que el mercado exige un premio de riesgo por la incertidumbre política, siendo la asociación entre esas variables, mayor en situaciones económicas de adversidad.

Juan Andrés Bernal-Conesa (Centro Universitario de la Defensa de San Javier), Carmen de Nieves-Nieto y Antonio Juan Briones-Peñalver de la Universidad Politécnica de Cartagena proponen un modelo de ecuaciones estructurales que permite explicar cuáles son las motivaciones de implantar medidas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en empresas tecnológicas españolas, y cómo influye en la competitividad de dichas empresas. El análisis de la RSC en empresas tecnológicas se encuentra en un estado inicial, como demuestra la literatura analizada. Los resultados del modelo revelan que existe una relación positiva, directa y estadísticamente significativa entre las motivaciones, la estrategia de RSC y la competitividad, y por tanto, con implicaciones teóricas y prácticas para la gestión de la RSC en empresas tecnológicas.

La comunicación interna y marketing interno son herramientas importantes en el proceso de gestión, estas prácticas han sido estudiadas en las grandes instituciones y empresas de diversos sectores. El objetivo de este artículo es analizar las comunicaciones de marketing y las prácticas de comercialización - específicamente interno - en las pequeñas empresas de Paranaguá en Brasil. Para ello, Acácia Lopes Freire, Sidele Woehl (Pontificia Universidade Católica do Paraná), Anderson Catapan (Universidade Tecnológica Federal do Paraná) y Barbara Luzia Sartor Bonfim (Universidade Braz Cubas) utilizando una metodología de investigación, de naturaleza cualitativa, realizaron entrevistas con los directores de una muestra de pequeñas empresas. Los autores identificaron las prácticas de comercialización internas que estas empresas

adoptan y, entre otros, se encontró que las empresas son conscientes de la importancia de la comunicación interna y las acciones de marketing interno, aunque no todas lo hacen.

En el siguiente artículo Christian Martín García (Universidad del Salvador) trata de investigar el impacto de la apertura comercial sobre la pobreza en 13 países latinoamericanos durante el período 2002-2012. Para ello, se construyó un panel de datos y se realizaron una serie de estimaciones econométricas por medio de efectos fijos y efectos aleatorios que luego se contrastaron mediante el test de Hausman. Posteriormente, se realizó un chequeo de robustez utilizando diferentes medidas de pobreza y tres predicciones lineales controladas por la financiación interna, el capital humano y la efectividad de gobierno, con el objetivo de evaluar si existen diferencias cuando se controla estas variables. Para el autor existe una asociación negativa entre la pobreza y la apertura comercial, sin embargo, cuando se controla por las *covariables*, el coeficiente de la apertura comercial mejora su significatividad estadística y aumenta su pendiente, esto puede indicar que las políticas comerciales deben ser acompañadas por otro tipo de políticas complementarias para mejorar sus resultados en relación con la reducción de los niveles de pobreza.

Anna Paola Fernandes Freire, Aline Moura Costa da Silva (Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte) y Otávio Ribeiro de Medeiros (Universidade de Brasília) investigan los co-movimientos de los mercados bursátiles de seis países latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los autores utilizan el método *CoVaR* para identificar el efecto de contagio entre las bolsas de estos países, que se estima por regresión cuantil así es posible ver el país que más sufre y el que más causa el efecto contagio a los otros. Los resultados mostraron que Perú fue el país más vulnerable al riesgo; Argentina, el país que menos ha afectado el riesgo de otros países analizados; y México, seguido de Brasil, los países que más han contribuido al contagio de los otros.

Para Jaime Bandrés de Lucas (Universidad Rey Juan Carlos y Martínez Echevarría Abogados) las cláusulas paraguas fueron concebidas para permitir que las disputas sobre incumplimientos contractuales pudieran ser resueltas por un tribunal de arbitraje. No obstante, a medida que la jurisprudencia sobre este asunto ha evolucionado, los inversores no pueden estar seguros de que las demandas sustentadas sobre ese presupuesto prosperarán. La seguridad jurídica es esencial para el Derecho de inversiones, por ello resulta indispensable. Según concluye el autor, que se alcance una jurisprudencia constante, a los efectos de que los inversores tengan seguridad de si podrán sujetarse a ellas o no. Alternativamente, si la homogeneidad de interpretación no se alcanza, los estados tendrán que decidir si dichas cláusulas deberán incluirse en los TBIs o, por el contrario, ser eliminadas.

De nuevo queremos agradecer a todos aquellos que hacen posible el buen funcionamiento de la revista: miembros del Consejo Consultivo, Consejo Editorial, Editores y Editores Asociados de área, evaluadores, autores, y sobre todo de los lectores.

EDITOR IN
CHIEF

SUMARIO | SUMMARY | SUMÁRIO

- | | | |
|----------|---|---------|
| 1 | <p>Incerteza política: Análise do impacto da incerteza política no prêmio de risco</p> <p><i>Policy uncertainty: Analysis of policy uncertainty impact on risk premium</i>
 <i>Incertidumbre política: Análisis del impacto de la incertidumbre política en el premio de riesgo</i></p> <p>Danielle Montenegro Salamone Nunes e Otávio Ribeiro de Medeiros</p> | 16-32 |
| 2 | <p>Motivaciones para implantar una estrategia de RSC en empresas tecnológicas y su influencia en la competitividad. Análisis empírico desde España</p> <p><i>Motivation to implement a CSR strategy into technology companies and its influence on competitiveness. Empirical analysis from Spain</i>
 <i>Motivação para implementar estratégia RSC em empresas de tecnologia e sua influência sobre a competitividade. Análise empírica da Espanha</i></p> <p>Juan Andrés Bernal-Conesa, Carmen de Nieves-Nieto y Antonio Juan Briones-Peñalver</p> | 33-53 |
| 3 | <p>Comunicação interna como ferramenta de endomarketing para maximização na competitividade: um estudo em pequenas empresas da cidade de Paranaguá no Brasil</p> <p><i>Internal communication how internal marketing tool to maximize on competitiveness: a study in small business of Paranaguá city in Brazil</i>
 <i>Comunicación interna cómo herramienta de marketing interno para maximizar la competitividad: un estudio en la pequeña empresa de la ciudad de Paranaguá en Brasil</i></p> <p>Acácia Lopes Freire, Sidele Woehl, Anderson Catapan e Barbara Luzia Sartor Bonfim</p> | 54-70 |
| 4 | <p>Pobreza y globalización ¿existe correlación condicional? Una aproximación desde América latina</p> <p><i>Poverty and globalization is there conditional correlation? An approach from Latin America</i>
 <i>Pobreza e globalização existe correlação condicional? Uma abordagem da América Latina</i></p> <p>Christian Martín García</p> | 71-86 |
| 5 | <p>Co-movimentos entre mercados acionários da América latina: evidências com o COVAR</p> <p><i>Comovements in latin american equity markets: evidence with COVAR</i>
 <i>Co-movimientos en mercados bursátiles en américa latina: la evidencia con el COVAR</i></p> <p>Anna Paola Fernandes Freire, Aline Moura Costa da Silva e Otávio Ribeiro de Medeiros</p> | 87-99 |
| 6 | <p>Umbrella clauses: uncertain contract protection under IIAS</p> <p><i>Cláusulas paraguas: protección incierta bajo los acuerdos internacionales de inversión</i>
 <i>Cláusulas guarda-chuva: proteção incerta no âmbito dos acordos internacionais de investimento</i></p> <p>Jaime Bandrés de Lucas</p> | 100-113 |

STAFF

CONSEJO CONSULTIVO / ADVISORY BOARD / CONSELHO CONSULTIVO

S.M. el Rey Don Felipe VI de España, Presidente de Honor del Consejo Consultivo, España.
John J. DeGioia, Presidente de Georgetown University, EEUU.
Juan Manuel Cendoya, Director General del Banco Santander.

José María Aznar, Ex Presidente de España y Miembro del Georgetown University Latin American Board.
Fernando Henrique Cardoso, Ex Presidente de Brasil.
Vicente Fox, Ex Presidente de México.
Ricardo Lagos, Ex Presidente de Chile.
Andrés Pastrana, Ex Presidente de Colombia.

Cesar Alierta Izuel, Presidente del Consejo de Administración de Telefónica, España.
Belmiro de Azevedo, Presidente de SONEA, Portugal.
Gustavo Cisneros, Presidente de la Organización Cisneros, Venezuela.
Roberto Civita, Presidente del Grupo Abril, Brasil.
Enrique Iglesias, Secretario General Iberoamericano (Secretaría General Iberoamericana, SEGIB), España.
Luis Alberto Moreno, Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), EEUU.

CONSEJO EDITORIAL / EDITORIAL BOARD / CONSELHO EDITORIAL

Alonso, José Antonio, Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid, España.
Bresser-Pereira, Luiz Carlos, Profesor de Economía de la Escuela de Administración de Empresas de la Fundación Getulio Vargas, Sao Paulo, Brasil.
Calvo, Guillermo, Distinguished University Professor and the Director of the Center for International Economics at the University of Maryland, EEUU.
Campa, José Manuel, Professor of Finance IESE Business School, Universidad de Navarra, España.
Carrillo-Flórez, Fernando, Senior Advisor in the IDB's State, Governance, and Civil Society Division, EEUU.
Cavarozzi, Marcelo, Decano de la Escuela de Política y Gobierno Universidad Nacional de San Martín, Buenos Aires, Argentina.
Cheyre E., Juan Emilio, Director Centro de Estudios Internacionales, Pontificia Universidad Católica de Chile.
De la Torre, Augusto, Senior Regional Financial Sector Advisor, Latin America, & the Caribbean, World Bank, EEUU.
De la Torre, José, Dean, Chapman Graduate School of Business Florida International University, EEUU.
Edwards, Sebastian, Henry Ford II Professor of International Business Economics at the Anderson Graduate School of Management at the University of California, Los Angeles (UCLA), EEUU.

Fariñas, José Carlos, Catedrático de Economía Aplicada, Director del Departamento de Estructura Económica y Economía Industrial de la Universidad Complutense de Madrid, España.

Fernández, Ana Isabel (Universidad de Oviedo), Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Oviedo, España.

Fernández Rodríguez, Zulima, Catedrática de Organización de Empresas de la Universidad Carlos III, España.

Garicano, Luis, Professor of Economic and Strategy (Graduate Schools of Business, University of Chicago), EEUU.

Garretón, Manuel Antonio, Departamento de Sociología, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Chile.

Grosse, Robert, Thunderbird School of Global Management, USA Professor of International Business; Director of Research Contigroup Companies Chair, EEUU.

Guillén, Mauro, Professor The Wharton School, University of Pennsylvania, Director Joseph H. Lauder Institute for Management & International Studies, EEUU.

Hausman, Ricardo. Professor, Kennedy School of Government and Center for International Development, Harvard University, EEUU.

Kaufmann, Daniel, Director of Global Programs at the World Bank Institute, EEUU.

Kliksberg, Bernardo, Profesor Honorario de la Universidad Nacional de Buenos Aires; Instituto Interamericano para el desarrollo social (BID), Argentina.

Lozoya, Emilio, Director para América Latina del World Economic Forum.

O'Donnell, Guillermo, Catedrático Hellen Kellog de Ciencia Política, Universidad de Notre Dame, EEUU.

Pedreño, Andrés, Catedrático de Economía Aplicada y Director del Instituto de Economía Internacional de la Universidad de Alicante, España.

Ramamurti, Ravi, Northeastern University, Professor, International Business, EEUU.

Rojas-Suarez, Liliana, Investigador Principal en el "Center for Global Development".

Santiso, Javier, Director Adjunto y Economista Jefe del Centro de Desarrollo de la OCDE, Francia.

Spiller, Pablo T. Professor, University of California, Berkeley, Haas School of Business, EEUU.

Tansini, Ruben, Catedrático en organización industrial, DECON-FCS, Universidad de la República, Uruguay.

Tomassini, Luciano, Director del Programa, Estudios en Gobierno y Asuntos Públicos, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Sede Chile.

Vargas-Llosa, Alvaro, Senior Fellow and Director of the Center on Global Prosperity, EEUU.

Valenzuela, Arturo, Director, Center for Latin American Studies, Georgetown University, EEUU.

Warner, Andrew, Millennium Challenge Corporation (MCC), EEUU.

COMITÉ EJECUTIVO / EXECUTIVE BOARD / COMITÊ EXECUTIVO

Director (Editor in Chief): Profesor Ricardo Ernst, Georgetown University, EEUU.

Director Asociado (Associate Editor): Profesor José Ignacio López-Sánchez, Universidad Complutense de Madrid, España.

Editorial Assistant:
José López-Rua, España.

EDITORES Y EDITORES DE ÁREA / EDITORS AND AREA EDITORS / EDITORES E EDITORES DE ÁREA

Editor in Chief (Director): Prof. Dr Ricardo Ernst, Profesor y Co-Director, Global Logistics Research Program (McDonough School of Business, Georgetown University), EEUU.

Associate Editor (Director Asociado): Prof. Dr. José Ignacio López-Sánchez, Profesor de Organización de Empresas, Universidad Complutense de Madrid, España.

EDITORES DE ÁREA / AREA EDITORS / EDITORES DE ÁREA

1. COMPETITIVIDAD LOCAL Y GLOBAL, Y PRODUCTIVIDAD E INNOVACIÓN TECNOLÓGICA / LOCAL AND GLOBAL COMPETITIVENESS; PRODUCTIVITY AND TECHNOLOGICAL INNOVATION / COMPETITIVIDADE LOCAL E GLOBAL, E PRODUTIVIDADE E INOVAÇÃO TECNOLÓGICA

Prof. Dr. Carl Dahlman, School of Foreign Service, Universidad de Georgetown, EEUU.

Associate Editors:

Enrique Zepeda, Professor at Instituto Tecnológico de Monterrey, México.

Jorge Katz, Argentina.

Carlos Brito Cruz, Professor from UNICAMP, head of Sao Paulo's Foundation for the Promotion of Technology, Brazil.

Mario Cimoli, Technology and industry division of ECLAC in Santiago, Chile.

Luis Guash, Senior Advisor World Bank, EEUU.

2. MULTINACIONALES, INVERSIÓN Y FINANZAS / MULTINATIONALS, INVESTMENT AND FINANCE / MULTINACIONAIS, INVESTIMENTO E FINANÇAS

Prof. Dr. Álvaro Cuervo-Cazurra, Moore School of Business, University of South Carolina, EEUU.

Associate Editors:

José Manuel Campa, IESE, España.

Julio de Castro, Instituto de Empresa, España.

Zulima Fernández, Universidad Carlos III, España.

Bernardo Kosakoff, ECLAC y Universidad Buenos Aires, Argentina.

Carlos Rufin, Universidad Babson, EE.UU.
Ana Teresa Tavares, Universidad de Oporto, Portugal.

3. EMPRESA, DERECHO E INSTITUCIONES / BUSINESS, LAW AND INSTITUTIONS / EMPRESA, DIREITO E INSTITUIÇÕES

Prof. Dr. Benito Arruñada, Universidad Pompeu Fabra, España.

Associate Editors:

Lorena Alcázar, Investigadora Principal, Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE), Lima, Perú.
Veneta Andonova Zuleta, Associate Professor, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia.
Demian Castillo Camacho, Director del Departamento de Administración de Empresas, Universidad de las Américas, Puebla, México.
Luis Estanislao Echebarría, Representante del Banco Interamericano de Desarrollo, Santiago de Chile, Chile.
Philip Keefer, Lead Economist, Development Research Group, The World Bank.
Richard E. Messick, Co-Director, Law and Justice Thematic Group, The World Bank.
Aldo Musacchio, Assistant Professor, Harvard Business School.

4. SISTEMAS DE GOBIERNO Y GOVERNABILIDAD / GOVERNMENTAL SYSTEMS AND GOVERNABILITY / SISTEMAS DE GOVERNO E GOVERNABILIDADE

Prof. Dr. Eusebio Mujal-León, Departamento de Gobierno de la Universidad de Georgetown, EEUU.

Associate Editors:

John Bailey, Georgetown University, EEUU.
Sergio Berensztein, Universidad Torcuato di Tella, Buenos Aires, Argentina.
Josep Colomer, Consejo Superior de Investigaciones Científicas and Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, España.
Cynthia Sanborn, Universidad del Pacífico, Lima, Perú.
Andreas Schedler, Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE), México.

5. BENCHMARKING Y CALIDAD; ELEMENTOS MICRO Y PROCESOS INDUSTRIALES, ELEMENTOS MACRO E INFRAESTRUCTURA / BENCHMARKING AND QUALITY; MICRO-ELEMENTS AND INDUSTRIAL PROCESSES, MACRO-ELEMENTS AND INFRASTRUCTURE / BENCHMARKING E QUALIDADE; ELEMENTOS MICRO E PROCESSOS INDUSTRIAIS, ELEMENTOS MACRO E INFRA-ESTRUTURA

Prof. Dr. José Luís Guerrero Cusumano, McDonough School of Business, Universidad de Georgetown, EEUU.

Associate Editors:

Humberto Cantu, ITESM, Monterrey, México.
Miguel A. Heras Forcada, ESADE, Barcelona, España.
Juan Ramis Pujol, ESADE, Barcelona, España.
Alexis Goncalves, American Society for Quality Fellow, EEUU.

Philippe Hermel, Universidad de Versalles, Francia.

Annie Bartoli, Universidad de Versalles, Francia.

Sandra Milberg, Universidad Adolfo Ibanez, Santiago, Chile.

6. RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA: INNOVACIÓN SOCIAL Y CREACIÓN DE EMPRESAS /
CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY: RESPONSIBLE ENTREPRENEURSHIP AND SOCIAL INNOVATION
/ RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA: INOVAÇÃO SOCIAL E CRIAÇÃO DE EMPRESAS

Prof. Dr. Mariano Nieto, Universidad de León, España.

Associate Editors:

Gabriel Berger, Professor, Departamento de Administración, Universidad de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.

Roberto Gutiérrez, Associate profesor, Facultad de Administración, Universidad de los Andes, Bogota, Colombia.

Bryan Husted Corregan, Professor, Escuela de Graduados en Administración y Dirección de Empresas (EGADE), Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), México.

Roberto Fernández-Gago, Associate professor, Departamento de Dirección y Economía de la Empresa Universidad de León, España.

Luis Ángel Guerras-Martín, Professor, Departamento de Economía de la Empresa, Universidad Rey Juan Carlos, España.

SELECCIÓN | PROCEDURE | PROCEDIMIENTO

INSTRUCCIONES PARA AUTORES Y PROCEDIMIENTO DE SELECCIÓN

La revista esta dirigida a quienes tienen la responsabilidad de gobernar empresas o dirigir organismos e instituciones públicas o privadas para proporcionarles ideas originales y propuestas innovadoras que contribuyan a la mejora de la competitividad y gobernabilidad de las empresas y los países iberoamericanos en un mundo globalizado. La revista también aspira a servir a la comunidad universitaria y científica de la región como publicación de referencia sobre nuevas ideas. Para ello facilitará la comunicación entre las distintas comunidades universitarias iberoamericanas, las acercará y las articulará alrededor del estudio de áreas concretas, debidamente analizadas mediante aportaciones teóricas, aplicaciones prácticas y estudio de casos reales.

Miembros del mundo universitario, empresarial e institucional podrán remitir sus trabajos originales, no postulados simultáneamente en otras publicaciones, para que sean evaluados y eventualmente publicados en la revista. Los autores que aspiren a la publicación de sus artículos deberán someterse a las siguientes normas:

- Los artículos deben ser inéditos.
- Los trabajos podrán escribirse en español, portugués o inglés. Su extensión será entre 4500 y 5000 palabras. Sin embargo, se admitirá cierta flexibilidad atendiendo a la naturaleza del tema abordado.
- Cada artículo deberá ir precedido de un resumen ejecutivo de no más de cien palabras en el idioma en que ha sido escrito originalmente. Adicionalmente se incluirá la categoría en las que se sitúa el artículo: una de las seis áreas (6) y perspectiva desde la cual se aborda el tema (Teoría, Aplicación y Casos). Además, se incorporará la clasificación del trabajo conforme a los descriptores utilizados por el Journal of Economic Literature.
- El nombre del autor/es no podrá aparecer en ninguna de las hojas del artículo. Ello facilita el proceso de evaluación, pues los datos se incorporarán en el formulario digital.
- Los originales deben incorporar el título del trabajo. Dichos originales estarán editados electrónicamente en formato "Word" o compatible, y se enviarán por vía electrónica (gcg.universia.net). Los autores rellenarán sus datos en la ficha electrónica, especificando el área de estudio. Tan pronto como los autores introduzcan la información completa en el formulario de gestión de artículos, se les enviará acuse de recibo de la recepción de su trabajo.
- Las referencias bibliográficas se incluirán en el texto indicando el nombre del autor, fecha de publicación, letra y página. La letra, a continuación del año, sólo se utilizará en caso de que se citen obras de un autor pertenecientes a un mismo año. Se incluirán, al final del trabajo, las obras citadas en el texto atendiendo a la información requerida en las normas ISO 690/1987 y su equivalente UNE 50-104-94 que establecen los criterios a seguir para la elaboración de referencias bibliográficas:

Libros: Dornier, P.P.; Ernst, R.; Fendel, M.; Kouvelis, P; (1998), "Global Operations and Logistics: Text and Cases", John Wiley & Son, New Jersey.

Artículos: Campa, J.M.; Guillen, M. (1999), "The Internalization of Exports: Ownership and

Location-Specific Factors in a Middle-Income Country", Management Science, Vol. 45, Num. 11, pp. 1463-1478

Artículos con DOI's: Cuervo-Cazurra, A.; Un, C. A. (2007).- "Regional economic integration and R&D investment", Research Policy, Vol. 36, Num. 2, pp. 227-246. doi:10.1016/j.respol.2006.11.003

- La revista se reserva la facultad de editar formalmente los artículos, y de separar y recuadrar determinadas porciones del texto particularmente relevantes, aunque respetando siempre el espíritu del original. Los autores tendrán oportunidad de autorizar el formato final de los artículos antes de su publicación.
- Los autores deberán estar en disposición de ceder los beneficios derivados de sus derechos de autor a la revista.
- Corresponde al Editor en Jefe determinar si el artículo es admisible para su publicación. En caso de que así sea, lo enviará al director de área correspondiente, quien iniciará a su vez el proceso de evaluación.
- Cada artículo será sometido a consideración anónima de al menos 2 evaluadores, expertos externos a la entidad editora de la revista y a su consejo de editorial.
- La revista se compromete a responder a los autores con una decisión editorial en un plazo aproximado de tres meses (primera evaluación).
- La lista de evaluadores se hará pública anualmente.

INSTRUCTIONS FOR AUTHORS AND PROCEDURE

The journal is aimed at the people with responsibility for governing companies or managing public or private sectors and institutions. Its goal is to provide such people with original ideas and innovative proposals to help improve the competitiveness and governability of companies and the Ibero-American countries in a globalized world. The journal also aims to serve the region's academic and scientific communities by becoming the publication of reference for new ideas. It will do this by facilitating communication among the various Ibero-American academic communities, bringing them closer together and structuring them around the study of specific areas, duly analyzed by means of theoretical contributions, practical applications, and real case studies.

Original papers may be submitted for evaluation and potential publication in the journal by members of the academic, business and institutional spheres. Authors hoping to publish their articles must adhere to the following rules:

- The articles must be previously unpublished.
- The papers may be written in Spanish, English or Portuguese and must be between 4,500 and 5,000 words long, although this may be subject to a certain degree of flexibility depending on the

nature of the subject.

- Each article must be preceded by an abstract of no more than one hundred words in the original language of the article. The category in which the article is included must also be specified: area of knowledge (6) and perspective from which the subject is being addressed (theory, application, case study). You must also state how the work is classified according to the Journal of Economic Literature's descriptors.

- The author's or authors' name(s) may not appear anywhere in the article. This facilitates the evaluation process since the data will be included in the digital form.

- The title of the work must be included in the original. Originals must be presented in digital format – either in Word or in a Word-compatible format – and be sent electronically (gcg.universia.net). Authors must fill out their details on the electronic record, specifying the area under study. Authors will receive an acknowledgement of receipt of their work as soon as they have entered all the information in the article management form.

- Bibliographic references must be included in the text, indicating the author's name, date of publication, letter and page. Years must be followed by a letter only when citing works by the same author and from the same year. Works mentioned in the text must be cited at the end of the article as stipulated in the ISO 690/1987 standard and its equivalent Spanish standard UNE 50-104-94, which lay down the criteria for presenting bibliographic references:

Books: Dornier, P.P.; Ernst, R.; Fendel, M.; Kouvelis, P; (1998), "Global Operations and Logistics: Text and Cases", John Wiley & Son, New Jersey.

Papers: Campa, J.M.; Guillen, M. (1999), "The Internalization of Exports: Ownership and Location-Specific Factors in a Middle-Income Country", Management Science, Vol. 45, Num. 11, pp. 1463-1478

Papers with DOI's: Cuervo-Cazurra, A.; Un, C. A. (2007).- "Regional economic integration and R&D investment", Research Policy, Vol. 36, Num. 2, pp. 227-246. doi:10.1016/j.respol.2006.11.003

- The journal reserves the right to formally edit the articles and to separate particularly relevant parts thereof and put them in boxes, always in accordance with the spirit of the original. Authors will be given the chance to authorize the final format of their articles prior to publication.

- Authors must be willing to assign all the benefits of their copyright to the journal.

- Responsibility for deciding whether the article is fit for publication lies with the Editor-in-Chief. If this is the case, the Editor-in-Chief will send it to the relevant area director.

- Each article shall be subject to consideration on an anonymous basis by at least 2 expert assessors not belonging to the magazine's publisher or to its editorial board.

- The journal undertakes to notify authors of an editorial decision within approximately three months (first evaluation).

- The list of referees will be published on an annual basis.

INSTRUÇÕES PARA AUTORES E PROCEDIMENTO DE SELECÇÃO

A revista é dirigida a quem tem a responsabilidade de administrar empresas ou dirigir organismos e instituições públicas ou privadas para lhes proporcionar ideias originais e propostas inovadoras que contribuam para a melhoria da competitividade e governabilidade das empresas e dos países ibero-americanos num mundo globalizado. A revista aspira igualmente a servir a comunidade universitária e científica da região, como publicação de referência sobre novas ideias. Para isso irá facilitar a comunicação entre as diferentes comunidades universitárias ibero-americanas, irá aproximá-las e articulá-las à volta do estudo de áreas concretas, devidamente analisadas através de contribuições teóricas, aplicações práticas e estudo de casos reais.

Membros do mundo universitário, empresarial e institucional poderão enviar trabalhos originais para serem avaliados e eventualmente publicados na revista. Os autores que desejem publicar os seus artigos deverão submeter-se às seguintes normas:

- Os artigos devem ser inéditos.
- Os trabalhos podem ser escritos em espanhol, português ou inglês. A sua extensão deverá ser entre 4500 e 5000 palavras. No entanto, será admitida uma certa flexibilidade, atendendo à natureza do tema abordado.
- Cada artigo deverá ser precedido de um resumo com o máximo de cem palavras na língua em que tenha sido escrito originalmente. Adicionalmente será incluída a categoria na qual se situa o artigo: uma das seis (6) áreas e perspectiva a partir da qual o tema é abordado (Teoria, Aplicação e Casos). Será, além disso, incorporada a classificação do trabalho de acordo com as descrições utilizadas pelo Journal of Economic Literature.
- O nome do(s) autor(es) não poderá aparecer em nenhuma das páginas do artigo. Isso facilita o processo de avaliação, pois os dados serão introduzidos no formulário digital.
- Os originais devem conter o título do trabalho. Estes originais serão editados electronicamente em formato «Word» ou compatível, e serão enviados por via electrónica (gcg.universia.net). Os autores preencherão os seus dados na ficha electrónica, especificando a área do estudo. Logo que os autores introduzem a informação completa no formulário de gestão de artigos, é-lhes enviado um aviso de recepção do seu trabalho.
- As referências bibliográficas serão incluídas no texto, indicando o nome do autor, a data da publicação, título e página. A letra, a seguir ao ano, só será utilizada caso sejam citadas obras de um autor pertencentes a um mesmo ano. Serão incluídas, no final do trabalho, as obras citadas no texto, considerando a informação requerida nas normas ISO 690/1987 e equivalente UNE 50-104-94, que estabelecem os critérios a seguir para a elaboração de referências bibliográficas:

Livros: Dornier, P.P.; Ernst, R.; Fendel, M.; Kouvelis, P; (1998), "Global Operations and Logistics: Text and Cases", John Wiley & Son, New Jersey.

Artigos: Campa, J.M.; Guillen, M. (1999), "The Internalization of Exports: Ownership and Location-Specific Factors in a Middle-Income Country", Management Science, Vol. 45, Num. 11, pp. 1463-1478

Artigos com DOI (Identificador de Objecto Digital): Cuervo-Cazurra, A.; Un, C. A. (2007).- "Regional economic integration and R&D investment", Research Policy, Vol. 36, Num. 2, pp. 227-246. doi:10.1016/j.respol.2006.11.003

- A revista reserva-se a faculdade de editar formalmente os artigos, e de separar e reenquadrar determinadas porções do texto particularmente relevantes, embora respeitando sempre o espírito do original. Os autores terão oportunidade de autorizar o formato final dos artigos antes da respectiva publicação.
- Os autores deverão estar disponíveis para ceder os benefícios derivados dos seus direitos de autor à revista.
- Incumbe ao Editor Chefe determinar se o artigo é admissível para publicação. Caso assim seja, irá enviá-lo ao director da área correspondente que, por sua vez, iniciará o processo de avaliação.
- Cada artigo será submetido a consideração anónima de pelo menos 2 avaliadores, especialistas exteriores à entidade editora da revista e ao seu conselho editorial.
- A revista compromete-se a responder aos autores com uma decisão editorial num prazo aproximado de três meses (primeira avaliação).
- A lista de avaliadores será tornada pública anualmente.

ENVIAR LOS ARTÍCULOS
/ SUBMIT ARTICLES / ENVIAR OS ARTIGOS:
gcg.universia.net

CONSULTAS
/ SUGGESTIONS / CONSULTAS:
gcg@universia.net

INDEXACIÓN | INDEXING | INDEXAÇÃO

Indicios de Calidad de la Revista de Globalización,
Competitividad y Gobernabilidad (gcg)

GCG: Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad está indexada y presente en los siguientes catálogos y bases de datos:

- **EconLit** (*American Economic Association*)
- **SCOPUS** (*Elsevier Bibliographic Databases*). *SJR Impact Factor (2015): 0,159 Q3 (posición 177 de 285, Subject Category: Business, Management and Accounting (miscellaneous); Economics, Econometrics and Finance (miscellaneous) (posición 170 de 269) (junio 2016)*
- **Categorización de las revistas españolas de ciencias humanas y sociales en Web of Science y/o SCOPUS (ISOC-CSIC)** Categoría: A; 20 puntos; Posición total revistas: 56/233; Posición revistas Economía y Empresa: 7/26 (junio 2015)
- **DICE** (*Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades, Ciencias Sociales y Jurídicas, CSIC-ANECA*). Area Economía. Cumpliendo el 100% de los criterios de calidad auditados
- **Directorio, CATÁLOGO e Índice LATINDEX** (cumpliendo el 100% de los 33 criterios de calidad)
- **RESH** (*Revistas Españolas de Ciencias Sociales y Humanidades*)
- **Google Scholar Metric (2010-2014)**. Índice H de las Revistas Científicas Españolas: 7; Categoría: Economía y Empresa 22/65; Categoría: Ciencia Política y de la Administración 7/38 (Julio 2015)
- **IN-RECS** (*Índice de impacto de revistas españolas de ciencias sociales*)
- **EBSCO Publishing's databases**
- **ABI/Inform ProQuest**
- **Ulrich's Periodicals Directory**
- **ISOC-Ciencias Sociales y Humanidades (CSIC)**
- **DIALNET**
- **DOAJ** (*Directory of Open Access Journals*)
- **REDIB**



© PORTAL UNIVERSIA, S.A., Madrid 2015. Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida, distribuida, comunicada públicamente o utilizada con fines comerciales, ni en todo ni en parte, modificada, alterada o almacenada en ninguna forma ni por ningún medio, sin la previa autorización por escrito de la sociedad Portal Universia S.A.
Ciudad Grupo Santander. Avda. de Cantabria, s/n. Edif. Arrecife, planta 00. 28660. Boadilla del Monte. Madrid, España. Telf: (+34) 91 289 59 23. Fax: (+34) 91 257 15 06.

ISSN: 1988-7116



AREA: 2
TYPE: Aplicação

Incerteza política: Análise do impacto da incerteza política no prêmio de risco

Policy uncertainty: Analysis of policy uncertainty impact on risk premium
Incertidumbre política: Análisis del impacto de la incertidumbre política en el premio de riesgo

AUTHORS

Danielle Montenegro Salamone Nunes¹
Universidade de Brasília – UnB
dmontenegro@unb.br

Otávio Ribeiro de Medeiros
Universidade de Brasília – UnB
otavio@unb.br

1. Autor de contato:
Campus Darcy Ribeiro
- Prédio da FÁCE - Asa
Norte, Brasília – DF –
Brasil, CEP: 70910-900.

No contexto da crise financeira originada no mercado imobiliário norte-americano no final de 2007, a incerteza em relação às políticas que seriam adotadas chamou atenção da área acadêmica e provocou uma série de questionamentos a respeito de seus efeitos no mercado de capitais. Este artigo analisa o impacto da incerteza política no mercado de capitais em nove países. Foram submetidos a um estudo empírico dados mensais de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemanha, Espanha, Itália, França, Índia e China de janeiro de 2003 a dezembro de 2013. Os resultados das regressões indicam que a incerteza política aumenta a volatilidade dos retornos e que o mercado exige um prêmio de risco pela incerteza política, sendo a associação entre essas variáveis maior em situações econômicas adversas. Os resultados demonstram ainda que houve um aumento no nível de incerteza política dos países analisados após a referida crise financeira. Percebe-se, conforme esperado, que a incerteza política impacta os mercados de capitais dos países analisados.

In the context of the financial crisis originated in the US housing market in late 2007, the uncertainty regarding the policies that would be adopted to overcome the crisis drew attention from academy and triggered a series of questions about its effects on the capital market. Therefore, this paper aims to analyze the impact of policy uncertainty in the capital markets of different countries. The study considered monthly data of 9 countries (USA, Canada, UK, Germany, Spain, Italy, France, India and China), from January 2003 to December 2013, totaling 132 months analyzed and 1,188 observations. The results indicate that the policy uncertainty increases returns' volatility and that the market demands a risk premium for policy uncertainty, being the association between these variables higher in adverse economic situations. The results also indicate that there was an increase in the level of policy uncertainty after the financial crisis that began in 2007. The results support the idea that policy uncertainty affects the stock markets.

En el contexto de la crisis financiera originaria del mercado inmobiliario norte americano al final del 2007, la incertidumbre relacionada a las políticas que serían adoptadas llamó la atención del área académica y provocó una serie de cuestiones respecto a sus consecuencias en el mercado de capitales. Este artículo hace un análisis del impacto de la incertidumbre política en el mercado de capitales de nueve países. Se ha sometido a un estudio empírico datos mensuales de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemania, España, Italia, Francia, India y China, desde el enero de 2003 hasta diciembre de 2013. Los resultados de las regresiones indican que la incertidumbre política aumenta la volatilidad de los resultados y que el mercado exige un premio de riesgo por la incertidumbre política, siendo la asociación entre esas variables, mayor en situaciones económicas de adversidad. Los resultados demuestran aun que hubo un aumento en el nivel de incertidumbre política de los países analizados después de la referida crisis financiera. Lo que se puede comprender, según lo esperado, es que la incertidumbre política impacta en los mercados de capitales de los países analizados.

DOI	RECEBIDO	ACETADO
10.3232/GCG.2016.V10.N2.01	07.03.2016	14.04.2016

1. Introdução

A crise financeira originada no mercado imobiliário norte-americano em 2007 atingiu proporções nunca vistas desde a Grande Depressão de 1929 (BLOOM, 2013; FERRAZ, 2013). A crescente globalização comercial e financeira, associada ao peso dos Estados Unidos da América (EUA) na economia mundial, contribuiu para propagação da crise internacionalmente, assumindo caráter sistêmico após a quebra do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers em 2008 (FERRAZ, 2013).

A incerteza tem sido apontada como um dos principais fatores responsáveis pela gravidade e prolongamento da crise; e apesar de não haver consenso sobre seu papel naquele episódio, o fato é que o surgimento da chamada Grande Recessão reacendeu o interesse acadêmico na análise e quantificação dos impactos da incerteza na dinâmica macroeconômica e no mercado financeiro (CESA-BIANCHI; PESARAN; REBUCCI, 2014).

Para se ter uma ideia da dissonância no debate, Bloom (2013) aponta que apesar de organizações como o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a União Europeia (UE) e o *Federal Reserve Board (Fed)* do EUA defenderem que a incerteza agravou a chamada Grande Recessão, dificultando a sua recuperação, existem os que - como o economista Paul Krugman - argumentam que a incerteza tem sido apenas uma cortina de fumaça para políticas ruins e demanda insuficiente.

A incerteza está associada à impossibilidade de se prever o que acontecerá no futuro, sendo difícil de ser mensurada por se tratar de conceito amplo e intrinsecamente não observável (BLOOM, 2013). A incerteza reflete os sentimentos de dúvida de consumidores, gestores e formuladores de políticas sobre os possíveis futuros, não existindo uma medida perfeita dessa incerteza (BLOOM, 2013).

No contexto da Grande Recessão, uma fonte de incerteza que tem desempenhado papel de destaque é a incerteza política, especialmente a respeito de como os governos irão moldar a política para estimular o investimento no curto prazo e formular a política regulatória e econômica no longo prazo (JULIO; YOOK, 2012). Diante desse quadro, as empresas podem adotar uma posição de espera, reduzindo os níveis de investimento e contratação de mão de obra até que a incerteza seja dissipada ou resolvida.

O efeito da incerteza política pode ser sentido também nos mercados financeiros. De acordo com a Hipótese de Mercado Eficiente (HME) o preço das ações incorpora todas as informações disponíveis. Dessa forma, o mercado responderia a novas informações de natureza política relacionadas à economia de um país, incorporando-as ao preço das ações. A questão é que essas novas informações podem vir acompanhadas de uma carga de incerteza em relação às políticas que serão adotadas.

Para Pastor e Veronesi (2013) a incerteza política decorre dos custos/benefícios associados à adoção de cada política, que, por serem de difícil mensuração, geram incerteza quanto às políticas que serão efetivamente adotadas. Nesse sentido, outra hipótese desenvolvida por Brown, Halow e Tinic (1988) e denominada Hipótese da Informação Incerta (HII), (*Uncertain Information Hypothesis* (UIH), em inglês), complementa a HME ao afirmar que os investidores

PALAVRAS-CHAVE
Incerteza Política;
Prêmio de Risco;
Mercado de Ações

.....
KEY WORDS

Policy Uncertainty;
Risk Premium;
Stock Market

.....
PALABRAS CLAVE

Incetidumbre
Política; Premio de
Riesgo; Mercado de
Acciones

JEL CODE:
G12, G18

ajustam os preços das ações a novas informações mesmo antes que todos os desdobramentos decorrentes dessa nova informação sejam conhecidos, ou seja, mesmo que essa nova informação esteja associada a uma carga de incerteza. Para aqueles autores, a incerteza associada à informação leva o investidor avesso ao risco a estabelecer preços abaixo do seu valor fundamental, em decorrência ao aumento do risco e do retorno esperado.

O reflexo negativo nos preços das ações deve-se ao fato de a incerteza política afetar o mercado como um todo, não sendo possível a redução de seu efeito por meio de estratégias de diversificação. A incerteza aumenta, pois, o risco sistemático ou não diversificável dos ativos aumenta o retorno exigido pelo mercado e conseqüentemente a taxa de desconto utilizada no cálculo do preço dos ativos (PASTOR; VERONESI, 2013).

Nesse contexto, o presente estudo visa responder à seguinte questão: **Qual o impacto da incerteza política no mercado de capitais em diferentes países?** Dessa forma, o objetivo deste artigo consiste em evidenciar e quantificar o impacto da incerteza política no mercado de capitais em um conjunto de países selecionados.

2. Referencial Teórico

Apesar de ser pequena a quantidade, verifica-se um recente aumento na quantidade de artigos sobre os efeitos da incerteza, entretanto verificou-se que o interesse por seus impactos é antigo. Por exemplo, Bernanke (1983) apresentou a teoria da escolha irreversível sob condições de incerteza, segundo a qual a incerteza faz com que as empresas adiem decisões de investimentos irreversíveis e de contratação de mão de obra, causando uma redução no nível de atividade econômica. Posteriormente, Brown, Halow e Tinic (1988) desenvolveram a HII, segundo a qual o mercado cobra um prêmio de risco pela incerteza envolvida em informações não antecipadas pelo mercado.

Como já citado, a incerteza é difícil de ser mensurada por se tratar de conceito amplo e intrinsecamente não observável (BLOOM, 2013), e, nesse sentido, diversas são as *proxies* utilizadas como medida de incerteza. Baker e Bloom (2013) fornecem evidências de que pelo menos boa parte delas - como as volatilidades do mercado financeiro e de capitais, da taxa de câmbio e do retorno de títulos, bem como a discordância entre as previsões do PIB - apresentam comportamento contracíclico, aumentando durante os períodos de recessão e reduzindo-se durante os períodos de expansão.

Dentre as fontes de incerteza, uma que vem ganhando destaque nos últimos anos é a incerteza política. Nesse campo, com efeito, no contexto da Grande Recessão, mais especificamente em agosto de 2011, a dívida do Tesouro dos Estados Unidos teve o seu rating rebaixado de AAA (*Oustanding*) para AA+ (*Excellent*) pela agência de *rating Standard & Poor's* (S&P). Esse rebaixamento (sem precedentes na história daquele país) foi atribuído ao aumento da incerteza principalmente em relação ao conflito político entre republicanos e democratas sobre o teto da dívida norte-americana. Nas palavras do analista da S&P David Beers, “[...] os debates desse ano evidenciaram um grau de incerteza sobre o processo de elaboração de políticas incompatível com o rating AAA.” (FAUX, 2011, tradução livre).

Percebe-se, pois, que as dúvidas sobre as futuras ações de governos em relação às políticas econômicas constituem-se em fontes de incerteza. A grande questão envolvendo a incerteza política é que os

governantes levam em consideração no processo de escolha das políticas não apenas a maximização do bem estar agregado, mas também os custos e benefícios políticos envolvidos na adoção de cada política, que, por serem de difícil mensuração, geram incerteza sobre as possíveis escolhas políticas do governo, sendo diversas as razões que podem levar os governantes a escolher políticas que não maximizam o bem estar agregado, tais como a influência de grupos interesse e a corrupção (PASTOR; VERONESI, 2013).

Os estudos sobre o impacto da incerteza política no mercado acionário podem ser divididos em dois grupos: os que utilizam estudo de eventos, procurando analisar o impacto de eventos específicos que aumentem a incerteza política no retorno das ações, como as eleições governamentais, tendo como pano de fundo a HII; e, mais recentemente, os estudos que utilizam índices mensais na análise da dinâmica entre a incerteza política e mercado de ações, como o modelo desenvolvido por Pastor e Veronesi (2013).

A HII de Brown, Harlow e Ticnic (1988) surgiu em resposta às críticas à HME desenvolvida por Fama (1970). Na concepção da HII os investidores reagem quase instantaneamente não apenas a informações e eventos inesperados, mas também à incerteza associada a eles, ajustando os preços dos ativos (BROWN; HARLOW; TICNIC, 1988).

A incerteza associada à informações e eventos inesperados aumenta o risco sistemático do ativo, levando o investidor a estabelecer preços significativamente abaixo do valor esperado para o ativo, tendo em vista o aumento da taxa de desconto, ou seja, do retorno exigido pelo investidor. Esse impacto da incerteza no preço dos ativos tende a diminuir à medida que essa incerteza é dissipada ou resolvida, com os preços sendo reajustados a essa nova situação (BROWN; HARLOW; TICNIC, 1988).

Apesar da discussão da HII pautar-se em termos do impacto da incerteza no risco sistemático de ações individuais, a HII é igualmente relevante em relação a novas informações que afetem o mercado como um todo, como por exemplo, informações que trazem incerteza sobre a conjuntura econômica, fazendo com que os índices de mercado apresentem comportamento semelhante aos previstos para as ações individuais (BROWN; HARLOW; TICNIC, 1988).

Considerando que políticas econômicas governamentais podem impactar o mercado como um todo (PASTOR; VERONESI, 2013), pode-se supor que a divulgação de informações que aumentem a incerteza em relação a qual política será adotada pelo governo impacte o mercado de capitais conforme prevê a HII. Nesse sentido, a hipótese subjacente é de que quanto maior for a incerteza em relação a que políticas serão adotadas, maior será o retorno exigido pelo investidor, ou seja, maior será o prêmio de risco de mercado, sendo esse efeito dissipado ou amenizado à medida que a incerteza é resolvida.

Além de Brown, Harlow e Ticnic (1988), Pantzalis, Stangeland e Turtle (2000), Mehdian, Nas e Perry (2008) e Białkowski, Gottschalk e Wisniewski (2008) analisaram a reação de índices de mercado a informações e eventos inesperados e encontraram comportamento semelhante ao previsto pela HII, sendo que os três últimos consideraram na análise informações e eventos políticos.

Recentemente, Baker, Bloom e Davis (2013) desenvolveram uma *proxy* para incerteza política que busca captar, a partir das notícias veiculadas nos principais jornais em circulação, a incerteza com relação à política econômica. A *proxy* denominada Índice de Incerteza sobre a Política Econômica (PU), calculada em base mensal, passou a permitir o estudo da dinâmica das relações entre a incerteza política e a economia e/ou o mercado financeiro e de capitais.

A PU, assim como as demais proxies de incerteza, apresenta comportamento contracíclico (BAKER; BLOOM; DAVIS, 2013). Para Pastor e Veronesi (2013), esse comportamento se deve ao fato de que em períodos de recessão a probabilidade de substituição das políticas em vigor aumenta, já que a política atual é vista como danosa, aumentando a preocupação com relação a qual das políticas alternativas será adotada. A partir dessa afirmação surge a primeira hipótese de pesquisa, qual seja:

H₁: A incerteza política é maior quando a situação econômica é adversa.

No modelo desenvolvido por Pastor e Veronesi (2013), os investidores aprendem sobre os custos/benefícios associados a cada política. Esse aprendizado em relação aos custos/benefícios associados a cada política por parte dos investidores ocorre a partir da observação diária de discursos políticos, debates, negociações e demais informações políticas. Os resultados desses eventos ajudam o investidor a revisar suas crenças sobre os custos/benefícios associados a cada política, podendo aumentar ou diminuir a incerteza sobre que políticas serão adotadas (PASTOR; VERONESI, 2013).

Além da presença de níveis mais altos de incerteza quando a situação econômica é adversa, o modelo prevê que a incerteza política exige um prêmio de risco que é maior em situações econômicas adversas, dando origem à segunda hipótese de pesquisa:

H₂: A incerteza política existente no país impacta positivamente o prêmio de risco do mercado acionário, sendo esse impacto maior quando a conjuntura econômica é desfavorável.

De acordo com Pastor e Veronesi (2013), o aumento da incerteza política potencializa os efeitos dos sinais políticos aumentando a volatilidade dos retornos das ações e que esses retornos tendem a ser mais correlacionados à medida que aumenta a incerteza política, uma vez que a incerteza política não pode ser diversificada afetando todas as ações do mercado. O modelo desenvolvido pelos autores prevê ainda que o efeito da incerteza política na volatilidade e correlação das ações tende a ser maior em situações econômicas adversas, haja vista o aumento da probabilidade de alteração da política atual e da preocupação com relação a qual das políticas alternativas será adotada. A partir do exposto, são levantadas duas hipóteses de pesquisa adicionais, quais sejam:

H₃: Os retornos do mercado acionário são mais voláteis quando a incerteza política é maior.

H₄: A associação entre a volatilidade dos retornos das ações e a incerteza política é mais intensa quando a situação econômica é adversa.

A partir da proxy de incerteza política desenvolvida por Baker, Bloom e Davis (2013), Pastor e Veronesi (2013) testaram as previsões do modelo para o mercado de ações norte americano, encontrando suporte empírico para as principais previsões. Ainda no contexto do mercado de ações norte americano, Brogaard e Detzel (2015) encontraram evidências que confirmam a hipótese de que a incerteza política exige um prêmio de risco e aumenta a volatilidade dos retornos das ações. Em um outro estudo, Antonakakis, Chatziantoniou e Filis (2013), analisando as dinâmicas entre a incerteza política, os retornos das ações do S&P500 e a volatilidade do mercado, encontraram uma correlação negativa entre a incerteza política e o retorno das ações, constatando que um aumento na incerteza política reduz o retorno das ações. Recentemente, Liu e Zhang (2015) encontraram evidências de que o aumento na incerteza política leva a aumentos significativos da volatilidade do mercado e, Wu, Liu e Hsueh (2016), ao analisarem a relação causal entre a incerteza política e o mercado de capitais em

nove países, também encontram evidências de que a incerteza política impacta o mercado de capitais, embora os resultados não tenham corroborado essa hipótese para todos os países analisados.

A redução no preço e no retorno das ações pode ser consequência de uma redução no fluxo de caixa esperado ou de um aumento na taxa de desconto. Com relação ao impacto da incerteza política na economia real, Schweitzer e Shane (2011) encontraram evidências que sugerem que a incerteza política norte americana afeta negativamente os planos de expansão de pequenos negócios nos Estados Unidos. Baker, Bloom e Davis (2013) também encontraram uma relação negativa entre os níveis de incerteza política e os níveis de atividade econômica dos Estados Unidos. Ainda, de acordo com estudo realizado por Gulen e Ion (2016) a incerteza política pode ter efeitos de longa duração, impactando os níveis de investimentos por até 8 trimestres e que diferentes empresas serão afetadas de forma diferente a depender de características como a irreversibilidade dos investimentos e a dependência de gastos do governo.

Percebe-se, pois, que o impacto da incerteza no mercado financeiro e de capitais se dá sobre dois aspectos. Os estudos apontam que além da incerteza política aumentar o retorno exigido das ações em função do aumento do risco sistemático, provocando ainda um aumento na volatilidade, a incerteza política está negativamente relacionada com os níveis de investimento real, impactando os fluxos de caixa esperados das empresas e consequentemente o preço das ações.

3. Procedimentos Metodológicos

A análise do impacto da incerteza política no mercado de capitais levou em consideração os dados de 9 (nove) países, sendo eles: Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemanha, Espanha, Itália, França, Índia e China. A escolha dos referidos países deveu-se a disponibilidade dos dados, uma vez que a *proxy* de incerteza política utilizada no presente estudo encontra-se disponível apenas para os países mencionados.

É importante destacar, ainda, que os referidos países em conjunto representavam, em 2013, 56,16% do PIB mundial, conforme observado na **Tabela 1**.

Tabela 1 - Relação entre o PIB dos Países Analisados e o PIB Mundial

<i>País</i>	<i>PIB em US\$</i>
Estados Unidos	16.768.100
China	9.240.270
Alemanha	3.730.261
França	2.806.428
Reino Unido	2.678.455
Itália	2.149.485
Índia	1.875.141
Canadá	1.826.769
Espanha	1.393.040
PIB – Países Analisados	42.467.949
PIB – Mundial	75.621.858
% Países Analisados	56,16%

Fonte: Banco Mundial (<http://data.worldbank.org/data-catalog/GDP-ranking-table>)

A *proxy* de incerteza política utilizada neste estudo corresponde à índices construídos por Baker, Bloom e Davis (2013) a partir de artigos de jornais. Os referidos índices levam em consideração o número de artigos que contenham os termos incerto ou incerteza, econômica ou economia, bem como termos relevantes relacionados a política em relação ao número de artigos publicados nos principais jornais nacionais de cada país e estão disponíveis no site www.policyuncertainty.com. O período analisado compreendeu 132 meses, de janeiro de 2003 a dezembro de 2013, perfazendo um painel com 1.188 observações.

Para testar a primeira hipótese de pesquisa de que a incerteza política é maior em condições econômicas adversas, foi utilizado o modelo econométrico descrito pela equação (1):

$$(1) \quad PU_{it} = a + \beta_1 PI_{it} + \beta_2 (-INF_{it}) + \beta_3 ANO_t + a_i + u_{it}$$

Onde PU_{it} corresponde ao nível de incerteza política do país i no mês t dividido por 100; PI_{it} e INF_{it} correspondem ao índice de crescimento da produção industrial dividido por 100 e à inflação anual do país i no mês t , respectivamente. As variáveis PI e INF são utilizadas como medida das condições econômicas dos países da amostra. Os dados para a variável INF foram obtidos na base de dados Datastream da *Reuters* e para a variável PI no site da *Open Governance India – OGI*, para a Índia e no site da *Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD*, para os demais países analisados, respectivamente.

A inflação foi inserida no modelo com sinal negativo no intuito de facilitar a análise dos resultados, já que existe uma relação negativa entre a inflação anual e as condições econômicas, ou seja, quanto maior a inflação pior tendem a ser as condições econômicas em geral e vice-versa. Por fim, a variável

ANO_t corresponde a *dummies* de ano que buscam captar os efeitos comuns a todos os países em cada um dos anos analisados.

A segunda hipótese de pesquisa, de que a incerteza política exige um prêmio de risco que é maior em situações econômicas adversas, foi testada utilizando o modelo descrito pela equação (2).

$$(2) \quad R_{t+1,t+h} = \alpha + \beta_1 PU_{it} PI_{it} + \beta_2 PU_{it} (-INF)_{it} + \beta_3 PU_{it} + \beta_4 PI_{it} + \beta_5 (-INF)_{it} + \beta_6 ANO_t + a_i + u_{it}$$

Onde $R_{t+1,t+h}$ corresponde ao retorno de mercado em excesso em relação a taxa livre de risco acumulado para $h = 3, 6$ e 12 meses. Além do impacto da incerteza política no prêmio de risco de mercado, o modelo testa se a condição econômica atua como moderadora nessa relação por meio das variáveis de interação $PU_{it} PI_{it}$ e $PU_{it} (-INF)_{it}$. As *proxies* das taxas livres de risco utilizadas no cálculo do prêmio de risco de mercado estão especificadas na **Tabela 2**.

Quadro 1 - Relação dos Índices de Mercado e Taxas Livre de Risco por País

<i>País</i>	<i>Índice de Mercado</i>	<i>Proxy Taxa Livre de Risco</i>
Estados Unidos	Pt S&P 500	US Treasury Bill - 3 Meses
Canadá	Toronto Stock Exchange	Canadá Treasury Bill -3 Meses
Reino Unido	FTSE Index	UK Treasury Bill - 3 Meses
Alemanha	Deutsche Borse Index	EBF EURIBOR - 3 Meses
Espanha	IBEX	EBF EURIBOR - 3 Meses
Itália	FTSE Index	EBF EURIBOR - 3 Meses
França	CAC 40 Index	EBF EURIBOR - 3 Meses
Índia	Nifty Index	India Treasury Bill - 91 Dias
China	Shanghai Index	Tr Chinese Renminbi 3m Deposit

Fonte: Dados da Pesquisa

O teste da terceira hipótese de pesquisa, de que as ações são mais voláteis quando a incerteza política é maior, foi realizado utilizando o modelo descrito pela equação (3):

$$(3) \quad VOL_{it} = \alpha + \beta_1 PU_{it} + \beta_2 ANO_t + a_i + u_{it}$$

Onde VOL_{it} corresponde a volatilidade dos retornos diários do índice de mercado do país i no mês t , cuja *proxy* é o desvio padrão desses retornos. Os índices de mercado utilizados na análise estão especificados na **Tabela 2** e os retornos diários foram calculados com base na capitalização contínua, conforme a equação (4).

$$(4) \quad R_t = \frac{\ln P_t}{\ln P_{t-1}}$$

Para testar a quarta hipótese de pesquisa de que a associação entre a volatilidade das ações e a incerteza política é mais forte em condições econômicas adversas, foi utilizado o modelo descrito pela equação (5).

$$(5) \quad VOL_{it} = \alpha + \beta_1 PU_{it} PI_{it} + \beta_2 PU_{it} (-INF)_{it} + \beta_3 PU_{it} + \beta_4 PI_{it} + \beta_5 (-INF)_{it} + \beta_6 ANO_t + a_i + u_{it}$$

As variáveis $PU_{it} PI_{it} + \beta_2 PU_{it} (-INF)_{it}$ visam captar o efeito da interação entre a proxy de incerteza política e a situação econômica na volatilidade dos retornos. A hipótese testada é que a situação econômica atua como moderadora na relação entre a incerteza política e a volatilidade dos retornos, ou seja, que a relação entre a incerteza política e a volatilidade dos retornos tende a ser mais forte quando em condições econômicas adversas. Segundo a hipótese testada, não apenas a incerteza política aumenta a volatilidade dos retornos ($3 > 0$), mas também esse efeito tende a ser maior em situações econômicas adversas (1 e $2 < 0$). No Quadro 02 é apresentada uma síntese das hipóteses testadas e dos resultados esperados em relação aos coeficientes das variáveis independentes e no **Quadro 3** é apresentada uma síntese das variáveis utilizadas.

Quadro 2 – Síntese dos resultados esperados em relação aos coeficientes das variáveis independentes

Hipótese	Variável	Comportamento Esperado	Sinal Esperado
1	PI_{it} $(-INF)_{it}$	A piora na situação econômica aumenta a incerteza política.	-
2	PU_{it}	O aumento da incerteza política aumenta o retorno em excesso acumulado	+
	$PU_{it} PI_{it}$ $PU_{it} (-INF)_{it}$	Quanto pior é a situação econômica maior é o efeito da incerteza política no retorno em excesso acumulado.	-
3	PU_{it}	O aumento da incerteza política aumenta a volatilidade das ações.	+
4	PU_{it}	O aumento da incerteza política aumenta a volatilidade das ações	+
	$PU_{it} PI_{it}$ $PU_{it} (-INF)_{it}$	Quanto pior é a situação econômica maior é o efeito da incerteza política na volatilidade das ações.	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Pesquisa

A utilização de dados em painel permite analisar o comportamento das variáveis entre as diferentes unidades de análise, isto é, os diferentes países (dimensão espacial) e ao longo do tempo (dimensão temporal), existindo três tipos de modelos de dados em painel que podem ser utilizados: o de agrupamento de dados, o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Decidiu-se pela utilização de dados em painel com efeitos fixos, uma vez que existem características específicas de cada país que não estão sendo consideradas no modelo e podem estar correlacionadas com os regressores dos modelos, sendo o efeito dessas variáveis captadas pelo efeito fixo do modelo. Foi testada ainda a presença de heterocedasticidade dos resíduos das regressões em painel, resultando que os modelos que apresentaram indícios de heterocedasticidade a 10% tenham sido estimados com erros padrões robustos (White).

Quadro 3 – Síntese das variáveis e seus respectivos significado e descrição

Variável	Significado	Descrição
PU_{it}	Nível de incerteza política	Proxy de incerteza política do país i no mês t dividido por 100
PI_{it}	Produção industrial	Índice de crescimento da produção industrial anual, dividido por 100, do país i no mês t
$(-INF)_{it}$	Inflação anual	Inflação anual do país i no mês t multiplicado por (-1)
ANO_t	Dummy de ano	A variável assume o valor de 1 no ano t e 0 nos demais anos ($t = 2004$ a 2013)
$R_{t+1,t+h}$	Retorno de mercado em excesso	Retorno de mercado em excesso em relação a taxa livre de risco acumulado para $h = 3, 6$ e 12 meses
VOL_{it}	Volatilidade dos retornos dos índices de mercado	Desvio padrão dos retornos diários (R_t) do índice de mercado do país i no mês t
$PU_{it}PI_{it}$	Variável de interação entre o nível de incerteza política e a produção industrial	Corresponde a multiplicação das variáveis PU_{it} e PI_{it}
$PU_{it}(-INF)_{it}$	Variável de interação entre o nível de incerteza política e a inflação anual	Corresponde a multiplicação das variáveis PU_{it} e $(-INF)_{it}$

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Pesquisa

4. Análise dos resultados

Os resultados obtidos a partir do modelo 1, mostrados na **Tabela 2**, ao contrário dos achados de Pastor e Veronesi (2013), não confirmam a hipótese de que a incerteza política tende a ser maior em condições econômicas ruins, uma vez que os coeficientes das variáveis índice de crescimento da produção industrial (PI) e inflação (INF) não apresentaram significância estatística. É importante observar, no entanto, que, exceto pelo ano de 2008, todas as *dummies* de ano apresentaram significância estatística a 10%, o que remonta a existência de situações específicas de cada ano comuns a todos os países que impactaram a incerteza política. Além disso, os coeficientes das *dummies* de ano apresentam uma inversão de sinal a partir do ano de 2008, ano de agravamento da crise financeira que teve início no final de 2007.

Tabela 2 – Relação entre PU e condições econômicas

<i>Efeitos Fixos^(a)</i>	<i>PU (Incerteza Política)</i>		
	<i>Coefficiente</i>	<i>Estatística t</i>	<i>P-value</i>
Intercepto	1.2007560	2.54**	0.035
PI	-0.1173405	-0.23	0.821
(-INF)	-0.0202979	-0.76	0.467
2004	-0.2664480	-3.61***	0.007
2005	-0.3872570	-5.28***	0.001
2006	-0.4331038	-5.77***	0.000
2007	-0.3657366	-3.77***	0.005
2008	0.2409286	1.81	0.108
2009	0.3146100	2.45**	0.040
2010	0.2972242	1.96*	0.085
2011	0.5529718	3.57***	0.007
2012	0.7848280	4.25***	0.003
2013	0.3796699	3.29**	0.011

* significante a 10%; ** significante a 5%; e *** significante a 1%

^(a) modelo com erros robustos

Fonte: Dados da Pesquisa

De fato, a partir do ano de 2009, o coeficiente se apresenta não apenas positivo, mas estatisticamente significativo, indicando que a partir desse ano houve um aumento da incerteza política não explicado pelas variáveis representativas das condições econômicas e comum a todos os países analisados.

Com relação ao impacto da incerteza política no prêmio de risco de mercado, os resultados corroboram a hipótese de que o mercado cobra um prêmio de risco pela incerteza política e que esse prêmio tende a ser maior quando as condições econômicas são desfavoráveis.

Tabela 03 – Relação entre Retorno em Excesso, PU e Variáveis de Interação.

Descrição	R (Retorno em Excesso)		
	Coefficiente (h=3) ^(a)	Coefficiente (h=6) ^(a)	Coefficiente (h=12) ^(a)
Intercepto	-0.02216 (-0.21)	-0.02553 (-0.15)	0.075718 (0.21)
PU * PI	-0.09527 (-1.83)	-0.24101 (-2.90)**	-0.42271 (-1.86)*
PU * (-INF)	-0.00481 (-1.71)	-0.01759 (-4.99)***	-0.03388 (-2.20)*
PU	0.11783 (2.32)**	0.281921 (3.09)**	0.453174 (2.11)*
PI	0.06566 (0.59)	0.101465 (0.55)	0.040697 (0.10)
(-INF)	0.01541 (2.13)*	0.039713 (2.07)*	0.061305 (1.23)
2004	-0.04281 (-6.23)***	-0.05674 (-5.19)***	-0.03572 (-1.64)
2005	-0.01206 (-1.78)	0.005413 (0.35)	0.043065 (0.97)
2006	-0.01581 (-0.54)	0.012268 (0.23)	0.061158 (0.57)
2007	-0.06681 (-2.27)*	-0.12633 (-2.79)**	-0.37625 (-5.00)***
2008	-0.18561 (-5.72)***	-0.29495 (-4.77)***	-0.26765 (-2.78)**
2009	0.00635 (0.41)	-0.02212 (0.60)	-0.05189 (-0.79)
2010	-0.03902 (-3.66)***	-0.05492 (-2.21)*	-0.13791 (-2.26)*
2011	-0.09218 (-4.24)***	-0.18798 (-3.71)***	-0.21867 (-2.61)**
2012	-0.05720 (-5.02)***	-0.08702 (-3.85)***	-0.06551 (-1.32)
2013	-0.02885 (-2.98)**	-0.05255 (-2.77)**	(omitted)

* significante a 10%; ** significante a 5%; e *** significante a 1%

Estatísticas t entre parênteses

^(a) Efeitos fixos - estimação com erros padrões robustos

Fonte: Dados da Pesquisa

A partir dos resultados apresentados na **Tabela 3** constata-se que o aumento nos níveis de incerteza política está relacionado ao aumento dos retornos de mercado em excesso em relação à taxa livre de risco acumulados para 3, 6 e 12 meses, sendo essa relação significativa ao nível de 5% no caso dos retornos acumulados para 3 e 6 meses e ao nível de 10% no caso dos retornos acumulados para 12 meses. Ainda, a situação econômica atua como variável de moderação na relação entre a incerteza política e o retorno em excesso acumulado, aumentando o impacto da incerteza política no retorno das ações quando a situação econômica é adversa, uma vez que as variáveis de interação $PU_{it}PI_{it}$ e $PU_{it}(-INF)_{it}$ apresentaram sinal negativo e significância estatística a 5% e 1%, respectivamente, no caso dos retornos acumulados para 6 meses e a 10% no caso dos retornos acumulados para 12 meses. Ressalta-se, no entanto, que apesar do sinal negativo previsto no modelo de Pastor e Veronesi (2013), as variáveis de interação $PU_{it}PI_{it}$ e $PU_{it}(-INF)_{it}$ não apresentaram significância estatística no caso dos retornos acumulados para 3 meses.

Além do impacto no prêmio de risco de mercado, foram encontradas evidências de que a incerteza política impacta na volatilidade do mercado, os resultados corroboram a hipótese de que a volatilidade tende a ser maior na presença de incerteza política. Constata-se, a partir dos resultados apresentados na **Tabela 4**, que é possível observar que o aumento nos níveis de incerteza política está relacionado ao aumento da volatilidade do retorno dos índices de mercado, sendo essa relação não apenas estatisticamente significativa (nível de significância de 1%), mas também conceitualmente, já que os números indicam que um aumento de 1 ponto percentual no índice de incerteza política está relacionado a um aumento na volatilidade do retorno dos índices de mercado de 0,4 pontos percentuais.

Tabela 4 – Relação entre volatilidade do mercado de capitais e PU

Efeitos Fixos ^(a)	VOL (Volatilidade)		
	Coefficiente	Estatística t	P-value
Intercepto	0.0071392	8.01***	0.000
PU	0.0041637	4.48***	0.002
2004	-0.0019396	-1.56	0.158
2005	-0.0027367	-2.10*	0.069
2006	-0.0010325	-0.86	0.413
2007	0.0010978	0.66	0.531
2008	0.0094265	6.29***	0.000
2009	0.0032948	2.10*	0.069
2010	-0.0012788	-0.71	0.498
2011	-0.0001761	-0.12	0.908
2012	-0.0041340	-2.14*	0.065
2013	-0.0039099	-2.66**	0.029

* significante a 10%; ** significante a 5%; e *** significante a 1%
(a) com erros robustos

Fonte: Dados da Pesquisa

Uma vez verificada a associação positiva entre os níveis de incerteza política e a volatilidade do retorno dos índices de mercado, testou-se a terceira hipótese de pesquisa de que essa associação é mais forte em condições econômicas ruins. Os resultados apresentados na **Tabela 5** corroboram a terceira hipótese de pesquisa.

Observa-se que ambas as variáveis de interação (PU*PI e PU*(-INF)) apresentaram significância estatística e sinal negativo, indicando que a situação econômica atua moderando a relação entre a volatilidade e a incerteza política. O sinal negativo indica que quanto pior a situação econômica, maior o impacto da incerteza política na volatilidade das ações, resultado esse que corrobora as previsões do modelo de Pastor e Veronesi (2013) e os resultados encontrados por esses autores para o mercado dos Estados Unidos.

Tabela 5 – Relação entre volatilidade do mercado de capitais, PU e variáveis de Interação

Efeitos Fixos	VOL (Volatilidade)		
	Coefficiente	Estatística t	P-value
Intercepto	0.0206788	5.47***	0.000
PU	0.0071826	3.16***	0.002
PU*PI	-0.0041635	-1.75*	0.080
PU*(-INF)	-0.0004433	-2.43**	0.015
PI	-0.0107680	-2.88***	0.004
(-INF)	0.0003993	1.44	0.149
2004	-0.0024360	-3.25***	0.001
2005	-0.0032362	-4.36***	0.000
2006	-0.0011159	-1.50	0.133
2007	0.0015818	2.12**	0.034
2008	0.0095323	12.75***	0.000
2009	0.0021132	2.79***	0.005
2010	-0.0019317	-2.61***	0.009
2011	-0.0006327	-0.82	0.410
2012	-0.0045238	-5.78***	0.000
2013	-0.0042939	-5.69***	0.000

* significante a 10%; ** significante a 5%; e *** significante a 1%
Fonte: Dados da Pesquisa

5. Considerações finais

A crise financeira originada no mercado imobiliário norte-americano em 2007 assolou o mundo fazendo com que mercados e governos tivessem grandes prejuízos e a confiabilidade abalada, tendo sido a incerteza política apontada como um dos principais fatores responsáveis pela gravidade e prolongamento da crise, reacendendo o interesse da academia pela análise dos impactos da incerteza política nos mercados de capitais e na economia.

Nesse contexto, o presente artigo analisou o impacto da incerteza política no mercado de capitais de 9 países (Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemanha, Espanha, Itália, França, Índia e China), tendo sido utilizada como proxy de incerteza política um índice desenvolvido por Baker, Bloom e Davis (2013) com base na quantidade de artigos sobre incerteza, economia e política divulgados nos principais jornais de cada país e que encontrasse disponível no site www.policyuncertainty.com

Os resultados obtidos a partir da análise dos dados mensais do período compreendido entre janeiro de 2003 e dezembro de 2013 corroboram as principais previsões do modelo desenvolvido por Pastor e Veronesi (2013) e foram encontradas evidências de que a incerteza política impacta positivamente a volatilidade dos retornos e o prêmio de risco do mercado, sendo esses impactos maiores quando a situação econômica é adversa.

Ressalta-se, no entanto, que apesar de o modelo de Pastor e Veronesi (2013) prever que a incerteza política é maior em situações econômicas adversas, não foram obtidas evidências para a amostra analisada que corroborem tal previsão. Os resultados demonstram, contudo, que houve um aumento no nível de incerteza política nos países analisados a partir do ano de 2008, ano de agravamento da crise financeira que teve início no final de 2007.

Como pesquisas futuras sugere-se estender a análise do impacto da incerteza política no mercado de capitais para outros países, em especial para o Brasil. Ainda, sugerem-se pesquisas futuras com estudos que busquem a análise dos impactos que o aumento da incerteza política em outros países pode provocar no mercado de ações brasileiro, uma vez que tal impacto, ou seja, da incerteza quanto as futuras ações do governo em relação às políticas econômicas que serão adotadas, pode não se restringir ao país no qual ela foi gerada em decorrência da integração econômica e financeira existente entre os países.

.....

Referências

- ANTONAKAKIS, N.; CHATZILANTONIOU, I.; FILIS, G. (2013), *Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty*. *Economic Letters*, v. 120. p.87-92.
- BAKER, S. R.; BLOOM, N. (2013), *Does Uncertainty Reduce Growth? Using Disasters as Natural Experiments*. NBER Working Papers 19475.
- BAKER, S. R.; BLOOM, N.; DAVIS, S. J. (2013), *Measuring Economic Policy Uncertainty*. Disponível em: <http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>.
- BERNANKE, B. S. (1983), *Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical*. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 98, n.1, p.85-106.
- BLĄKOWSKI, J.; GOTTSCHALK, K.; WISNIEWSKI, T. P. (2008), *Stock market volatility around national elections*. *Journal of Banking & Finance*, v. 32, p.1.941-1.953.
- BLOOM, N. (2013), *Fluctuations in Uncertainty*. NBER Working Paper 19714. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w19714.pdf>.
- BROGAARD, J.; DETZEL, A. (2015), *The Asset-Pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty*. *Management Science*, v.61, p.3-18.
- BROWN, K. C.; HALLOW, W. V.; TINIC, S. M. (1988), *Risk aversion, uncertain information, and market efficiency*. *Journal of Financial Economics*, v. 22, p.355-385.
- CESA-BIANCHI, A.; PESARAN, M. H.; REBUCCI, A. (2014), *Uncertainty and Economic Activity: A Global Perspective*. CESifo Working Paper No. 4736.
- CHUDIK, A.; PESARAN, M. H. (2014), *Theory and Practice of GVAR Modeling*. Center for Applied Financial Economics (CAFE) Research Paper Series No. 14.04. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2435990>
- FAUX, Z. (2011), *S&P Seen Surrendering to Tea Party Costing U.S. Taxpayer*. Bloomberg, 08 ago. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-08/s-p-seen-surrendering-to-tea-party-at-expense-of-u-s-taxpayer.html>
- FERRAZ, F. C. (2013), *Crise Financeira Global: Impactos na Economia Brasileira, Política Econômica e Resultados*. 2013. 104 f. Dissertação (Mestrado em Economia) Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- GULEN, H.; ION, M. (2016), *Policy Uncertainty and Corporate Investment*. *The Review of Financial Studies*, v.29, n.3, p.523-564.
- JULIO, B.; YOOK, Y. (2012), *Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles*. *The Journal of Finance*, v. 67, n. 1, fev.
- LIU, L.; ZHANG, T. (2015), *Economic policy uncertainty and stock market volatility*. *Finance Research Letters*, v.15, p.99-115, nov.
- MEHDLIAN, S.; NAS, T.; PERRY, M. J. (2008). *An examination of investor reaction to unexpected political and economic events in Turkey*. *Global Finance Journal*, v. 18, p. 337-350.
- OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. (2014), *Gross domestic product (output approach)*. Disponível em: http://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=SNA_TABLE1&lang=en
- PANTZALIS, C.; STANGELAND, D. A.; TURTLE, H. J. (2000), *Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence*. *Journal of Banking & Finance*, v. 24, p.1, 575-1604.
- PASTOR, L.; VERONESI, P. (2013), *Political uncertainty and risk premia*. *Journal of Financial Economics*, v. 110, p.520-545.

PESARAN, M. H.; SCHUERMAN, T.; WEINER, S. M. (2004), *Modeling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconometric Model*. *Journal of Business & Economic Statistics*, v. 22, n. 2, p.129-181.

SCHWEITZER, M. E.; SHANE, S. (2011), *Economic Policy Uncertainty and Small Business Expansion*. *Economic Commentary*, n. 24. nov.

WU, T. P.; LIU, S. B.; HSUEH, S. J. (2016), *The Causal Relationship between Economic Policy Uncertainty and Stock Market: A Panel Data Analysis*. *International Economic Journal*, v.30, n.1, p.109-122.



Motivaciones para implantar una estrategia de RSC en empresas tecnologicas y su influencia en la competitividad. Analisis empirico desde España

ÁREA: 6
TIPO: Aplicación

33

AUTORES

Juan Andrés Bernal-Conesa¹
Centro Universitario de la Defensa de San Javier. Universidad Politécnica de Cartagena
jandres.bernal@ cud. upct.es

Carmen de Nieves-Nieto
Universidad Politécnica de Cartagena
carmen.denieves@ upct.es

Antonio Juan Briones-Peñalver
Universidad Politécnica de Cartagena
aj.briones@upct.es

1. Autor de contacto:
Departamento de Ciencias Económicas y Jurídicas del Centro Universitario de la Defensa de San Javier, (University Centre of Defence at the Spanish Air Force Academy), MDE-UPCT. C/Coronel López Peña s/n; 30720, Santiago de la Ribera, San Javier (Murcia); SPAIN.

Motivation to implement a CSR strategy into technology companies and its influence on competitiveness. Empirical analysis from Spain

Motivação para implementar estratégia RSC em empresas de tecnologia e sua influência sobre a competitividade. Análise empírica da Espanha

El presente artículo propone un modelo de ecuaciones estructurales que permite explicar cuáles son las motivaciones de implantar medidas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en empresas tecnológicas españolas, y cómo influye en la competitividad de dichas empresas. El análisis de la RSC en empresas tecnológicas se encuentra en un estado inicial, como demuestra la literatura analizada. Los resultados del modelo revelan que existe una relación positiva, directa y estadísticamente significativa entre las motivaciones, la estrategia de RSC y la competitividad, y por tanto, con implicaciones teóricas y prácticas para la gestión de la RSC en empresas tecnológicas.

In this article a structural equation model is proposed to explain the motivation to implement Corporate Social Responsibility (CSR) measures in Spanish technology companies, and how it influences the competitiveness of these companies. The analysis of CSR in technology companies is in an initial state, as shown by the literature analyzed. The results reveal that there is a positive, direct and statistically significant relationship among motivation, CSR strategy and competitiveness. Theoretical and practical implications are drawn for CSR management in technology companies.

Este artigo propõe um modelo de equações estruturais que explica as motivações de medidas destinadas a aplicar a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) em empresas de tecnologia espanholas e como ele influencia a competitividade dessas empresas. A análise da RSC em empresas de tecnologia está num estado inicial, conformedemonstrado na literatura analisada. Os resultados do modelo mostram que existe uma relação positiva, direta e estatisticamente significativa entre as motivações, a estratégia de RSC e a competitividade, e, portanto, com implicações teóricas e práticas para a gestão de RSC nas empresas de tecnologia.

DOI
10.3232/GCG.2016.V10.N2.02

RECIBIDO
09.03.2016

ACEPTADO
14.04.2016

1. Introducción

La Responsabilidad Social Corporativa (RSC) se utiliza a menudo como un término general para describir una variedad de cuestiones relacionadas con las responsabilidades de las empresas (Hillenbrand, Money, & Ghobadian, 2013). Sin embargo, no existe una definición universalmente aceptada sobre la RSC (Dahlsrud, 2008), aunque se puede afirmar que la RSC es, además del cumplimiento estricto de las obligaciones legales vigentes, la integración voluntaria en el gobierno y gestión, la estrategia, políticas y procedimientos, de las preocupaciones sociales, laborales, medioambientales y de respeto a los derechos humanos que surgen de la relación y el diálogo transparente con sus grupos de interés, responsabilizándose así de las consecuencias y los impactos que se derivan de las acciones de una organización (Mendoza, De Nieves, & Briones, 2010).

Las empresas se han venido enfrentando a crecientes exigencias de compromiso social, por parte de diferentes grupos de interés (*stakeholders*), por lo que la implicación con dichos grupos se ha convertido en un proceso crítico que minimiza los inconvenientes y enfatiza las ventajas de la perspectiva estratégica de la Responsabilidad Social (Plaza Úbeda, De Burgos Jiménez, & Belmonte Ureña, 2011).

La relación entre la RSC y el desempeño económico de las empresas ha sido ampliamente estudiado ofreciendo resultados contrapuestos (Marín, Rubio, & De Maya, 2012), pues algunos estudios muestran una relación positiva (Chang, 2009) mientras que otros la muestran negativa (Muñoz, Pablo, & Peña, 2015).

Por otro lado, las organizaciones están constantemente adaptándose a los cambios económicos con la intención de tener mayores posibilidades de supervivencia en el mercado, factor clave para ello es la competitividad. En las últimas dos décadas, el debate sobre el potencial estratégico de la RSC y la existencia de una posible relación entre RSC y competitividad se ha convertido cada vez más relevante (Battaglia, Testa, Bianchi, Iraldo, & Frey, 2014) y se ha escrito mucho sobre cómo una adopción estratégica de la RSC podría conducir a recompensas financieras a largo plazo (Lee, 2008).

La competitividad es un concepto multidimensional que se refiere a la capacidad de crear ventajas competitivas sostenibles que se puede utilizar tanto a nivel nacional, como a nivel de las empresas (Vilanova, Lozano, & Arenas, 2009).

De este modo la Unión Europea establece que *“para la competitividad de las empresas es cada vez más importante un enfoque estratégico sobre RSC. Este puede reportar beneficios en cuanto a gestión de riesgos, ahorro de costes, acceso al capital, relaciones con los clientes, gestión de los recursos humanos y capacidad de innovación”*. (Comunicación de la Comisión europea de 2011, pág. 4).

La RSC se ha convertido cada vez más importante para la competitividad de las empresas (Turyakira, Venter, & Smith, 2014). Así pues, el efecto de la RSC sobre el éxito competitivo, entendiendo por éxito la obtención de unos resultados positivos para la empresa en términos de posicionamiento en el mercado y que van más allá del ámbito financiero (Vázquez & Sánchez, 2013), es mayor en aquellos sectores con alta competitividad (como el sector tecnológico) y que

PALABRAS CLAVE

RSC, empresas tecnológicas, ecuaciones estructurales, motivación, competitividad

KEY WORDS

CSR, technology companies, structural equations, motivation, competitiveness

PALAVRAS-CHAVE

RSC, Empresas de tecnologia, equações estruturais, motivação, competitividade

CÓDIGOS JEL:

M14

siguen una estrategia proactiva versus reactiva (Marín et al., 2012), mientras que es menor en sectores poco competitivos, en los que las empresas siguen diferenciándose ofreciendo ventajas tradicionales de marca, precio, calidad y distribución (Rives & Bañón, 2008). A pesar de esto para las empresas tecnológicas no es fácil ser socialmente responsable (K. Lee & Kim, 2009).

Sin embargo, estas empresas tecnológicas pueden contribuir a la construcción de una economía sostenible con una estrategia proactiva innovando en productos y servicios que no son sólo atractivos comercialmente y ecológicamente racionales, sino también socialmente positivos (Lee & Kim, 2009), ya que sus operaciones pueden contribuir en el desarrollo local y favorecer el desarrollo global (Leach et al., 2012).

En la actualidad, existe un número creciente de empresas españolas que creen que deben contribuir al desarrollo sostenible mediante la planificación de sus operaciones con el fin de favorecer el crecimiento económico y el aumento de su productividad y competitividad garantizando al mismo tiempo la protección del medio ambiente y fomentar la responsabilidad social, y cumpliendo así con los intereses generales (Prado-Lorenzo, Gallego-Álvarez, García-Sánchez, & Rodríguez-Domínguez, 2008) de la sociedad, pues la inversión en iniciativas de RSC puede ser una de las fuentes de ventajas competitivas (Apospori, Zografos, & Magrivos, 2012) y una manera de mejorar el rendimiento económico de las empresas (Hur, Kim, & Woo, 2014).

Por ello, las empresas, deben adoptar prácticas formalizadas de RSC y, por tanto, establecer aquellos procedimientos y herramientas que estén alineadas con su estrategia corporativa (Bocquet, Le Bas, Mothe, & Poussing, 2013).

Siendo conscientes de todas estas situaciones, el objetivo de este artículo es: (1) investigar las motivaciones de las empresas tecnológicas para tomar parte de las iniciativas de RSC e implantar actividades y políticas en su seno y (2) estudiar la influencia de la estrategia basada en RSC y como puede afectar a la competitividad de las empresas tecnológicas.

Para ello el artículo se estructura en diferentes apartados. El primero es el de revisión de la literatura para conocer la situación de la RSC en empresas tecnológicas españolas, sus posibles motivaciones y cómo es la integración de la RSC en la estrategia de la empresa planteando las hipótesis objeto de estudio y el modelo conceptual. Un segundo apartado descriptivo de la metodología y técnica empleada para el estudio. Un apartado para mostrar los resultados obtenidos y finalmente un apartado sobre la discusión, conclusiones y limitaciones del estudio.

2. Revisión de la literatura

En la literatura científica existen numerosos estudios sobre la RSC tanto en grandes empresas (Melé, Debeljuh, & Arruda, 2006), como en pequeñas (Vázquez-Carrasco & López-Pérez, 2013) y en diferentes sectores (Bernal Conesa, De Nieves Nieto, & Briones Peñalver, 2014); e incluso alguno que hace referencia a empresas del sector tecnológico (Guadamillas-Gómez, Donate-Manzanares, & Skerlavaj, 2010). Se encuentran además estudios sobre las posibles motivaciones de adoptar la RSC (Graafland & Schouten, 2012) de forma general. Sin embargo, no se han encontrado estudios sobre la RSC, sus

motivaciones e integración en empresas tecnológicas, las cuales son fuente constante de innovación, tanto en procesos como en productos, ya que el estudio del papel de las empresas tecnológicas en la gestión ambiental, la sostenibilidad y por tanto en la RSC está aún en sus etapas iniciales (Wang, Chen, & Benitez-Amado, 2015).

Por ello, se considera escasa la información sobre el sector tecnológico, denotando que no han sido analizadas en profundidad las motivaciones de la RSC y su integración en la empresa tecnológica, así pues, se estima interesante profundizar en el estudio de la misma en empresas tecnológicas españolas, ya que investigaciones previas han demostrado que las organizaciones con una orientación estratégica hacia la innovación apuestan por mejorar sus capacidades organizativas internas para ser más competitivas en un entorno global (Suñe, Bravo, Mundet, & Herrera, 2012).

Así un estudio de Wildowicz-Giegiel (2014), demuestra que las organizaciones que adoptan la gestión de RSC y divulgan información en dicha materia lo hacen entre otras razones para cumplir con diferentes regulaciones, mejorar los procesos internos, promover logros en sostenibilidad, comprometerse con sus stakeholders y cumplir con sus expectativas y demostrar una gestión comprometida con el desarrollo sostenible.

Las motivaciones para la puesta en práctica de la RSC han sido estudiadas en diferentes países (Prajogo, Tang, & Lai, 2012) y sectores, encontrándose dos tipos diferentes de motivaciones principales: las externas o extrínsecas a la organización, entre ellas destacan las de carácter financiero o económico que tienen relación con el beneficio y las internas o intrínsecas a la organización, que no solo tienen que ver con el beneficio de la organización sino también con los valores y creencias del personal que conforman las organizaciones (Graafland & Schouten, 2012).

Por ello y tras la revisión realizada en referencia a las motivaciones de la RSC proponemos la siguiente hipótesis.

- H1. Existen motivaciones externas para adoptar una estrategia de RSC en las empresas tecnológicas.
- H2. Existen motivaciones internas para adoptar una estrategia de RSC en las empresas tecnológicas.

En determinados sectores tecnológicos, los períodos de desarrollo de productos son extremadamente largos y las empresas suelen presentar resultados negativos en los primeros años de vida, presentado mayores dificultades de financiación. En estos casos, los indicadores financieros no son efectivos para valorar el potencial de las empresas, siendo más adecuados los activos intangibles y los basados en el conocimiento (Quintana García, Benavides Velasco, & Guzmán Parra, 2013). Entre estos activos intangibles podemos encontrar la RSC.

Por otro lado, existen estudios que afirman que la RSC tiene una contribución significativamente positiva en la competitividad nacional e incluso en los niveles de calidad de vida (Boulouta & Pitelis, 2014). Es decir, la RSC se traduce en un mayor éxito competitivo (Herrera, Larrán, & Martínez-Martínez, 2013), siempre y cuando esté integrada en la organización y con ello genere una innovación en los procesos de gestión. Dicho en otras palabras, si la RSC está integrada en los procesos de negocio genera prácticas innovadoras y, por tanto, una mejora de la competitividad (Vilanova et al., 2009).

Sin embargo, una gran parte de la literatura de RSC se ha centrado en el impacto de la RSC en el nivel de la competitividad de las empresas (Boulouta & Pitelis, 2014), tanto grandes como pequeñas y en diferentes sectores (Battaglia et al., 2014; Vidales & Ortiz, 2014). Así pues en la literatura científica se establecen cuatro maneras destacables a través del cual la RSC puede crear ventajas competitivas (Hockerts, 2015): (1) la reducción del riesgo, (2) las ganancias de eficiencia, (3) la reputación social y (4) la creación de nuevos mercados.

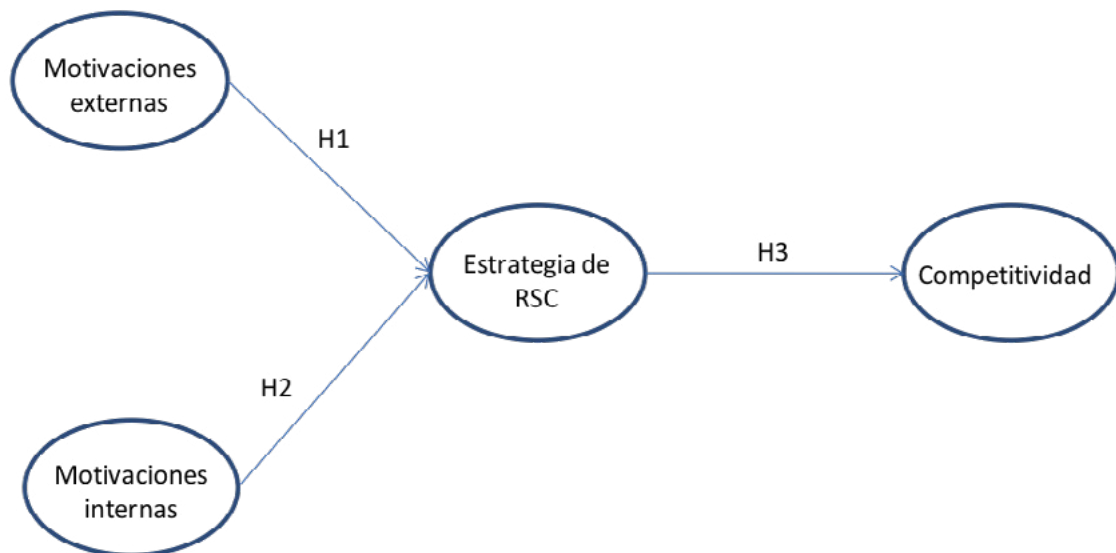
Además, la actividad desarrollada por una empresa tiene un alto impacto social cuando ésta opera en el sector de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones (Luna Sotorrío & Fernández Sánchez, 2010), ya que se produce una generación de puesto de trabajo cualificados y fomenta la formación de trabajadores (Jimenez-Zarco, Cerdan-Chiscano, & Torrent-Sellens, 2013).

No obstante, no se ha encontrado ningún estudio sobre su influencia sobre la competitividad de las empresas tecnológicas, por lo que se plantea la siguiente hipótesis:

- H3. El establecimiento de una estrategia de RSC influye positivamente en la competitividad de la empresa tecnológica.

En base a las consideraciones anteriores y analizando los trabajos previos en ellas citados referentes a la existencia de diferentes motivaciones para adoptar una estrategia de RSC en las empresas y su influencia en ella, y teniendo presente la Teoría de los Stakeholders, según la cual las empresas deben asumir responsabilidades respecto a los empleados y clientes como grupos más relevantes entre otros (Herrera et al., 2013; Hammann, Habisch, & Pechlaner, 2009), las hipótesis planteadas se resumen en el siguiente modelo conceptual (figura 1).

Figura 1. Modelo conceptual



Fuente: Elaboración propia

3. Metodología

Para la realización del análisis en este trabajo se ha recurrido, a un modelo de ecuaciones estructurales (SEM). Los modelos de ecuaciones estructurales son procedimientos estadísticos que permiten comprobar la medida de las hipótesis funcionales, predictivas y causales, siendo estas herramientas estadísticas multivariantes, esenciales para entender muchos elementos de investigación y llevar a cabo investigación básica o aplicada en las ciencias del comportamiento, de gestión, de salud y sociales (Bagozzi & Yi, 2011).

Al centrar el estudio en el sector tecnológico, según Ketchen et al., (1997) para obtener un mejor conocimiento, la configuración estructural ha de contribuir más a la explicación de los resultados organizacionales si el estudio empírico se centra en una muestra de una única industria o sector. Por ello, se van a estudiar empresas tecnológicas ubicadas en Parques Científicos y Tecnológicos españoles (PCyT), los cuales tienen en común bien la creación de empresas tecnológicas o bien atraer a empresas ya consolidadas que fomentan el desarrollo regional a través de un enfoque tecnológico y la creación de empleo y bienestar (Jimenez-Zarco et al., 2013).

En la actualidad existen 6.452 empresas ubicadas en los PCyT (APTE, 2014) las cuales generan 151.562 puestos de trabajo, de los cuales 30.968 se dedican directamente a tareas de Investigación y Desarrollo (I+D) en dichos parques. Las 6.452 empresas ubicadas en los PCyT generaron en 2014 una facturación total de 22.327 millones de euros, en diferentes sectores de actividad destacando las empresas relacionadas con la información, informática y telecomunicaciones ICT (22%) y con los servicios de ingeniería, consultoría y asesoría (14,8%). En menor medida, medicina y bio-sanitario, industrial, agroalimentación y biotecnología que representan el 6.2 %, 4.6 % y 4.6% respectivamente (ver **tabla 1**).

Tabla 1. Distribución porcentual por actividad económica principal, número de empresas y empresas contactadas en los PCyT.

Subsector	% sobre el total	empresas	Contactadas
Aeronautica	2,6	168	17
Agroalimentario/Biotech	4,6	297	30
Incubadoras	1,0	65	6
Centros Tecnológicos	4,3	277	28
Electronica	2,3	148	15
Energia	4,1	265	26
RRHH-Formación	3,8	245	25
Industrial	4,6	297	30
ICT	22,0	1419	142
Ingenieria y consultoria	14,8	955	95
Medicina y salud	6,2	400	40
Otros		1916	35
Total	70	6452	489

Fuente: Elaboración propia a partir de APTE (2014).

Siguiendo a Hair Jr, Anderson, Tatham, & Black, (1998) para los SEM el tamaño de muestra mínimo más habitual es un mínimo de 5 encuestados para cada parámetro estimado y, a medida que la complejidad del modelo aumenta el ratio se eleva a 10 encuestados por parámetro. En el caso objeto de estudio tenemos 37 indicadores validados, por tanto, el tamaño más adecuado de población muestral debe ser superior a 370.

De este modo, en la descripción cualitativa de los subsectores tecnológicos se aplica la técnica telefónica (Sarabia Sánchez, 1999) permitiéndose previamente conocer la disposición de las empresas a la RSC, por lo se decide llevar a cabo, además, un muestreo estratificado del 10% de dichos subsectores siendo el número de empresas contactadas telefónicamente las reflejadas en la tabla 2, ascendiendo a un total de 489.

Para la recogida de datos se ha realizado una encuesta online. En el caso de encuestas usando herramientas web que incluye un link de acceso al cuestionario, la tasa de respuesta se encuentra en torno al 30% (Arevalo, Aravind, Ayuso, & Roca, 2013) aunque existen estudios empíricos con una tasa de respuesta entre el 10% y el 20 % (Ramos, Manzanares, & Gómez, 2014; Chow & Chen, 2012).

El procedimiento final de muestreo llevado a cabo consiste en un procedimiento de muestreo no probabilístico de conveniencia, es decir, la muestra está formada por unidades muestrales que facilitan su medida, son accesibles o favorables (Miquel, Bigné, Cuenca, Miquel, & Lévy, 1997). Sin embargo, de las 489 empresas consultadas telefónicamente que en un primer momento se mostraron favorables a responder al cuestionario, se recibieron durante el año 2014 un total de 98 cuestionarios (un 20.04%), de los cuales se consideran validos para este estudio sobre motivaciones de la RSC, un total de 56, ya que éste es el número de empresas que habían emprendido medidas de RSC (o tenían intención de hacerlo) y por tanto, tenían motivaciones sobre la RSC. Así pues, la población muestral objeto del estudio fue de 489 empresas, obteniéndose una tasa de respuesta válida de un 11.45% con un error del 12.35% para $p=q=0.5$, para una nivel de confianza del 95 %; $z=1.96$.

La **tabla 2** ofrece un resumen de las principales características de la recogida de la información.

Tabla 2. Ficha técnica de la investigación

<i>Universo</i>	6.452 empresas ubicadas en Parques Científicos y Tecnológicos
<i>Ámbito geográfico</i>	España
<i>Método de recogida de información</i>	Encuesta on-line
<i>Población muestral</i>	489 empresas
<i>Muestra</i>	98 empresas
<i>Cuestionarios validos</i>	56
<i>Tasa de respuestas</i>	11.45%
<i>Error muestral</i>	12.35%
<i>Nivel de confianza</i>	95 %; $z=1.96$; $p=q 0.5$
<i>Método de muestreo</i>	No aleatorio de conveniencia
<i>Fecha de trabajo de campo</i>	Mayo-diciembre 2014

Fuente: Elaboración propia

Tabla 3. Indicadores

MOTIVACIONES INTERNAS		Fuente
MI01	Mejorar las condiciones laborales de mis trabajadores	Turyakira et al (2014)
MI02	Reducir el absentismo laboral	
MI03	Aumentar la motivación de los empleados	Turyakira et al (2014); Cetindamar y Husoy (2007)
MI04	Mejorar la formación y capacitación de los empleados	Turyakira et al (2014); Graafland et al (2012)
MI05	Mejorar la eficacia y el control de las operaciones	Law y Gunasekaran (2012); Gallardo Vazquez(2014); Cetindamar y Husoy (2007)
MOTIVACIONES EXTERNAS		Fuente
ME01	Cumplir con leyes y políticas gubernamentales	Law y Gunasekaran (2012); Marin et al. (2012)
ME02	Cumplir indicaciones de: clientes, accionistas, grupos ecologistas,...	Law y Gunasekaran (2012)
ME03	Mejorar las relaciones con la comunidad donde está asentada la organización	Law y Gunasekaran (2012) Marin et al (2012)
ME04	Salvaguardar los derechos de los consumidores	Gallardo-Vázquez y Sánchez-Hernandez(2014); Turyakira et al (2014)
ME05	Reducir las reclamaciones de los clientes	
ME06	Proteger al medioambiente	Graafland et al (2012), Cetindamar y Husoy (2007)
ME07	Favorecer el desarrollo sostenible	Turyakira et al (2014), Cetindamar y Husoy (2007)
ME08	Mejorar la imagen de la empresa al coincidir con acciones de la competencia	Prajogo et al. (2012)
ME09	Ser homologado como proveedor de organismos públicos	Lee (2012)
ME10	Ser homologado como proveedor de organismos privados	
ME11	Reducir las sanciones de organismos públicos	
ME12	Obtener ayudas o subvenciones de organismos públicos	
ME13	Cumplir con requisitos de terceras partes, p.e. administración, entidades financieras, etc.	Cetindamar y Husoy (2007)
COMPETITIVIDAD		Fuente
COM01	Se obtienen ventajas competitivas	Gallardo-Vázquez y Sánchez-Hernandez (2014); Battaglia et al. (2014); Turyakira et al. (2014) Marin et al. (2012); Rives & Bañón (2008)
COM02	Se consigue una reducción del absentismo laboral	
COM03	Incrementa de la satisfacción de los empleados	
COM04	Reducción de la conflictividad laboral por asuntos sociales	
COM05	Se facilita la conciliación de la vida laboral y familiar	
COM06	Existe participación de los empleados en los procesos de toma de decisiones	
COM07	Aumenta la inversión en RRHH, p.e. con acciones formativas, plan de carrera...	
COM08	Reducción del número de accidentes laborales	
COM09	Mejora la seguridad y salud laboral	
COM10	Se mejora la imagen externa de la organización	
COM11	Se mejora la imagen interna de la organización	
COM12	Se favorece la motivación de los empleados	
COM13	Se demuestra liderazgo en la comunidad		Herrera et al. (2013)

Tabla 3. Indicadores (continuación)

ESTRATEGIA BASADA EN RSC		Fuente
ERS01	La organización ha identificado a sus grupos de interés	Asif et al. (2011)
ERS02	La organización puede priorizar a sus grupos de interés	
ERS03	Se ha definido una política de RSC	Asif et al. (2013)
ERS04	Se ha definido un código ético de conducta para los empleados	Battaglia et al. (2014)
ERS05	Se han definido indicadores de RSC	Asif et al. (2011)
ERS06	La dirección de la organización está implicada en la integración de la RSC.	
ERS07	Existen recursos (humanos, financieros, materiales...) suficientes o están previstos para la implantación de la RSC	
ERS08	Existen en la organización procedimientos operativos que contemplan aspectos sociales, medioambientales y económicos	
ERS09	Existen planes estratégicos alineados con procesos y actividades tácticas y operativas (integración vertical)	
ERS10	La organización tiene procesos integrados unos con otros	
ERS11	Considera que los proceso de negocio crean valor para el bienestar económico, social y medioambiental	
ERS12	Los empleados disponen de conocimientos suficientes para lograr procesos sostenibles	
ERS13	La organización actualiza sus conocimientos medioambientales y de sostenibilidad, mediante la formación de sus trabajadores	
ERS14	Considera que la organización gestiona internamente dicho conocimiento de forma adecuada	
ERS15	Se han establecidos objetivos relativos a aspectos sociales y medioambientales	
ERS16	Se dispone de mecanismos de evaluación de los resultados de los objetivos	
ERS17	Se dispone de herramientas para evaluar, periódicamente, los requisitos y necesidades de los grupos de interés	
ERS18	Considera que la organización permanece atenta a las cuestiones de RSC	
ERS19	Se comunican los resultados de RSC a las partes interesadas	Asif et al. (2013)
ERS20	Existen mecanismos para dicha comunicación	
ERS21	Se realizan acciones correctivas en base a los resultados obtenidos	
ERS22	Se realizan acciones de mejora y /o preventivas en el área de la RSC	
ERS23	Se emplean mecanismos de mejora continua a lo largo de todas las áreas de negocio	Gallardo-Vázquez y Sánchez-Hernández (2014)
ERS24	Considera que las políticas de RSC tiene un resultado positivo en el conjunto de la organización	
ERS25	Se produce un acceso a nuevos mercados o clientes	

Fuente. Elaboración propia. Nota: Indicadores en negrita son aquellos que fueron validados en este estudio para las diferentes escalas de los constructos

En la elaboración del cuestionario se ha utilizado una escala de medida Likert 1-5 (1 «totalmente en desacuerdo» y 5 «totalmente de acuerdo»), pues es la más utilizada en estudios similares (Gimenez, Sierra, & Rodon, 2012; Torugsa, O'Donohue, & Hecker, 2012).

Para la formación de los constructos se ha recurrido a indicadores (tabla 3), basados no solo en la literatura consultada (Battaglia et al., 2014; Gallardo-Vázquez & Sanchez-Hernandez, 2014; Turyakira et al., 2014; Asif, Searcy, Zutshi, & Fisscher, 2013; Lee, Park, & Lee, 2013; Law & Gunasekaran, 2012; Lee, 2012; Asif, Searcy, Zutshi, & Ahmad, 2011; Cetindamar & Husoy, 2007) sino también en la Teoría de los *Stakeholders*.

La técnica elegida dentro de ecuaciones estructurales es la conocida como *Partial Least Squares* (PLS), por diferentes razones pues: (1) se ha utilizado previamente en las investigaciones relacionadas con la tecnología (Wang et al., 2015); (2) el uso de PLS se ha recomendado cuando el conocimiento teórico sobre un tema es escaso, (3) PLS puede estimar modelos con indicadores reflexivos y formativos sin ningún problema de identificación (Vinzi, Chin, Henseler, & Wang, 2010), (4) PLS puede estimar modelos con muestras pequeñas, de hecho, los modelos de PLS tienden a obtener resultados con altos niveles de potencia estadística (Reinartz, Haenlein, & Henseler, 2009), incluso cuando el tamaño de la muestra es muy modesto (Rigdon, 2014). Por lo tanto, y siguiendo a Henseler et al. (2014) utilizamos PLS como un instrumento estadístico destacable para la gestión y la investigación de las organizaciones, ya que varios estudios han indicado que el tamaño de muestra necesario está entre 30 y 100 casos si tenemos como mínimo 3 o 4 indicadores por constructo (Roldán & Sánchez-Franco, 2012). Además, una simulación Monte Carlo realizada por Chin y Newsted (1999) muestra que PLS pueden recoger información significativa del tamaño de las muestras tan bajas como 20 (Reinartz et al., 2009). Por tanto se considera que nuestra muestra es suficiente como para llevar a cabo un análisis estadístico de modelización de ecuaciones estructurales basadas en mínimos cuadrados parciales.

Los modelos de ecuaciones estructurales incluyen dos niveles de análisis: el modelo de la medición (*outer models*) y el modelo estructural (*inner models*) (Hair Jr, Sarstedt, Hopkins, & Kuppelwieser, 2014). El modelo de medición verifica cómo los constructos se miden en términos de las variables observadas (indicadores) y el modelo estructural examina las relaciones entre los constructos (Chen & Chang, 2011).

4. Resultados y contraste de hipótesis

4.1. Análisis Descriptivo

A continuación, se aportan algunos datos que describen a las empresas tecnológicas participantes en esta investigación, destacando que el tamaño más habitual de éstas son las micro y pequeñas empresas. Mientras que respecto a la facturación generada, la mayoría son empresas cuya facturación asciende entre un millón y cinco millones de euros al año, como se puede observar en la tabla 4:

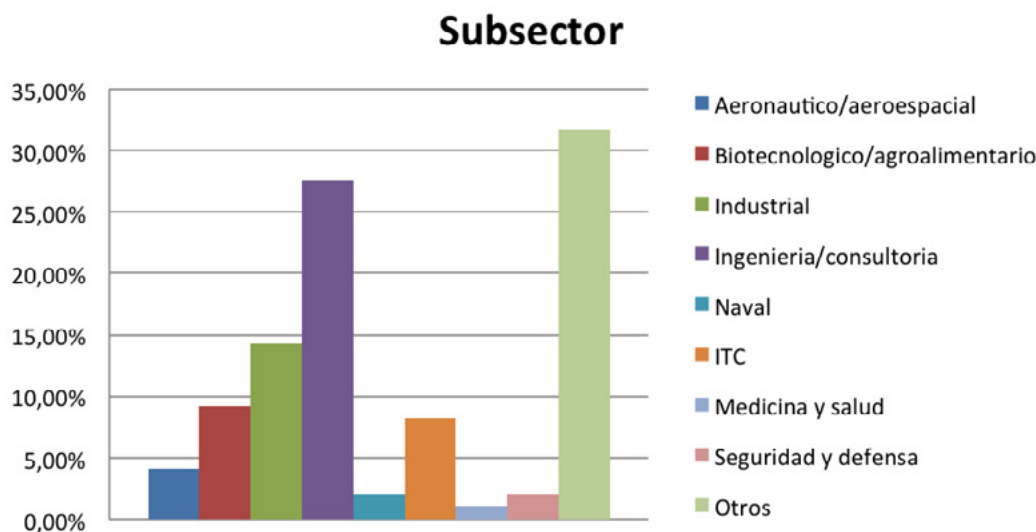
Tabla 4. Datos descriptivos de la muestra. Tamaño y facturación

Tamaño		Facturación	
Gran tamaño (más de 250 trabajadores)	21,43%	Menos de 100.000 € anuales	13,27%
Tamaño mediano (entre 50 y 250 trabajadores)	17,35%	Entre 100.000 y 500.000 € anuales	17,35%
Tamaño pequeño (entre 10 y 49 trabajadores)	28,57%	Entre 500.000 y 1.000.000 € anuales	6,12%
Tamaño mínimo (menos de 10 trabajadores)	30,61%	Entre 1.000.000 y 5.000.000 € anuales	27,55%
NS/NC	2,04%	Más de 5.000.000 € anuales	33,67%
		NS/NC	2,04%

Fuente. Elaboración propia

Atendiendo al subsector principal en el cual desarrolla su actividad, la **figura 2** refleja los datos obtenidos.

Figura 2



Fuente. Elaboración propia

4.2. Análisis Modelo de medida

En los modelos de medición reflexivos, este análisis se lleva a cabo con referencia a los atributos de fiabilidad individual del indicador, la fiabilidad del constructo, la validez convergente (Tenenhaus, Vinzi, Chatelin, & Lauro, 2005) y la validez discriminante (Hair, Sarstedt, Ringle, & Mena, 2012).

La fiabilidad de cada elemento individual se evalúa mediante el análisis del factor de cargas estandarizadas (λ) (Hair Jr et al., 2014). La fiabilidad del elemento individual es considerado adecuado cuando un indicador tiene un λ mayor que 0.707 en su respectivo constructo (Carmines & Zeller, 1979). En este estudio, todos los indicadores reflexivos tienen cargas por encima de 0.707 (cifras en negrita en la **tabla 5**).

Tabla 5. Cargas y cargas cruzadas para el modelo de medida

Indicador	Motivos externos	Motivos internos	Estrategia RSC	Competitividad
ME01	0.750	0.453	0.447	0.141
ME05	0.707	0.520	0.377	0.239
ME08	0.707	0.425	0.480	0.161
ME09	0.856	0.423	0.588	0.305
ME10	0.873	0.526	0.594	0.266
ME11	0.836	0.478	0.401	0.166
ME13	0.868	0.526	0.443	0.370
MI02	0.540	0.813	0.407	0.274
MI04	0.483	0.800	0.328	0.393
MI05	0.464	0.878	0.498	0.348
ERS10	0.577	0.287	0.846	0.321
ERS12	0.419	0.271	0.735	0.271
ERS13	0.511	0.343	0.830	0.494
ERS14	0.513	0.232	0.732	0.139
ERS15	0.547	0.423	0.792	0.343
ERS16	0.577	0.395	0.801	0.328
ERS17	0.592	0.442	0.870	0.450
ERS18	0.494	0.389	0.877	0.445
ERS19	0.550	0.479	0.800	0.515
ERS20	0.510	0.548	0.844	0.442
ERS21	0.430	0.519	0.821	0.572
ERS22	0.416	0.487	0.808	0.577
ERS23	0.483	0.469	0.867	0.505
ERS24	0.507	0.519	0.886	0.562
ERS25	0.367	0.270	0.791	0.518
COM01	0.399	0.501	0.518	0.794
COM02	0.165	0.343	0.435	0.864
COM03	0.239	0.426	0.465	0.836
COM04	0.137	0.213	0.417	0.773
COM05	0.206	0.147	0.403	0.818
COM06	0.267	0.372	0.435	0.876
COM07	0.116	0.193	0.372	0.840
COM08	0.298	0.361	0.464	0.865
COM09	0.349	0.434	0.424	0.874
COM11	0.158	0.298	0.404	0.818
COM12	0.189	0.392	0.455	0.890
COM13	0.285	0.305	0.497	0.840
COM14	0.157	0.276	0.385	0.744
COM15	0.257	0.264	0.406	0.768
COM16	0.194	0.309	0.429	0.840
COM17	0.413	0.414	0.621	0.890
COM18	0.354	0.273	0.426	0.771

Fuente. Elaboración propia

Para evaluar la consistencia interna de los constructos se debe obtener la fiabilidad compuesta (ρ_c) (Hair Jr et al., 2014) y el α de Cronbach (Castro & Roldán, 2013). Interpretando ambos valores con

las directrices que ofrecieron Nunnally y Bernstein, (1994) los cuales sugieren un valor de 0.7. En la presente investigación, los constructos analizados tienen una alta consistencia interna pues se superan los niveles recomendados (ver **tabla 6**).

Para valorar la validez convergente se calcula la varianza media extraída (AVE), la cual deber ser al menos igual a 0.5 (Fornell & Larcker, 1981). La validez discriminante representa el grado en que el constructo es empíricamente distinto de otros constructos, es decir, el constructo mide lo que pretende medir. La validez discriminante se analiza mediante dos métodos (Gefen & Straub, 2005).

Por un lado, un método establece que el constructo deber estar formado con más varianza de sus indicadores que cualquier otro constructo. Para probar este requisito, la raíz cuadrada de la AVE de cada constructo debe ser mayor que sus correlaciones con cualquier otro constructo. Esta condición se cumple para todos los constructos (ver **tabla 6**). La segunda opción para la verificación de la validez discriminante se realiza examinando las cargas transversales de los indicadores. Este método requiere que las cargas de cada indicador en su constructo sean más altas que las cargas cruzadas en otros constructos (Henseler, Ringle, & Sinkovics, 2009), como así ocurre en la **tabla 5**.

Tabla 6. Fiabilidad compuesta (ρ_c), coeficientes de validez convergente y discriminante

	ρ_c	α Cronbach	AVE	Competitividad	Estrategia	M. Internos	M. Externos
Competitividad	0.974	0.972	0.689	0.830			
Estrategia RSC	0.969	0.965	0.675	0.544	0.821		
Motivos internos	0.870	0.779	0.691	0.400	0.506	0.831	
Motivos externos	0.926	0.907	0.644	0.306	0.607	0.592	0.803

Nota: Elementos de la diagonal (negrita) son la raíz cuadrada de la varianza compartida entre los constructos y sus medidas (varianza media extraída). Fuera de la diagonal los elementos son las correlaciones entre constructos. Para la validez discriminante, los elementos diagonales deben ser mayores que los elementos fuera de la diagonal.

4.3. Análisis del modelo estructural

Una vez que la fiabilidad y la validez del modelo de medida ha sido establecido, varios pasos deben tomarse para evaluar las relaciones hipotéticas dentro del modelo estructural (Hair Jr et al., 2014), el cual evalúa el peso y la magnitud de las relaciones entre los distintos constructos.

La evaluación de la calidad del modelo se basa en su capacidad para predecir los constructos endógenos (Hair Jr et al., 2014). La bondad del ajuste del modelo es comprobada a través del análisis del estadístico de los parámetros *path* (β), mediante la *t de Student*, el valor R^2 para cada constructo dependiente y la prueba de Stone-Geisser (Q^2), que consiste en una validación cruzada del modelo evaluando en qué medida los parámetros estimados son útiles para predecir las variables observadas correspondientes a estos constructos, lo que permite una evaluación del modelo estructural (Roldán & Sánchez-Franco, 2012).

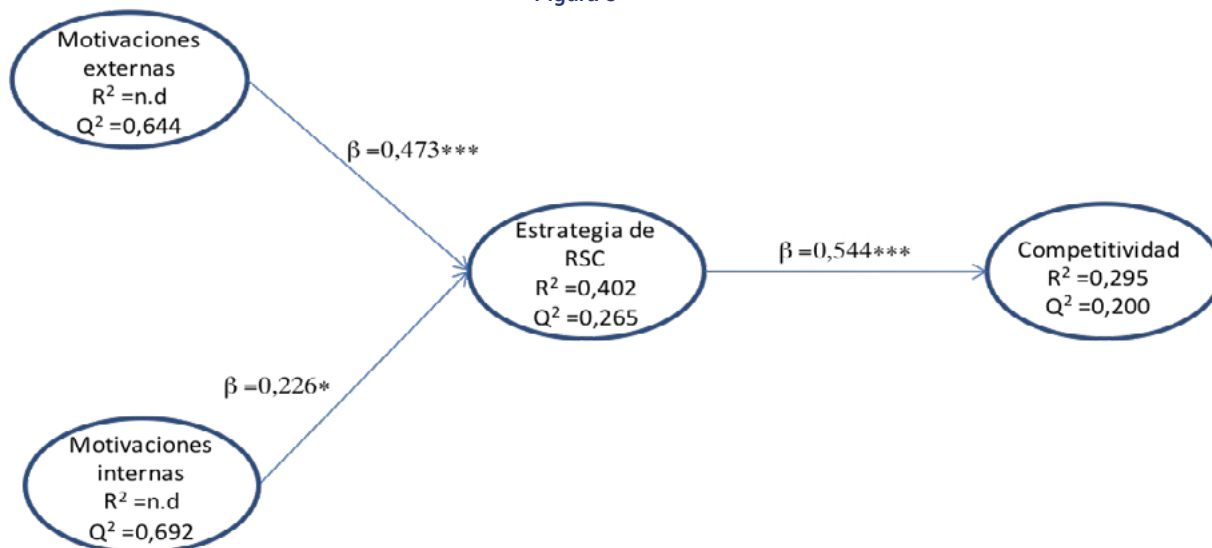
Así en primer lugar, se aceptarán aquellas β , y por extensión las hipótesis planteadas, que sean significativos según una distribución *t de Student* de una cola con n-1 grados de libertad (Roldán & Sánchez-Franco, 2012). Estos valores, según (Chin, 1998) deben ser al menos de 0.2, por tanto si $\beta < 0.2$ no hay causalidad y la hipótesis se rechaza. De acuerdo con Hair et al. (2011) y Henseler et

al., (2009), se utilizó un *bootstrapping* (5000 remuestras) para generar los estadísticos *t-Student* y sus errores estándar, esto nos permitió evaluar la significación estadística de las β (Castro & Roldán, 2013) y aceptar o no las hipótesis (ver **figura 3**).

En segundo lugar, se analiza la varianza explicada. La bondad de un modelo se determina a través de la fortaleza de cada relación estructural y se analiza utilizando el valor de R^2 para cada constructo dependiente. Según Falk y Miller (1992), estos valores deben ser superiores a 0.1 para poder considerar que el modelo tiene suficiente capacidad predictiva. Considerando que el R^2 es una medida de la exactitud del modelo (Hair Jr et al., 2014), y por tanto mide la cantidad de varianza del constructo que es explicada por el modelo (Serrano-Cinca, Fuertes-Callén, & Gutiérrez-Nieto, 2007) con los valores 0.75, 0.50, 0.25, respectivamente, se describen los niveles sustanciales, moderados o débiles de la exactitud de la predicción (Hair, Ringle, & Sarstedt, 2011), como se puede ver en la **figura 3**, todos los R^2 están entre el mínimo 0.1 y el 0.75, por lo que tienen una capacidad predictiva en diferente grado.

Finalmente, el test de Stone-Giesser (Q^2) se usa como criterio para medir la relevancia predictiva de los constructos dependientes (Roldán & Sánchez-Franco, 2012) y por tanto es un medio para evaluar la relevancia predictiva del modelo estructural (Hair Jr et al., 2014). Esta medida permite examinar la pertinencia de predicción del modelo teórico y el modelo estructural. Para modelos reflexivos se utiliza el índice de redundancia de validez cruzada (Q^2) (Castro & Roldán, 2013). Si Q^2 es mayor que 0 esto implica que el modelo tiene relevancia predictiva (Hair Jr et al., 2014); en nuestro caso todos los Q^2 obtenidos tienen signo positivo y son mayores que 0, como se puede apreciar en la **figura 3**.

Figura 3



Nota: $t(0.05, 4999) = 1,645158499$, $t(0.01, 4999) = 2,327094067$, $t(0.001, 4999) = 3,091863446$ * $p < 0,05$. ** $p < 0,01$. *** $p < 0,001$.
ns. No significativo (basado en $t(4999)$, test de una cola). nd. No disponible
Fuente. Elaboración propia

Siguiendo a Vázquez y Sánchez (2013), se han de tener en cuenta los efectos totales (directos e indirectos), los cuales se reflejan en la **tabla 7**.

Tabla 7. Efectos totales.

Relaciones	β	Standard Error	t-Student
Estrategia RSC -> Competitividad	0.544***	0.089	6.1179
Motivaciones s internas -> Competitividad	0.123 ns	0.083	1.4798
Motivaciones s internas -> Estrategia RSC	0.226*	0.131	1.7225
Motivaciones externas -> Competitividad	0.257***	0.079	3.2409
Motivaciones externas -> Estrategia RSC	0.473***	0.143	3.3219

Nota: $t(0.05, 4999) = 1,645158499$, $t(0.01, 4999) = 2,327094067$, $t(0.001, 4999) = 3,091863446$ * $p < 0,05$. ** $p < 0,01$. *** $p < 0,001$. ns. No significativo (basado en $t(4999)$, test de una cola).

Fuente. Elaboración propia

4.4. Contraste de hipótesis

A la luz de los resultados obtenidos éstos confirman todas las relaciones establecidas en el modelo de investigación, con lo que se puede observar una clara influencia de la estrategia basada en la RSC sobre la competitividad de la empresa. Por tanto, se han de aceptar todas las hipótesis planteadas puesto que el valor de β y su nivel significativo es adecuado y permiten apoyar dicha causalidad.

Al mismo tiempo, se puede observar que se producen unos efectos indirectos sobre la competitividad a través de los motivos externos, la cual es significativa según la β y la t-Student. Sin embargo no se encuentra esta relación indirecta con los motivos internos porque el valor β de la relación no permite apoyar esa causalidad.

5. Conclusiones y discusión

A través del estudio realizado, se pretende cubrir el vacío detectado en la literatura sobre las empresas tecnológicas para la implantación de medidas de RSC, ya que si bien existen estudios previos para la RSC y su integración en empresas españolas, éstos lo hacen desde un punto de vista regional (Gallardo-Vázquez & Sanchez-Hernandez 2014; Vintró et al. 2012) o analizando un único aspecto de dicha relación (Prado-Lorenzo et al., 2008). Así pues, la ausencia de trabajos empíricos previos que analicen las relaciones de la RSC en el sector de la tecnología en España y su integración en la empresa justificó su realización y se considera que viene a añadir un suplemento investigador a los estudios que relacionan la RSC y su integración en las empresas, pues dicha relación no se estudia con un efecto directo únicamente, sino que incorpora una relación indirecta a través de los motivaciones externas.

La integración de medidas socialmente responsables no se traduce únicamente en un posicionamiento ético o moral por parte de las organizaciones, sino también en la generación de intangibles de elevado valor estratégico, como la competitividad.

La principal contribución de este trabajo ha sido demostrar las diferentes motivaciones para implantar medidas de RSC su integración en la estrategia de la empresa y el efecto positivo que tienen en la competitividad de dichas empresas de manera empírica y fiable. Desde un punto de vista práctico, las empresas pueden utilizar los resultados de este estudio como un punto de apoyo para potenciar la integración de la RSC en los procesos de negocio.

El encontrar una relación significativa entre la estrategia de RSC y la competitividad podría explicarse por la posibilidad de que se trate de una relación moderada por otras variables en lo que se ha llamado el *triple bottom line* (TBL), (Miras Rodríguez, Carrasco Gallego, & Escobar Perez, 2014) un concepto que considera de forma simultánea los resultados económicos, las cuestiones sociales y medioambientales (Gimenez et al., 2012) de hecho algunos autores consideran que con la RSC las organizaciones intentan equilibrar el TBL (Lo, 2010).

Por tanto, se abriría aquí una línea de investigación en la cual no sólo se estudiaría la influencia sobre la competitividad sino también sobre el performance económico, la sostenibilidad y el desarrollo social. Además la aplicación de controles medioambientales, aunque pueda suponer un coste a corto plazo, puede reportar beneficios a largo plazo si la variable medioambiental es percibida positivamente por los clientes (Lee, 2008). En definitiva, la gestión proactiva de los *stakeholders* puede provocar una reducción del beneficio a corto plazo, pero el impacto a largo plazo de todas estas acciones puede ser positivo en términos de rentabilidad financiera (García-Castro, Ariño, & Canela, 2009) y medioambiental, ya que la sensibilización y divulgación de las acciones de RSC por parte de las empresas puede tener un efecto positivo hacia la protección del medio ambiente (Gallardo-Vázquez & Sánchez-Hernández, 2014). Por tanto, siguiendo con esta futura línea de investigación se podría proponer un modelo de integración en empresas tecnológicas donde se estudie el desempeño medioambiental y social y su repercusión sobre el económico.

El presente estudio reconoce la existencia de diversas limitaciones en sus resultados. En primer lugar, el hecho de que la muestra se restringe a empresas en España podría ser visto como una falta de generalización de los resultados, también es cierto que los resultados son consistentes con la literatura y los resultados de estudios anteriores extraídos de muestras no españolas p.e Turyakira et al., (2014), que apoya claramente la validez de nuestros resultados más allá de las fronteras españolas.

En segundo lugar, otra limitación se encuentra determinada por la técnica utilizada para el modelo propuesto: ecuaciones estructurales, que asume una linealidad de las relaciones entre las variables latentes (Castro & Roldán, 2013).

En tercer lugar, las empresas tecnológicas son organizaciones dinámicas que cambian con el tiempo. En consecuencia, la investigación futura del mismo debería medir los constructos analizados a lo largo de varios periodos de tiempo, teniendo en cuenta la dinámica para configurar las diferentes dimensiones de la RSC.

Sin embargo, dadas las limitaciones indicadas anteriormente, el trabajo puede ser visto como pionero, ya que representa un punto de partida para los aspectos de la RSC en cualquier empresa tecnológica y cubre el hueco detectado en la literatura.

Bibliografía

- Apospori, E., Zografos, K. G., & Magrizos, S. (2012). SME corporate social responsibility and competitiveness: a literature review. *International Journal of Technology Management*, 58(1/2), 10–31. <http://doi.org/10.1504/IJTM.2012.045786>
- APTE (2014). *Memoria de actividades de la Asociación de Parques Científicos y Tecnológicos de España. Ejercicio 2014*.
- Arevalo, J. A., Aravind, D., Ayuso, S., & Roca, M. (2013). The Global Compact: an analysis of the motivations of adoption in the Spanish context. *Business Ethics: A European Review*, 22(1), 1–15. <http://doi.org/10.1111/beer.12005>
- Asif, M., Searcy, C., Zutshi, A., & Ahmad, N. (2011). An integrated management systems approach to corporate sustainability. *European Business Review*, 23(4), 353–367. <http://doi.org/10.1108/09555341111145744>
- Asif, M., Searcy, C., Zutshi, A., & Fisser, O. A. M. (2013). An integrated management systems approach to corporate social responsibility. *Journal of Cleaner Production*, 56, 7–17. <http://doi.org/10.1016/j.jclepro.2011.10.034>
- Bagozzi, R. P., & Yi, Y. (2011). Specification, evaluation, and interpretation of structural equation models. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 40(1), 8–34. <http://doi.org/10.1007/s11747-011-0278-x>
- Battaglia, M., Testa, F., Bianchi, L., Iraldo, F., & Frey, M. (2014). Corporate Social Responsibility and Competitiveness within SMEs of the Fashion Industry: Evidence from Italy and France. *Sustainability*, 6(2), 872–893. <http://doi.org/10.3390/su6020872>
- Bernal Conesa, J. A., De Nieves Nieto, C., & Briones Peñalver, A. J. (2014). Implantación de la Responsabilidad Social en la Administración Pública: el caso de las Fuerzas Armadas Españolas. *Revista De Responsabilidad Social De La Empresa*, 18(III), 101–124.
- Bocquet, R., Le Bas, C., Mothe, C., & Poussing, N. (2013). Are firms with different CSR profiles equally innovative? Empirical analysis with survey data. *European Management Journal*, 31(6), 642–654. <http://doi.org/10.1016/j.emj.2012.07.001>
- Boulouta, I., & Pitelis, C. N. (2014). Who Needs CSR? The Impact of Corporate Social Responsibility on National Competitiveness. *Journal of Business Ethics*, 119(3), 349–364. <http://doi.org/10.1007/s10551-013-1633-2>
- Carmine, E. G., & Zeller, R. A. (1979). *Reliability and Validity Assessment*. SAGE Publications.
- Castro, I., & Roldán, J. L. (2013). A mediation model between dimensions of social capital. *International Business Review*, 22(6), 1034–1050. <http://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.02.004>
- Cetindamar, D., & Husoy, K. (2007). Corporate Social Responsibility Practices and Environmentally Responsible Behavior: The Case of The United Nations Global Compact. *Journal of Business Ethics*, 76(2), 163–176. <http://doi.org/10.1007/s10551-006-9265-4>
- Chang, C.-P. (2009). The relationships among corporate social responsibility, corporate image and economic performance of high-tech industries in Taiwan. *Quality and Quantity*, 43(3), 417–429. <http://doi.org/10.1007/s11135-007-9117-z>
- Chen, Y.-S., & Chang, C.-H. (2011). Utilize structural equation modeling (SEM) to explore the influence of corporate environmental ethics: the mediation effect of green human capital. *Quality & Quantity*, 47(1), 79–95. <http://doi.org/10.1007/s11135-011-9504-3>
- Chin, W. W. (1998). *Commentary: Issues and opinion on structural equation modeling*. JSTOR. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/249674>
- Chow, W. S., & Chen, Y. (2012). Corporate Sustainable Development: Testing a New Scale Based on the Mainland Chinese Context. *Journal of Business Ethics*, 105(4), 519–533. <http://doi.org/10.1007/s10551-011-0983-x>
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13. <http://doi.org/10.1002/csr.132>

- Falk, R. F., & Miller, N. B. (1992). *A Primer for Soft Modeling (1st edition)*. Akron, Ohio: Univ of Akron Pr.
- Fornell, C., & Larcker, D. (1981). *Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error*. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39–50. <http://doi.org/10.2307/3151312>
- Gallardo-Vázquez, D., & Sánchez-Hernández, I. (2014). *Structural analysis of the strategic orientation to environmental protection in SMEs*. *BRQ Business Research Quarterly*, 17(2), 115–128. <http://doi.org/10.1016/j.brq.2013.12.001>
- Gallardo-Vázquez, D., & Sanchez-Hernandez, M. I. (2014). *Measuring Corporate Social Responsibility for competitive success at a regional level*. *Journal of Cleaner Production*, 72, 14–22. <http://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.02.051>
- García-Castro, R., Ariño, M. A., & Canela, M. A. (2009). *Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity*. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107–126. <http://doi.org/10.1007/s10551-009-0143-8>
- Gefen, D., & Straub, D. (2005). *A practical guide to factorial validity using PLS-Graph: Tutorial and annotated example*. *Communications of the Association for Information Systems*, 16(1), 5.
- Gimenez, C., Sierra, V., & Rodon, J. (2012). *Sustainable operations: Their impact on the triple bottom line*. *International Journal of Production Economics*, 140(1), 149–159. <http://doi.org/10.1016/j.ijpe.2012.01.035>
- Graafland, J., & Schouten, C. M.-V. der D. (2012). *Motives for Corporate Social Responsibility*. *De Economist*, 160(4), 377–396. <http://doi.org/10.1007/s10645-012-9198-5>
- Guadamillas-Gómez, F., J Donate-Manzanares, M., & Skerlavaj, M. (2010). *The integration of corporate social responsibility into the strategy of technology-intensive firms: a case study*. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci: \vscasopis Za Ekonomsku Teoriju i Praksu*, 28(1), 9–34.
- Hair, Joe F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2011). *PLS-SEM: Indeed a Silver Bullet*. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 19(2), 139–152. <http://doi.org/10.2753/MTP1069-6679190202>
- Hair, Joe F., Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Mena, J. A. (2012). *An assessment of the use of partial least squares structural equation modeling in marketing research*. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 40(3), 414–433. <http://doi.org/10.1007/s11747-011-0261-6>
- Hair, Jr F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Hair Jr, J. F., Sarstedt, M., Hopkins, L., & Kuppelwieser, V. G. (2014). *Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM): An emerging tool in business research*. *European Business Review*, 26(2), 106–121. <http://doi.org/10.1108/EBR-10-2013-0128>
- Hammann, E.-M., Habisch, A., & Pechlaner, H. (2009). *Values that create value: socially responsible business practices in SMEs – empirical evidence from German companies*. *Business Ethics: A European Review*, 18(1), 37–51. <http://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2009.01547.x>
- Henseler, J., Ringle, C. M., & Sinkovics, R. R. (2009). *The use of partial least squares path modeling in international marketing*. In *New Challenges to International Marketing (Vol. 20, pp. 277–319)*. Emerald Group Publishing Limited. Retrieved from [http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/S1474-7979\(2009\)0000020014](http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/S1474-7979(2009)0000020014)
- Herrera, J., Larrán, M., & Martínez-Martínez, D. (2013). *Relación entre responsabilidad social y performance en las pequeñas y medianas empresas: Revisión bibliográfica*. *Cuadernos De Gestión*, 13(2), 39–65. <http://doi.org/10.5295/cdg.120360jh>
- Hillenbrand, C., Money, K., & Ghobadian, A. (2013). *Unpacking the Mechanism by which Corporate Responsibility Impacts Stakeholder Relationships*. *British Journal of Management*, 24(1), 127–146. <http://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00794.x>

- Hockerts, K. (2015). *A Cognitive Perspective on the Business Case for Corporate Sustainability: A Cognitive Perspective of the Business Case*. *Business Strategy and the Environment*, 24(2), 102–122. <http://doi.org/10.1002/bse.1813>
- Hur, W.-M., Kim, H., & Woo, J. (2014). *How CSR Leads to Corporate Brand Equity: Mediating Mechanisms of Corporate Brand Credibility and Reputation*. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 75–86. <http://doi.org/10.1007/s10551-013-1910-0>
- Jimenez-Zarco, A. I., Cerdan-Chiscano, M., & Torrent-Sellens, J. (2013). *Challenges and Opportunities in the Management of Science Parks: design of a tool based on the analysis of resident companies*. *Review of Business Management*. <http://doi.org/10.7819/rbgn.v15i48.1503>
- Ketchen, D. J., Combs, J. G., Russell, C. J., Shook, C., Dean, M. A., Runge, J., ... Lamoureux, S. (1997). *Organizational Configurations And Performance: A Meta-Analysis*. *Academy of Management Journal*, 40(1), 223–240. <http://doi.org/10.2307/257028>
- Law, K. M. Y., & Gunasekaran, A. (2012). *Sustainability development in high-tech manufacturing firms in Hong Kong: Motivators and readiness*. *International Journal of Production Economics*, 137(1), 116–125. <http://doi.org/10.1016/j.ijpe.2012.01.022>
- Leach, M., Rockström, J., Raskin, P., Scoones, I., Stirling, A. C., Smith, A., ... Olsson, P. (2012). *Transforming Innovation for Sustainability*. *Ecology and Society*, 17(2). <http://doi.org/10.5751/ES-04933-170211>
- Lee, E. M., Park, S.-Y., & Lee, H. J. (2013). *Employee perception of CSR activities: Its antecedents and consequences*. *Journal of Business Research*, 66(10), 1716–1724. <http://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.11.008>
- Lee, K., & Kim, J. (2009). *Current status of CSR in the realm of supply management: the case of the Korean electronics industry*. *Supply Chain Management: An International Journal*, 14(2), 138–148. <http://doi.org/10.1108/13598540910942000>
- Lee, L. T.-S. (2012). *The pivotal roles of corporate environment responsibility*. *Industrial Management & Data Systems*, 112(3), 466–483. <http://doi.org/10.1108/02635571211210077>
- Lee, M.-D. P. (2008). *A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead*. *International Journal of Management Reviews*, 10(1), 53–73. <http://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00226.x>
- Lo, S.-F. (2010). *Performance evaluation for sustainable business: a profitability and marketability framework*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(6), 311–319. <http://doi.org/10.1002/csr.214>
- Luna Sotorrió, L., & Fernández Sánchez, J. L. (2010). *Corporate social reporting for different audiences: the case of multinational corporations in Spain*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(5), 272–283. <http://doi.org/10.1002/csr.215>
- Marín, L., Rubio, A., & De Maya, S. R. (2012). *Competitiveness as a Strategic Outcome of Corporate Social Responsibility: Competitiveness and CSR*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(6), 364–376. <http://doi.org/10.1002/csr.1288>
- Melé, D., Debeljuh, P., & Arruda, M. C. (2006). *Corporate Ethical Policies in Large Corporations in Argentina, Brazil and Spain*. *Journal of Business Ethics*, 63(1), 21–38. <http://doi.org/10.1007/s10551-005-7100-y>
- Mendoza, S., De Nieves, C., & Briones, A. J. (2010). *Capacidades Empresariales en Responsabilidad Social y Cooperación en los Agronegocios de la Región de Murcia*.
- Miquel, S., Bigné, E., Cuenca, A. C., Miquel, M. J., & Lévy, J. (1997). *Investigación de mercados*. Madrid: McGraw-Hill.
- Miras Rodriguez, M. del M., Carrasco Gallego, A., & Escobar Perez, B. (2014). *Corporate social responsibility and financial performance: a meta-analysis*. *Spanish Journal of Finance and Accounting-Revista Espanola De Financiacion Y Contabilidad*, 43(2), 193–215. <http://doi.org/10.1080/02102412.2014.911000>

- Muñoz, R. M., Pablo, J. D. S. de, & Peña, I. (2015). Linking corporate social responsibility and financial performance in Spanish firms. *European Journal of International Management*, 9(3), 368–383. <http://doi.org/10.1504/EJIM.2015.069133>
- Nunnally, J. C., & Bernstein, I. H. (1994). *Psychometric Theory* (3rd edition). New York: McGraw-Hill.
- Plaza Úbeda, J. A., De Burgos Jiménez, J., & Belmonte Ureña, L. J. (2011). Grupos de interés, gestión ambiental y resultado empresarial: una propuesta integradora. *Cuadernos De Economía y Dirección De La Empresa*, 14(3), 151–161. <http://doi.org/10.1016/j.cede.2011.02.001>
- Prado-Lorenzo, J. M., Gallego-Álvarez, I., García-Sánchez, I.-M., & Rodríguez-Domínguez, L. (2008). Social responsibility in Spain: Practices and motivations in firms. *Management Decision*, 46(8), 1247–1271. <http://doi.org/10.1108/00251740810901417>
- Prajogo, D., Tang, A. K. Y., & Lai, K. (2012). Do firms get what they want from ISO 14001 adoption?: an Australian perspective. *Journal of Cleaner Production*, 33, 117–126. <http://doi.org/10.1016/j.jclepro.2012.04.019>
- Quintana García, C., Benavides Velasco, C. A., & Guzmán Parra, V. F. (2013). Capacidades de investigación y directivas: señales informativas en la salida a bolsa de las empresas de base tecnológica. *Cuadernos De Economía y Dirección De La Empresa*, 16(4), 270–280. <http://doi.org/10.1016/j.cede.2013.06.005>
- Ramos, M. I. G., Manzanares, M. J. D., & Gómez, F. G. (2014). EL EFECTO DEL PAPEL MEDIADOR DE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA EN LA RELACIÓN ENTRE LA RSC Y LOS RESULTADOS ECONÓMICOS. *Revista De Estudios Empresariales. Segunda Época*, (1). Retrieved from <http://revistaselectronicas.ujaen.es/index.php/REE/article/view/1378>
- Reinartz, W., Haenlein, M., & Henseler, J. (2009). An empirical comparison of the efficacy of covariance-based and variance-based SEM. *International Journal of Research in Marketing*, 26(4), 332–344. <http://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2009.08.001>
- Rigdon, E. E. (2014). Rethinking Partial Least Squares Path Modeling: Breaking Chains and Forging Ahead. *Long Range Planning*, 47(3), 161–167. <http://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.02.003>
- Rives, L. M., & Bañón, A. R. (2008). La responsabilidad social corporativa como determinante del éxito competitivo: un análisis empírico. *Revista Europea De Dirección y Economía De La Empresa*, 17(3), 27–42.
- Roldán, J. L., & Sánchez-Franco, M. J. (2012). Variance-Based Structural Equation Modeling: Guidelines for Using Partial Least Squares. *Research Methodologies, Innovations and Philosophies in Software Systems Engineering and Information Systems*, 193.
- Sarabia Sánchez, F. J. S. (1999). *Metodología para la investigación en marketing y dirección de empresas*. Madrid: Pirámide.
- Serrano-Cinca, C., Fuertes-Callén, Y., & Gutiérrez-Nieto, B. (2007). Online reporting by banks: a structural modelling approach. *Online Information Review*, 31(3), 310–332. <http://doi.org/10.1108/14684520710764096>
- Suñe, A., Bravo, E., Mundet, J., & Herrera, L. (2012). Buenas prácticas de innovación: un estudio exploratorio de empresas tecnológicas en el sector audiovisual español. *Investigaciones Europeas De Dirección y Economía De La Empresa*, 18(2), 139–147.
- Tenenhaus, M., Vinzi, V. E., Chatelin, Y. M., & Lauro, C. (2005). PLS path modeling. *Computational Statistics & Data Analysis*, 48(1), 159–205. <http://doi.org/10.1016/j.csda.2004.03.005>
- Torugsa, N. A., O'Donohue, W., & Hecker, R. (2012). Proactive CSR: An Empirical Analysis of the Role of its Economic, Social and Environmental Dimensions on the Association between Capabilities and Performance. *Journal of Business Ethics*, 115(2), 383–402. <http://doi.org/10.1007/s10551-012-1405-4>
- Turyakira, P., Venter, E., & Smith, E. (2014). The impact of corporate social responsibility factors on the competitiveness of small and medium-sized enterprises. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 17(2), 157–172.
- Vázquez, D. G., & Sánchez, M. I. (2013). Análisis de la incidencia de la responsabilidad social empresarial en el éxito competitivo de las microempresas y el papel de la innovación. *Universia Business Review*, (38), 14–31.

-
- Vázquez-Carrasco, R., & López-Pérez, M. E. (2013). *Small & medium-sized enterprises and Corporate Social Responsibility: a systematic review of the literature*. *Quality & Quantity*, 47(6), 3205–3218. <http://doi.org/10.1007/s11135-012-9713-4>
- Vidales, K. B. V., & Ortiz, D. A. A. (2014). *Responsabilidad social de las empresas agrícolas y agroindustriales aguacateras de Uruapan, Michoacán, y sus implicaciones en la competitividad*. *Contaduría y Administración*, 59(4), 223–251.
- Vilanova, M., Lozano, J. M., & Arenas, D. (2009). *Exploring the Nature of the Relationship Between CSR and Competitiveness*. *Journal of Business Ethics*, 87(S1), 57–69. <http://doi.org/10.1007/s10551-008-9812-2>
- Vintró, C., Fortuny, J., Sanmiquel, L., Freijo, M., & Edo, J. (2012). *Is corporate social responsibility possible in the mining sector? Evidence from Catalan companies*. *Resources Policy*, 37(1), 118–125. <http://doi.org/10.1016/j.resourpol.2011.10.003>
- Vinzi, V. E., Chin, W. W., Henseler, J., & Wang, H. (2010). *Handbook of Partial Least Squares: Concepts, Methods and Applications*. Springer Science & Business Media.
- Wang, Y., Chen, Y., & Benitez-Amado, J. (2015). *How information technology influences environmental performance: Empirical evidence from China*. *International Journal of Information Management*, 35(2), 160–170. <http://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2014.11.005>
- Wildowicz-Giegiel, A. (2014). *The evolution and the new frontiers of social responsibility accounting*. *Problems of Management in the 21 St Century*, 9(1), 95.



Comunicação interna como ferramenta de endomarketing para maximização na competitividade: um estudo em pequenas empresas da cidade de Paranaguá no Brasil

AREA: 2
TYPE: Caso

54

AUTORES

Acácia Lopes

Freire

Pontifícia Universidade Católica do Paraná
acaciafreire@live.com

Sidele Woehl

Pontifícia Universidade Católica do Paraná
sidelew@hotmail.com

Anderson

Catapan¹

Universidade Tecnológica Federal do Paraná
andecatapan@yahoo.com.br

Barbara Luzia

Sartor Bonfim

Universidade Braz Cubas
barbarals.bonfim@yahoo.com.br

1. Contact author: Rua Luiz Grochoski, 487; São José dos Pinhais, Paraná; Brasil

Internal communication how internal marketing tool to maximize on competitiveness: a study in small business of Paranaguá city in Brazil

Comunicación interna cómo herramienta de marketing interno para maximizar la competitividad: un estudio em la pequeña empresa de la ciudad de Paranaguá en Brasil

A comunicação interna e o endomarketing são importantes ferramentas no processo de gestão e estas práticas têm sido observadas e estudadas em grandes instituições e em empresas de diversos setores. Assim, o objetivo deste artigo é analisar as práticas de comunicação e marketing – especificamente de endomarketing – em pequenas empresas de Paranaguá, no Brasil. Para isso, como metodologia de pesquisa, de cunho qualitativa, foram realizadas entrevistas com diretores de uma amostra de pequenas empresas. Dentre os resultados obtidos, foram analisadas e identificadas as práticas de endomarketing que estas empresas adotam e, entre outros, verificou-se que as empresas têm consciência da importância de ações de comunicação interna e endomarketing, ainda que nem todos o façam.

Internal communication and internal marketing are important tools in the management process and these practices have been observed and studied in large institutions and companies from various sectors. The objective of this article is to analyze the communications and marketing practices – specifically internal marketing – in small businesses of Paranaguá in Brazil. For this, as a research methodology, qualitative nature, interviews were conducted with directors of a sample of small businesses. Among the results were analyzed and identified internal marketing practices that these companies adopt and, among others, it was found that companies are aware of the importance of internal communication and internal marketing actions, although not all do.

La comunicación interna y marketing interno son herramientas importantes en el proceso de gestión y se han observado y estudiado estas prácticas en las grandes instituciones y empresas de diversos sectores. El objetivo de este artículo es analizar las comunicaciones de marketing y las prácticas de comercialización – especificamente interno – en las pequeñas empresas de Paranaguá en Brasil. Para ello, como una metodología de investigación, la naturaleza cualitativa, se realizaron entrevistas con los directores de una muestra de las pequeñas empresas. Entre los resultados se analizaron e identificaron las prácticas de comercialización internos que estas empresas adoptan y, entre otros, se encontró que las empresas son conscientes de la importancia de la comunicación interna y las acciones de marketing interno, aunque no todos lo hacen.

DOI
10.3232/GCG.2016.V10.N2.03

RECEIVED
04.11.2015

ACCEPTED
01.04.2016

1. Introdução

O Endomarketing transformou-se em uma ferramenta importante para as empresas, focando a sintonia e a sincronização de todos os colaboradores da empresa, tornando o colaborador um aliado e promovendo a ideia de que seu sucesso está ligado ao sucesso da organização (Peres, 2012).

Ainda que as empresas evoluam em processos, pesquisa, produtos ou serviços, o público interno não pode ser ignorado. Além de colaborador, o capital humano dentro da empresa tem o papel de influenciador, propagandista externo e até mesmo de consumidor potencial ou real dos produtos que a empresa fabrica (Tavares, 2010).

Nesse contexto objetivo deste artigo é analisar as práticas de comunicação e marketing - especificamente de endomarketing -, verificando qual sua influência na competitividade de pequenas empresas de Paranaguá, cidade do litoral do Estado do Paraná, no Brasil.

Esta pesquisa justifica-se, pois diversos outros trabalhos contemporâneos vêm analisando aspectos relativos à gestão de aspectos internos em organizações no Brasil (Mattos et al., 2013; Morais et al., 2014; Catapan et al., 2015; Paula et al., 2015), o que mostra uma oportunidade de continuação destas pesquisas.

O estudo está estruturado em sete partes, que inicia por esta de caráter introdutório. A parte seguinte expõe os benefícios do endomarketing e da comunicação interna. A terceira parte explica sobre a motivação como fator chave do endomarketing. A quarta parte constata as defasagens e os limites existentes na comunicação organizacional, principalmente nas pequenas empresas. Na sequência será apresentada a metodologia utilizada nesse estudo. A penúltima parte apresenta os resultados das entrevistas e, a última parte expõe as considerações finais da pesquisa.

2. Referencial Teórico

2.1. Comunicação Interna, Endomarketing e Competitividade

Diversos artigos vêm estudando aspectos relacionados ao marketing (Vargo & Lusch, 2004; Stremersch & Dyck, 2009; Kozinets et al., 2010; Kaleka, 2011; Laczniak & Murphy, 2012; Andreasen, 2012; Akaka, Vargo & Lusch, 2013; Hill & Martin, 2014; Ertimur & Coskuner-Balli, 2015), mas o endomarketing é um conceito ainda pouco explorado na literatura acadêmica contemporânea. Não foram encontradas pesquisas que relacionem endomarketing com competitividade, mas pesquisas anteriores como Leonidou, Palihawadana e Theodosiou (2011) relacionaram efeitos de marketing com competitividade encontrando relações positivas.

De acordo com Bekin (1995), o endomarketing é um conceito que engloba as ações de marketing voltadas para o cliente interno, com o objetivo não só de promover os valores da empresa como também integrar seus departamentos. O autor criou esse conceito quando trabalhava em

PALAVRAS-CHAVE

Comunicação
Interna;
Endomarketing;
Comunicação
Organizacional;
Motivação;
Pequenas
Empresas

KEYWORDS

Internal
Communication;
Internal
Marketing;
Organizational
Communication;
Motivation; Small
Business

PALABRAS CLAVE

Comunicación
Interna;
Marketing
Interna;
Comunicación
Organizacional;
Motivación;
Pequeños
Negocios

CÓDIGOS JEL:

L22, M31, M51

uma multinacional e percebeu que faltava o marketing para dentro da empresa, focado na motivação do público interno. O endomarketing pode ser entendido como um método estruturado, nivelado ao planejamento estratégico empresarial, visando melhorias na comunicação e buscando a relação com ganhos de produtividades nas organizações (Dias, 2007).

Brum (2010, p. 70) constata que o endomarketing é a ferramenta para “dar valor e visibilidade para a informação, permitindo que o público interno a reconheça de forma positiva, independente de qual seja o conteúdo”. O conteúdo informa e encanta, mas mesmo assim tudo depende da forma em como ele é comunicado. A autora ainda acredita que a informação quando é bem trabalhada, proporciona conhecimento a todos os colaboradores que, conseqüentemente, tem um bom nível de integração (Brum, 2010). Para ter endomarketing eficiente na empresa, é preciso criar uma cultura organizacional e consciência comunicativa, onde todos conseguem enxergar a importância da comunicação de qualidade. Sendo assim a função do endomarketing é apresentar de forma objetiva que nos processos internos da empresa também existem as práticas dos valores estabelecidos com base na cultura organizacional a conservação de um clima ideal e o reconhecimento das pessoas, os clientes internos que possuem valores, desejos e expectativas (Weirich, Munari & Bezerra, 2004).

Para os autores José e Rosa (2014) as organizações precisam assumir a comunicação como um mecanismo relevante para a sua produtividade, transmitindo informações com credibilidade nivelando seu canal de comunicação. Pois a partir do momento que os objetivos e ideais empresariais forem compartilhados por todos de dentro da organização, maior será o grau de satisfação dos colaboradores, dessa forma a satisfação é refletida na maneira com que são tratados seu público externo (José & Rosa, 2014).

Tavares (2010) afirma que a comunicação interna existe independente de um programa de endomarketing, porém o que diferencia é justamente a qualidade da comunicação, administrada por profissionais especializados e como, através de quais meios ela é transmitida. Dessa forma, um programa de endomarketing é capaz de tornar o funcionário um ser comprometido com a nova postura da empresa e com a modernidade, cada um em sua área de atuação e através de seu trabalho (Graces, 2009). Para tanto, o endomarketing passou de complementar a essencial na excelência dos processos administrativos de qualquer negócio, pois qualquer comunicação precisa ser planejada.

Marchiori (2008, p. 221) constata que a comunicação interna inclui o “processo comunicativo entre as pessoas e grupos com suas barreiras e ruídos, comunicação administrativa, fluxos informativos, redes formais e informais, canais de comunicação (...)” Mais do que informar, a comunicação envolve e obtém retorno, permitindo que o cliente interno se sinta essencial dentro do processo e não apenas “mais um”.

O colaborador que tem consciência do valor do seu trabalho dentro da empresa, da real importância das tarefas que realiza, desempenha seu papel com mais eficiência. Com uma política de comunicação aberta, todos os colaboradores se sentem confiantes para expor suas opiniões e a chance de neutralizar pontos fracos nos relacionamentos interpessoais ou até mesmo em processos e situações de crise são maiores. Sendo assim, uma equipe proativa e motivada reflete em todos os processos administrativos e impacta diretamente no cliente final. Tavares (2010, p. 19) acredita que “Melhorar a qualidade da comunicação interna e, conseqüentemente gerar motivação nos funcionários de uma empresa torna-se essencial para o resultado dos processos administrativos”.

A motivação pode partir de um líder e é algo que faz total diferença nos processos de comunicação e endomarketing. Os fatores de motivação podem ser inúmeros como aumento de salário ou um bom ambiente de trabalho, mas sem dúvidas o mais importante destes é a valorização do ser humano e o reconhecimento da sua contribuição. Oportunidades como essa reforçam o sentimento de pertença, de identificação com o trabalho e com a empresa.

O endomarketing tem também como processo informar, integrar e tornar comum os colaboradores da organização, seus objetivos e objetivos da empresa, estratégias e resultados (Brum, 2010). Quanto mais informação de qualidade é fornecida a todos, é possível despertar o sentimento de identificação, além do colaborador se sentir mais envolvido com a missão e visão da empresa e com o local onde trabalha em si.

Levando em consideração que as pessoas passam mais tempo trabalhando ao invés de estarem com a própria família, por exemplo, ou investindo seu tempo em outros afazeres, a comunicação interna e o endomarketing propagam os valores da empresa e fazem com que o colaborador veja no ambiente onde trabalha uma oportunidade real de crescimento e desenvolvimento profissional e pessoal.

2.2. Endomarketing e Motivação

Como citado anteriormente, todos os colaboradores de uma empresa devem estar orientados para o mesmo norte. O líder tem um papel muito importante no quesito motivação, pois ele tem como responsabilidade motivar a equipe e conduzir todos para a mesma direção. Para Silva e Lira (2014), a motivação pode ser vista e explorada como um instrumento fundamental dentro da ferramenta do endomarketing, pois através dela os colaboradores estarão empenhados para o alcance dos objetivos e sucesso da empresa.

A motivação é um dos enfoques do endomarketing e não pode ser feita esporadicamente, devendo ser feita de forma planejada e contínua. É necessário que a motivação seja vista como algo muito mais abrangente, que inclui resultados, a imagem da empresa e clientes (Tavares, 2010). Para Braga, Silva e Dornelas (2002) o papel do endomarketing consiste na criação de ambientes e situações que façam que o funcionário tenha motivação em seu trabalho, trabalhando com as questões motivacionais. A motivação pode estar não só em ações planejadas, mas na atitude também de reconhecer o outro, de estar sensível aos seus anseios, de ver o colaborador como um ser humano que também procura e trabalha por algo que o faça feliz. Não é um processo, mas sim uma visão, um estilo de liderança, uma maneira de se portar dentro e fora da empresa. É também uma maneira de realmente enxergar e se envolver com o próximo.

Kotler (2012, p. 20) quando comenta a respeito de marketing interno e externo, define:

"O marketing interno, um dos componentes do marketing holístico, consiste em contratar, treinar e motivar funcionários capazes que queiram atender bem os clientes. O marketing interno assegura que todos na organização, sobretudo a alta gerência, adotem os princípios de marketing adequados."

Esse desejo de atender os clientes acontece em cadeia: além da automotivação que é necessária, a motivação vem dos gestores, líderes e dos colegas de equipe, que possuem um papel significativo de incentivar a pró-atividade de seus colaboradores, estimulando-os a tomar iniciativas sem gerar

competição entre os setores, mas sim, promover a interação entre as pessoas (José & Rosa, 2014). São todos unidos por causas como contribuir pela própria equipe e a empresa, aprender novas funções, atividades e agregar experiência.

Um dos motivos de insatisfação e desmotivação das pessoas é o relacionamento com seu gestor ou superiores, além da insatisfação com benefícios e falta de reconhecimento. Para tanto, cabe ao líder ajudar e apoiar as decisões da equipe, fazendo com que todos realizem as suas atividades com prazer e o sentimento de realização, com consciência que o bom trabalho realizado agrega a todos. Bekin (1995) afirma que a liderança é a principal influência para a motivação do grupo. Já para Tavares (2010) também é importante que o líder trabalhe com a integração empresarial, que abarca a integração entre os funcionários, integração do funcionário com a empresa, dele com as chefias e a integração entre setores/departamentos/unidades/áreas. Portanto, a relação do líder com a sua equipe não deve-se dar de maneira comum e parcial, mas sim em constante fluxo, no qual valores, visões e sonhos são compartilhados para estabelecer o compromisso necessário à realização dos objetivos da organização (Campos, 2008).

Ao falar de integração, envolve-se literalmente não só todos os colaboradores da empresa como também há a possibilidade do mesmo sentir a confiança que é transmitida por parte de todos. Essa confiança é transmitida a partir do momento que a empresa se permite conhecer seus colaboradores e suas necessidades quando ouve cada um. Além disso, a informação é um produto muito importante neste ciclo, pois quando democratizada, permite que seu público interno se sinta parte de cada etapa do processo. Saber mais sobre a empresa, seus mercados, produtos, metas, serviços e desafios faz com que o colaborador esteja em uma posição de importância, porque afinal, de fato ele é importante (Brum, 2010).

Motivar também é ouvir e informar. Atualmente, todos recebem muitas informações e justamente pelo excesso, o indivíduo acaba não sabendo separar o que é verdade, o que não é ou o que é relevante e deve ser priorizado. Antes de propagar qualquer informação também é preciso realmente entender a mensagem, pois na urgência da informação muitas vezes a mesma não é ouvida de fato, apenas repassada.

Kunsch (2009, p. 335) afirma que "as organizações ainda parecem muito preocupadas em distribuir a informação, mas pouco em ouvir. E, ainda assim, a eficiência da informação descendente não parece ter chegado a um nível aceitável". Em pesquisa realizada em 2002, esta autora ainda observa que apesar do aumento do interesse pela comunicação, não há o entendimento, a compreensão e o real engajamento das próprias equipes e dirigentes. Com base nisso, é possível analisar que falta um comprometimento maior com a informação, motivação e endomarketing - preocupações que não estão apenas restritas a profissionais de comunicação - evidente não só em grandes empresas como também nas pequenas. Inclusive é preocupante como estas ferramentas são tratadas nestas empresas, pois é a informação que possibilita o relacionamento.

Brum (2010, p. 140) afirma que "para entender a informação como um dos principais fatores de motivação, basta lembrar que ninguém luta por uma meta sem saber que ela existe." A autora acredita que independente de como a informação é repassada - desde que com qualidade -, é ela que possibilita o relacionamento e o envolvimento espiritual com a empresa. A informação e o relacionamento são o que engajam todos os colaboradores nas ideias, projetos e objetivos. Moran (1998, p. 31) acredita que a comunicação visível "é um processo de comunicação em que as pessoas falam e respondem, sem prestarem verdadeiramente atenção ao outro e ao que está dizendo".

Por fim, através da motivação obtém-se o maior comprometimento de cada indivíduo com a empresa, que é também um dos objetivos do endomarketing. Quando comprometido com a empresa, o colaborador além de se dedicar ao máximo, procura sempre aprender novos processos e ver no que o mesmo pode contribuir para o melhor funcionamento do local onde trabalha. Bekin (1995, p. 68) afirma que "todo processo de motivação forma uma sequência constituída pelas seguintes etapas: estímulo, esforço, desempenho, valorização, recompensa, satisfação e comprometimento." Com essas etapas a comunicação flui de maneira natural, onde todos estão cientes de cada processo, pois tem acesso a informação. Todas as etapas citadas por Bekin (1995) também contribuem não só para o maior comprometimento dos colaboradores e o aumento de produtividade como também no crescimento pessoal de cada indivíduo.

2.3. Limites e Defasagens da Comunicação em Pequenas Empresas

Sendo a gestão participativa a gestão do século XXI, o investimento em processos de comunicação aumentou. Tavares (2010, p. 2) afirma que a era da informação "força as organizações a maximizar a tecnologia", o que também foi um fator importante, pois as pessoas recebem e compartilham muito mais informações do que antes. Não há mais barreiras para comunicar-se.

A comunicação que antes era solicitada apenas em situações padrão e emergenciais, agora faz parte de todos os processos dentro da empresa, como uma ferramenta estratégica, pois de acordo com Kunsch (2003, p. 121), o cliente interno também "é um público estratégico e multiplicador dos mais importantes de uma organização". No momento atual, mais importante que as áreas da organização, são as pessoas, sua felicidade e realização dentro da onde trabalham. As pessoas fazem as empresas, independente do seu porte. Brum (2010, p. 18) defende "Pessoas felizes produzem mais e melhor" e acredita que essa é a verdadeira razão de existir do endomarketing.

Cabem a um negócio de sucesso o desenvolvimento e investimento na individualidade e potencial de cada colaborador. Tavares (2010, p. 51) acredita que:

Quando a comunicação interna consegue fluir bem em todo o ambiente interno, os funcionários poderão sentir-se mais motivados na realização de suas funções, pois a empresa consegue repassar as informações relacionadas ao seu negócio e ter retorno do público interno sobre elas.

Mesmo assim, ainda com avanços em processos e tecnologia, a comunicação quando presente em pequenas empresas ainda acontece de maneira informal e tradicional. Kunsch (2003, p. 83) acredita que os colaboradores buscam as comunicações informais, pois "muitas vezes, os canais formais não proporcionam informações suficientes e claras para satisfazer suas necessidades e dúvidas".

A mudança de mentalidade desses colaboradores pressupõe a necessidade urgente da quebra de diversos paradigmas da comunicação. Estrella (2009, p. 44) afirma que o colaborador agora além de produzir, também cria e, portanto é necessária a "compreensão da mudança dos valores éticos no imaginário profissional contemporâneo". Ainda em relação aos colaboradores, a autora acredita que além de conhecer o público interno também é preciso não só "levantar suas insatisfações e reivindicações, mas de torná-los agente, sujeito desse processo de administração organizacional, principalmente no capítulo referente à comunicação" (Estrella, 2009, p. 50).

Na maioria dos casos, em pequenas empresas a comunicação não é implantada por não ter uma pessoa especializada na área ou ainda, acaba não acontecendo da maneira correta, pois muitos ainda utilizam a informação como instrumento de poder. Bekin (1995, p. 36) afirma que a tendência dos executivos “é limitar a estratégia de negócios ao marketing, julgando que estão atentos ao mercado e descuidando da parte propulsora do processo, que são as pessoas na organização”. São gestores e diretores que não ouvem e conseqüentemente apenas disseminam a informação, sem causar interesse e engajamento algum (Kunsch, 2009). Por questão de custo também não há comunicação direta, planejada para cada público.

É preciso que a direção esteja disposta a realizar uma gestão da comunicação transparente e marcada pela autenticidade, compartilhando informações e dados positivos e negativos, fomentando a participação de todos para então a mudança ocorrer de fato (Tavares, 2010). A comunicação interna e o endomarketing, alinhado com os anseios de todas as equipes e colaboradores, só acontece quando a cultura da empresa assim o permite. Argenti (2006, p. 169) afirma que “a comunicação interna no século XXI envolve mais do que memorandos, publicações e as respectivas transmissões; envolve desenvolver uma cultura corporativa e ter o potencial de motivar a mudança organizacional”.

A grande barreira à implantação de ferramentas de endomarketing em qualquer empresa é uma visão apenas focada em estratégias de marketing para o cliente final, sem pensar no cliente interno. Brum (2010, p. 41) afirma que “a comunicação interna é a técnica utilizada para alinhar o pensamento das pessoas às políticas, estratégias e diretrizes da empresa”. A empresa só funcionará de forma satisfatória quando o seu objetivo e o de todos os setores estiverem alinhados, quando todos esperarem atender os desejos e superar expectativas do cliente final (Bekin, 1995).

Quando todo e qualquer gestor e diretor ver e aplicar a comunicação interna e o endomarketing como uma ferramenta estratégica de crescimento organizacional, só assim será obtido o sucesso do negócio e a realização pessoal e profissional de cada colaborador. Apresentados os fundamentos inerentes ao estudo, a próxima seção ilustra a metodologia da pesquisa.

3. Metodologia

No presente artigo, a pesquisa será realizada com abordagem qualitativa, pois é necessário verificar se é verídico e entender e explicar – caso verdadeiro – qual a visão e os motivos reais da ausência da prática da comunicação interna e endomarketing em pequenas empresas.

Marconi e Lakatos (1999) afirmam que a hipótese é uma suposição que antecede a pesquisa de fato. Essas hipóteses são testadas para determinar sua validade e, independentemente de serem corretas ou erradas, tem como objetivo explicar determinados fatos de importância fundamental para a pesquisa. Gil (1999, p. 56) afirma que “o papel fundamental da hipótese na pesquisa é sugerir explicações para os fatos”.

Para tanto, este artigo não tem como intuito quantificar informações, mas sim entendê-las. O objetivo da pesquisa acontece de maneira descritiva, pois será investigado e caracterizado um determinado grupo e seus hábitos (Gil, 1999).

Para entender melhor esse público e seus hábitos, será usado como procedimento a pesquisa de campo, pois de acordo com Fonseca (2002), serão coletados dados e informações junto a um grupo de pessoas, através de entrevistas. É fundamental entender a visão dos empresários e diretores parnanguarasa respeito do tema e por isso as entrevistas serão realizadas em formato estruturado, de maneira padronizada, pois haverá um roteiro previamente planejado (Marconi & Lakatos, 1999).

A cidade de Paranaguá, selecionada para a pesquisa, encontra-se no Brasil, no Estado do Paraná. Optou-se em selecionar este estado, pois segundo o Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social – IPARDES (2015) o Paraná possui um Produto Interno Bruto (PIB) de R\$ 358, 54 bilhões, representando 6,3% do PIB total do Brasil. Ainda, segundo o mesmo instituto, possui 10,44 milhões de habitantes e uma área de 199.880 km². Já a cidade selecionada conta com 149.467 habitantes (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, 2010). A cidade foi escolhida devido à facilidade de acesso as informações e também pelo fato de 97,39% das empresas da região correspondem à micro e pequenas empresas (Prefeitura Municipal de Paranaguá, 2011).

Justifica-se a escolha e seleção destas pequenas empresas para a pesquisa, pois, além de serem micro e pequenas empresas (como a maioria das empresas da cidade), podem ter representatividade em relação a outras, pois possuem características de tamanho semelhantes. Além disso, no tocante a esta pesquisa, as empresas escolhidas concederam livre e irrestrito acesso à dados e entrevistas. Consequentemente, justifica-se a escolha dos dez entrevistados uma vez que são os dez funcionários com cargos mais altos nas empresas que se colocaram a disposição para colaborar com a pesquisa. A perspectiva do trabalho é não só elucidar a importância da comunicação interna como ferramenta de endomarketing e qual a relação percebida destes conceitos com a competitividade em empresas, mas também mostrar que essa ferramenta pode ser aplicada nas empresas. Apresentada a metodologia, serão destacados os resultados das entrevistas e pesquisas desenvolvidas com empresários e diretores de pequenas empresas da cidade de Paranaguá na próxima seção.

4. Resultados e Discussão

Nesta penúltima parte, será descrito o perfil de 10 gestores, gerentes ou diretores consultados na pesquisa, sendo que estes ocupam posições de comando e concentram muitas responsabilidades sobre os colaboradores de pequenas empresas de Paranaguá.

Após agendamento via telefone, o contato com os entrevistados foi realizado pessoalmente no período de junho a agosto de 2015 e, na oportunidade, além de esclarecer e explicitar os objetivos da pesquisa, também foi realizado a entrevista semiestruturada a respeito de endomarketing, comunicação interna e motivação.

Por questão de anonimato dos entrevistados e das respectivas empresas, também para ter mais espontaneidade nas entrevistas para que as mesmas parecessem mais uma “conversa” e não algo totalmente formal, as empresas e os entrevistados estarão representados por códigos. A seguir, é possível conhecer em breves linhas o perfil de cada gestor, gerente ou diretor. Após os perfis, será apresentada a análise de dados da pesquisa.

Entrevistado A tem 23 anos, é formado em Relações Internacionais e trabalha na empresa há 3 anos, como gerente. A empresa de armarinhos é familiar, conta com 19 colaboradores e existe há 26 anos. O entrevistado conta que tem divergência de ideias com seus pais, pois eles pensam de maneira muito arcaica. Ele assumiu que falta endomarketing em sua empresa, mas gostaria de contratar um profissional da área para focar no cliente interno e externo.

Entrevistado B tem 54 anos, tem superior incompleto em Administração e é diretor da empresa há 33 anos. A loja de produtos esportivos conta com 20 colaboradores. O entrevistado considera ter bom conhecimento de endomarketing e, se possível, contrataria um profissional de Relações Públicas para realizar as atividades em sua empresa.

Entrevistado C tem 23 anos é formado em Pedagogia e trabalha na empresa há 6 anos, como gerente. Com 40 colaboradores, a empresa atua no comércio parnanguara há 14 anos. O entrevistado C contou que em sua empresa já teve um profissional de comunicação, mas houve muitas divergências. Agora, a empresa segue sem o profissional e em sua visão tudo corre bem, logo eles não sentem a necessidade de uma nova contratação.

Entrevistado D tem 44 anos, não tem formação superior e trabalha na empresa há 21 anos. Com 45 colaboradores, há 55 anos a loja fornece uma grande variedade de produtos e serviços. O entrevistado tem o cargo de gerência e tem a consciência de que motivar os colaboradores através de ações de endomarketing é necessário. Ele acredita que as pessoas precisam ser felizes no que fazem e valorizar o cliente interno é um grande passo para a realização de cada um.

Entrevistado E tem 45 anos e, além de estar cursando Direito, é psicopedagogo. A empresa tem 15 anos e o entrevistado atua há 10 anos no cargo de gerência. O entrevistado tem enfrentado problemas com a visão dos colaboradores, a falta de profissionalismo e a própria falta de ações de comunicação interna e endomarketing na empresa. Ainda assim, o entrevistado garante que esta realidade está mudando, pois tem implantado diversas ações para melhoria.

Entrevistado F tem 54 anos, é formado em Direito e trabalha como diretor. Há 50 anos, a loja fornece produtos de papelaria, tecnologia e moda e conta com 50 colaboradores. O entrevistado sente falta de profissionais capacitados na área de comunicação na cidade e afirma que há 10 anos, ele próprio tinha mais "pique" para realizar reuniões, cafés e encontros. Agora o mesmo aguarda para que seus sucessores venham com um "gás novo" e implantem as práticas de comunicação interna e endomarketing que ele não faz mais.

Entrevistado G tem 34 anos e tem curso técnico em Administração. A loja de eletrodomésticos em que atua como gerente existe há 10 anos na cidade e conta com 15 colaboradores. Em sua opinião a empresa dispõe de um forte endomarketing, o entrevistado afirma que nunca encontrou uma empresa como essa em termos de ações motivacionais. O mesmo afirma que os colaboradores também não tem o interesse de sair por causa dos diversos benefícios e ações de reconhecimento.

Entrevistado H tem 37 anos, é formado em História e pós-graduado em Poéticas Contemporâneas no Ensino da Arte. A galeria existe há 21 anos na cidade e conta com 20 colaboradores, sendo que o entrevistado atua há 10 anos como gestor e afirma que está sobrecarregado. Ele acredita que as ações de comunicação interna e endomarketing seriam um diferencial, porém o mesmo precisaria contratar uma equipe para isso e agora considera não ter condições financeiras.

Entrevistado I tem 32 anos, é formado em Relações Públicas e atua na diretoria de um restaurante bar há 5 meses. A empresa conta com 20 colaboradores. O entrevistado acredita que as ações de endomarketing e reconhecimento dos colaboradores é só uma questão de tempo para serem implantadas. Ainda tem divergências com seu esposo, que também faz parte da diretoria, mas aos poucos está conseguindo mudar a visão voltada a "imposição" para poder dar reconhecimento maior à equipe.

Entrevistado J tem 28 anos, é formado em Administração. A loja de eletrodomésticos e móveis existe na cidade há 14 anos, conta com 45 colaboradores e o entrevistado atua na gerência há 1 ano e 6 meses. Em sua avaliação a empresa conta com um forte endomarketing, o entrevistado afirma que muitas pessoas chegam até sua loja para trabalhar devido aos benefícios e indicações.

4.1. Achados da Pesquisa

Com entrevista semiestruturadas contendo 27 perguntas, as questões foram divididas nas categorias de análise. Considerando as questões apresentadas, o **Quadro 1** ilustra os achados da pesquisa de forma analítica.

Quadro 1 – Resultados das características pesquisadas

<i>Características pesquisadas</i>	<i>Empresas que concordam/ possuem</i>	<i>Empresas que não concordam/não possuem</i>
Possuem profissional de endomarketing	D, G, J	A, B, C, E, F, H, I
Importância de valorizar o colaborador	A, B, C, D, E, F, G, H, I, J	-
"Venda" da empresa para o cliente interno	D, E, G, J	A, B, C, F, H, I
Comunicação interna predominantemente informal	D, E, F, G, J	A, B, C, H, I
Planejamento apenas para o marketing externo	A, B, C, E, F, G, H, I, J	D
Liberdade para conversas	A, B, C, E, G, H, I, J	F
Falta de motivação dos colaboradores	A, B, C, D, H, J	E, F, G, I
Possibilidade de treinamentos	B, C, D, E, F, G, I, J	A, H
Colaboradores estão felizes	A, B, C, D, E, F, G, H, I, J	-
Premiação para bom desempenho	B, C, E, G e J	A, D, F, H, I
Facilita contato com superiores	A, B, C, D, E, F, G, H, I, J	-
Praticam ações de endomarketing	D, E, G e J	A, B, C, F, H, I

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

As categorias de análise pesquisadas foram: (i) Perfil dos entrevistados (apresentado anteriormente); (ii) Comunicação interna e endomarketing; (iii) Motivação e treinamento; e, (iv) Barreiras e dificuldades de comunicação. Estruturadas tais categorias e considerando os achados do **Quadro 1**, a seguir a análise de cada uma a partir dos resultados das entrevistas e dos achados do Quadro.

4.1.1. Comunicação Interna e Endomarketing

Ao serem questionados em como avaliam a comunicação e endomarketing na empresa, todos os entrevistados avaliaram de forma positiva e consideraram que possuem boa comunicação interna onde trabalham e, que cada vez está melhor. Os entrevistados D, G e J – ambos com mais de 30 colaboradores na empresa – tem um profissional de comunicação atuante principalmente nas áreas de comunicação interna e endomarketing. Quando questionado a respeito, o entrevistado H justifica a ausência do profissional:

"Acho fantástico o endomarketing e gostaria muito de ter alguém da área aqui. Não sei se é um erro meu ou se é pelo excesso de demanda, mas se eu pudesse contratar alguém da área com certeza seria melhor e mais fácil. Estou pecando nesse lado".

Os entrevistados que não contam com o profissional na empresa, não o contratam por falta de tempo, dinheiro e também por não julgarem necessário já que os mesmos realizam as ações que acham importantes. O entrevistado B afirma que "Como a loja lida com poucos funcionários, o próprio proprietário faz essa parte". Durante essa entrevista, ainda que com treinamentos mensais, foi detectada a falta de Missão, Visão e Valores informados aos colaboradores, além de manuais de integração. Inclusive muitas vezes novos colaboradores ao entrarem na empresa ficam dependentes de colaboradores mais antigos para repassar informações. Já o entrevistado D é enfático quando afirma que as empresas pensam que estão perdendo tempo quando fazem treinamentos, mas na verdade estão ganhando. O entrevistado afirma que na sua empresa "Enquanto ele for nosso colaborador, ele estará tendo nosso treinamento e isso é algo que ele levará para a vida. É algo que ele ganha e leva para qualquer lugar onde for trabalhar".

Todos os entrevistados compreendem como é importante a valorização do colaborador através de ações de endomarketing, porém apenas as empresas dos entrevistados D, E, G e J de fato "vendem" a empresa para o cliente interno, de forma que o mesmo sinta orgulho, o sentimento de valorização e "vista a camisa" com a equipe. Exceto nestas empresas e na empresa do entrevistado F que utiliza muito a Intranet, observa-se que a comunicação é predominantemente informal: face a face e através de aplicativos para celulares como o Whatsapp. Mesmo assim, seis dos dez entrevistados tem reuniões mais de duas vezes por semana para comunicar metas, elogios e críticas, o que é um ponto muito positivo. O entrevistado G acredita que:

"Vender a empresa para o colaborador é muito importante. Se não fizer um bom marketing da empresa, ele não vai vestir a camisa e vai procurar outras empresas que ele se identifique verdadeiramente. O principal cliente deve ser o interno. É ele que vai atender os clientes que o marketing externo trará. O marketing interno é para o colaborador trabalhar com vontade, ser feliz fazendo o que gosta e ter orgulho da empresa".

Mesmo com ausência de endomarketing na empresa do entrevistado A, o mesmo ressalta o bom relacionamento que tem com sua equipe e o grande número de indicações dos mesmos para seus colegas trabalharem na empresa. O entrevistado afirma: "Ainda temos muitas práticas para implantar, mas somos 100% o cliente interno. Sempre o bem estar do colaborador primeiro para depois o nosso". Além disso, quando questionados a respeito de festividades como aniversário dos colaboradores e da empresa, apenas o entrevistado D comunica formalmente através de mural. Os entrevistados restantes combinam pequenas comemorações informalmente com a equipe. Quando questionados a respeito de planejamento, 9 dos 10 entrevistados afirmaram ter apenas o planejamento para o marketing externo.

Ainda que todos os entrevistados tenham afirmado que os colaboradores têm total liberdade e acesso para conversar – retrato de uma comunicação predominantemente informal – o entrevistado F afirmou que a liberdade que sua equipe tem com ele é tanta que os colaboradores com mais tempo de casa tem essa liberdade até para cobrar determinadas posturas. O entrevistado completa: “Respeito à hierarquia é bom, mas às vezes chega a ser prejudicial no processo de integração”.

Em relação ao perfil de profissionais da cidade, em 4 das 10 entrevistas foram citados a falta de profissionalismo e falta de motivação dos colaboradores, pela área em que atuam, falta de perspectiva e/ou falta de automotivação. O entrevistado F afirma: “Sinto uma grande deficiência em comunicação aqui em Paranaguá”. O entrevistado E também acredita que:

“Não é fácil implantar a comunicação interna, mas aqui está tomando forma. Considero muito importante a comunicação interna e endomarketing, mas tenho procurado profissionais em outras cidades. Quero ‘plantar’ na cabeça deles que precisam dar um bom atendimento ao cliente, que precisam se amar, se respeitar”.

O entrevistado I que tem seu restaurante bar há apenas 5 meses, não priorizou o marketing interno a princípio mas demonstra consciência da importância do tema do artigo quando conta:

“O endomarketing e a comunicação interna são fundamentais. Esse resultado resulta em um bom atendimento pra o cliente externo, que para nós é a coisa mais importante. Temos que ter a comunicação interna para ter os elogios do bom atendimento e conseqüentemente maior público, que é o nosso objetivo”.

O entrevistado também reforça que em Paranaguá o bom atendimento é algo complicado, então o mesmo acredita que o endomarketing e ações de motivação sejam fundamentais.

4.1.2. Motivação e Treinamento

Das 10 empresas entrevistadas, apenas a empresa do entrevistado A e H não tem treinamento, sendo que o entrevistado A afirma que os procedimentos em sua empresa ainda são arcaicos e, ainda que a comunicação seja efetiva para o bem estar dos colaboradores, ele ainda ouve de seus pais, diretores da empresa que “Nunca teve treinamento, sempre foi assim e por isso não tem”.

Em contrapartida, o entrevistado B acredita que os treinamentos são importantes para que os colaboradores se reciclem. O mesmo ainda afirma que “Paranaguá é ruim nesse aspecto porque as pessoas não se reciclam. Nos viciamos nos mesmos aprendizados e erros e não reciclamos”.

O entrevistado C afirma que as ações motivacionais com produtos aumentam as vendas e fazem com que o colaborador dê ideias e participe mais do processo, pois ele vê que isso também traz vantagem para sua rotina de trabalho e seus ganhos. O entrevistado J enfatiza que considera fundamental e importante as ações de motivação e valorização das pessoas no ambiente de trabalho. O mesmo completa: “Ninguém motiva ninguém sem ter uma equipe alinhada e energizada no dia a dia. A equipe deve estar sempre junto, de mãos dadas também para não cair na mesmice”.

Todos os entrevistados acreditam que os colaboradores sejam felizes trabalhando em suas empresas,

ainda que não seja o “trabalho dos sonhos”. Por serem pequenas empresas, o entrosamento também é melhor e tem um relacionamento mais estreito, propiciando um ambiente de trabalho agradável, com bons relacionamentos.

Os entrevistados B, C, E, G e J afirmaram que premiam o bom desempenho de seus colaboradores com viagens, jantares, premiações em dinheiro e medalhas. O entrevistado G afirma que além dos colaboradores se sentirem valorizados através dos investimentos que a empresa faz através de cursos e projetos, eles também se sentem motivados com as diversas premiações e, de acordo com ele “voltam com um gás novo” após as viagens de reconhecimento.

O porte das 10 empresas entrevistadas facilita o contato e relacionamento com os superiores. Além disso, todos os entrevistados afirmaram que os colaboradores se sentem muito a vontade para sugerir mudanças. O entrevistado C afirma que o fato deles aproveitarem as ideias dos colaboradores, faz com que os mesmos “Se sintam especiais, realmente fazendo parte da história da empresa”. Ainda o entrevistado D quando questionado a respeito, explicita: “Temos gerenciamento de portas abertas. Se não tivermos o tempo de sentar com nossos colaboradores e ouvirmos o que eles têm a dizer, eu acho que poucos deles estarão colaborando de fato”.

O entrevistado I afirmou que apenas no mês de abertura do restaurante bar fizeram intensos treinamentos. Ele contou que devido a falta de tempo, esses treinamentos foram deixando de serem frequentes, mas que é algo que está sendo analisado para ser colocado em prática novamente.

4.1.3. Barreiras e Dificuldades de Comunicação

Para a etapa final da entrevista, foram listadas barreiras de comunicação, onde o entrevistado poderia marcar mais de uma alternativa caso necessário, as quais: Excesso de informação; Falta de informação; Distância entre os setores da empresa; Diferença de status e poder entre os envolvidos; Retardamento do fluxo de comunicação; Falta de canais de comunicação; Falta de profissional qualificado na área de comunicação; Ruídos e conversas paralelas; Diferentes pontos de vista; Falta de alinhamento das metas dos colaboradores com as da empresa; Interpretações diferentes devido ao vocabulário utilizado; e, Excesso de conversas informais e boatos.

Observou-se que nas 4 empresas (entrevistados D, E, G e J) que praticam ações de endomarketing, os problemas são semelhantes: Excesso de conversas informais e boatos e Interpretações diferentes devido ao vocabulário utilizado. O entrevistado D afirma que: “Se houver rachaduras na equipe devido a fofocas, então é um problema geral da empresa e nós tratamos com muito tato para que isso não desestrua todo mundo”. Os mesmos justificaram essas barreiras pelo fato da cidade ser pequena e confessam a preocupação com o “boca a boca” que é a pior propaganda de todas segundo eles. O entrevistado G explica: “Quando temos um colaborador que não está receptivo com a loja, ele acaba comentando para outras pessoas da própria loja e acaba contaminando toda equipe”. Procuram sempre vender a imagem da empresa para os colaboradores também justamente por isso.

Nas empresas que não tem endomarketing na empresa, nota-se que todas têm as mesmas barreiras de comunicação: Diferentes pontos de vista, Excesso de informação, Excesso de conversas informais e boatos e Falta de profissional qualificado na área de comunicação. Essas empresas que informaram que a comunicação interna flui bem, ainda assim ao chegar na etapa final da entrevista afirmaram

que realmente é uma barreira e um problema a ausência do profissional da área de comunicação na empresa.

Uma característica marcante destas pequenas empresas também foi que a opção Diferença de status e poder entre os envolvidos não foi marcada, fato esse que se deve a proximidade de todos nas empresas desse porte. O entrevistado D completa: "Hoje em dia é muito diferente de trabalhar como há uns 15 anos atrás. Antes era tudo por imposição e hoje não. Atualmente ou você trabalha alinhado ou vai ter problemas. Todos devem ter a mesma visão".

4.1.3. Relações Entre Comunicação Interna, Endomarketing e Competitividade

Os achados desta pesquisa mostraram uma possível relação positiva entre a comunicação interna, a presença de endomarketing nas empresas e o aumento de sua competitividade. Esta relação foi percebida, pois algumas empresas como, por exemplo, a organização do entrevistado B, na qual foi detectada pouca comunicação interna, ausência de endomarketing e falta de Missão, Visão e Valores informados aos colaboradores, além de manuais de integração. Estes conceitos são importantes para o aumento da competitividade das empresas visto que colaboradores que não percebem missão, visão e os valores da organização na qual atuam podem ter dificuldades os seus papéis, o que pode levar a aumento de custos e/ou diminuição de qualidade de produtos ou serviços, e isto pode ocasionar diminuição na competitividade da organização.

Também, o entrevistado G afirmou que "vender a empresa para o colaborador é muito importante. Se não fizer um bom marketing da empresa, ele não vai vestir a camisa e vai procurar outras empresas que ele se identifique verdadeiramente". Este achado mostra mais uma possível relação positiva entre a eficiência na comunicação interna, a presença de endomarketing e maximização de competitividade uma vez que colaboradores motivados prestam melhores serviços para a organização, e isso pode levar a, por exemplo, diminuição de custos e/ou melhora em qualidade de produtos ou serviços, características que melhoram a competitividade das empresas.

Corroborando com esta relação, o entrevistado I que afirmou que "o endomarketing e a comunicação interna são fundamentais. Esse resultado resulta em um bom atendimento pra o cliente externo". Novamente nota-se uma relação positiva entre comunicação interna e endomarketing com a competitividade das empresas, pois segundo o entrevistado a presença do endomarketing resulta em bom atendimento aos clientes, o que melhorar a qualidade da prestação dos serviços, fato que maximiza a competitividade das organizações. Assim, analisada a relação entre comunicação interna, endomarketing e a competitividade, apresentam-se as considerações finais desta pesquisa.

.....

5. Considerações Finais

Percebeu-se durante as entrevistas que todos os entrevistados têm consciência da importância de ações de comunicação interna e endomarketing, ainda que nem todos o façam. Grande parte afirma que sempre focaram em mídia externa e no marketing e acreditam que isso dá resultado, porém concordam que o colaborador precisa se sentir valorizado e realmente se identificar com o que faz na

empresa e com a visão da mesma, até porque Paranaguá não tem muitas opções além do comércio. Todos comentaram e concordaram com o fato que quando o colaborador “veste a camisa”, isso reflete nas vendas e no atendimento ao público. Já era esperado que o comportamento dos colaboradores também fosse citado devido à falta de automotivação e profissionalismo. Em conversa, foi citado que isso se deve também a postura do líder para com a sua equipe.

O desenvolvimento do estudo possibilitou aos pesquisadores refletir e conhecer as práticas de comunicação e endomarketing em pequenas empresas além de caracterizar essas posturas nas mesmas. Foi confirmada a carência de práticas motivacionais, mas também houve a reflexão de como a gestão mais humana é fundamental.

Este trabalho limitou-se a analisar a amostra de pesquisa da cidade de Paranaguá. Outra limitação é que não pode-se afirmar com segurança estatística a relação positiva entre a presença de endomarketing nas empresas e o aumento de sua competitividade pois o objetivo desta pesquisa foi de caráter qualitativo. Para próxima pesquisa e avanço do conhecimento, sugere-se que a pesquisa seja replicada em outras cidades ou outros países, permitindo assim comparabilidade dos resultados aqui obtidos.

Referências

- Akaka, M. A.; Vargo, S. L.; Lusch, R. F. (2013), "The Complexity of Context: A Service Ecosystems Approach for International Marketing", *Journal of International Marketing*, Vol. 21, Num. 4, pp. 1-20.
- Andreasen, A. R. (2012), "Rethinking the Relationship Between Social/Nonprofit Marketing and Commercial Marketing", *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol. 31, Num. 1, pp. 36-41.
- Argenti, P.A. (2006), "Comunicação Empresarial: a construção da identidade, imagem e reputação". 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Bekin, S. F. (1995), "Conversando sobre endomarketing". 1. ed. São Paulo: Makron Books.
- Braga, M. J.; Silva, A. J. H.; Dornelas, H. L., (2002), "O emprego do endomarketing em cooperativas de crédito: Estudo de caso da UFV – Credi e da Uniced- Viçosa". *Semina: Ciências Humanas e Sociais*, Vol. 23, Num. 1, pp. 49-62.
- Brum, A. M. (2010), "Endomarketing de A a Z: como alinhar o pensamento das pessoas à estratégia da empresa". 3. ed. São Paulo: Integrare.
- Campos, M. V. K. (2008), "O papel da liderança na motivação das motivações das pessoas em ambientes organizacionais", *Revista de Gestão Pública*, Vol. 2, Num. 2, pp. 32-45.
- Catapan, A.; Silva, A. C.; Munhoz, F. M.; Oliveira, L. M. B.; Silva, W. R. C.; Woehl, S.; Martins, P. F. (2014), "Gestión por Competencias em la búsqueda de una organización eficaz: um estudio de caso em la Universidad de Brasil", *Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, Vol. 8, Num. 2, pp. 102-120.
- Dias, J. G. G. (2007), "Endomarketing: um instrumento estratégico na busca da melhoria da competitividade empresarial". São Paulo: Livro Ponto.
- Ertimur, B.; Coskuner-Balli, G. (2015), "Navigating the Institutional Logics of Markets: Implications for Strategic Brand Management", *Journal of Marketing*, Vol. 79, Num. 2, pp. 40-61.
- Estrella, C.; Benevides, R.; Freitas, R. F. (2009), "Por dentro da comunicação interna: tendências, reflexões e ferramentas". Curitiba: Champagnat.
- Fonseca, J. J. S. (2002), "Metodologia da pesquisa científica". Fortaleza: UEC, Apostila.
- Gil, A. C. (1999), "Métodos e técnicas de pesquisa social". 5. ed. São Paulo: Atlas.
- Graces, M. B. (2009), "Análise das Estratégias de Endomarketing em Indústria Moveleira". Monografia (Graduação) – Faculdade de Administração, Contabilidade e Informática, Uruguaiana.
- Hill, R. P.; Martin, K. D. (2014), "Broadening the Paradigm of Marketing as Exchange: A Public Policy and Marketing Perspective", *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol. 33, Num. 1, pp. 17-33.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (2015), "Paranaguá infográficos: dados gerais do município". Disponível em: <http://www.pmpgua.com.br/noticias.php?noticia_id=2425>. Acesso em mai/2015.
- Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social – IPARDES (2015), "Paraná em números". Disponível em: http://www.ipardes.gov.br/index.php?pg_conteudo=1&cod_conteudo=1. Acesso em jan/2016.
- José, B. L. C. S.; Rosa, A. T. R. O. (2014), "O endomarketing como ferramenta estratégica de gestão", *Revista de Ciências Gerenciais*, Vol. 16, Num. 24, pp. 145- 159.
- Kaleka, A. (2011), "When Exporting Manufacturers Compete on the Basis of Service: Resources and Marketing Capabilities Driving Service Advantage and Performance", *Journal of International Marketing*, Vol. 19, Num. 1, pp. 40-58.
- Kotler, P.; Keller, K. L. (2012), "Administração de marketing". São Paulo: Pearson.

- Kozinets, R. V.; Valck, K.; Wojnicki, A. C.; Wilner, S. J. S. (2010), "Networked Narratives: Understanding Word-of-Mouth Marketing in Online Communities", *Journal of Marketing*, Vol. 74, Num. 2, pp. 71-89.
- Kunsch, M. M. K. (2003), "Planejamento de relações públicas na comunicação integrada". 4. ed. São Paulo: Summus.
- Kunsch, M. M. K. (2009), "Comunicação organizacional: linguagem, gestão e perspectivas". 1. ed. São Paulo: Saraiva.
- Laczniak, G. R.; Murphy, P. E. (2012), "Stakeholder Theory and Marketing: Moving from a Firm-Centric to a Societal Perspective", *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol. 31, Num. 2, pp. 284-292.
- Leonidou, L. C.; Palibawadana, D.; Theodosiou, M. (2011), "National Export-Promotion Programs as Drivers of Organizational Resources and Capabilities: Effects on Strategy, Competitive Advantage, and Performance", *Journal of International Marketing*, Vol. 19, Num. 2, pp. 1-29.
- Marchiori, M. (2008), "Fases da cultura e da comunicação organizacional". 2. ed. São Caetano do Sul: Difusão.
- Marconi, M. A.; Lakatos, E. M. (1999), "Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados". São Paulo: Atlas.
- Mattos, A.; Cunha, D. R.; Andrade, E. L.; Silva, J. J.; Santos, L. C. R.; Woehl, S.; Martins, P. F.; Catapan, A. (2013), "Proposta de Reestruturação de Uma Organização: Mudança no Processo de Departamento Pessoal Para Práticas de Gestão de Pessoas", *Espacios (Caracas)*, Vol. 34, Num. 12, pp. 1-22.
- Moraes, A. S.; Naue, G. S.; Armstrong, J. G.; Woehl, S.; Martins, P. F.; Catapan, A. (2014), "Percepção do Setor de Recursos Humanos de Uma Instituição Brasileira em Relação aos Desafios Para Implementação de Educação Corporativa". *Espacios (Caracas)*, Vol. 35, Num. 10, pp. 1-14.
- Moran, J. M. (1998), "Mudanças na comunicação pessoal: gerenciamento integrado da comunicação pessoal, social e tecnológica". São Paulo: Paulinas.
- Paranaguá. (2015) Prefeitura Municipal de Paranaguá quer incentivar o aumento de empregos formais. Disponível em: <<http://cidades.ibge.gov.br/painel/painel.php?codmun=411820>>. Acesso em mai/2015.
- Paula, A. A.; Cruz, E. P.; Cruz, E. P.; Woehl, S.; Catapan, A. (2015), "Recrutamento, Seleção, Treinamento e Desenvolvimento de Pessoas: Estudo de Caso em Uma Microempresa Brasileira do Ramo de Tecnologia de Informação", *Espacios (Caracas)*, Vol. 36, Num. 6, pp. 1-14, 2015.
- Peres, T. C. O. (2012), "Ferramentas do endomarketing para avaliar e propor melhorias no clima organizacional de uma biblioteca universitária pública", *Revista Digital de Biblioteconomia e Ciência da Informação*, Vol. 9, Num. 2, pp. 12-24.
- Silva, S.; Lira, R. A. (2014), "Endomarketing como ferramenta de motivação: análise das suas aplicações em uma rede de supermercados no município de Campos dos Goytacazes- RJ", *Perspectivas Online Ciências Humanas e Sociais Aplicadas*, Vol. 9, Num. 4, pp. 35-46.
- Stremersch, S.; Dyck, W. V. (2009), "Marketing of the Life Sciences: A New Framework and Research Agenda for a Nascent Field", *Journal of Marketing*, Vol. 73, Num. 4, pp. 4-30.
- Tavares, M. (2010), "Comunicação empresarial e planos de comunicação: integrando teoria e prática". 3. ed., rev. e ampl. São Paulo: Atlas.
- Vargo, S. L.; Lusch, R. F. (2004), "Evolving to a New Dominant Logic for Marketing", *Journal of Marketing*, Vol. 68, Num. 1, pp. 1-17.
- Weirich, C. F.; Munari, D. B.; Bezerra, A. L. Q., (2004), "Endomarketing: ensaio sobre possibilidades de inovação na gestão em enfermagem", *Revista Brasileira de Enfermagem*, Vol. 6, Num. 57, pp. 754-757.



GEORGETOWN UNIVERSITY uni>ersia

Pobreza y globalización ¿existe correlación condicional? Una aproximación desde América latina

ÁREA: 1
TIPO: Aplicación

AUTOR

Christian Martín García

Universidad del Salvador
christianmartin.garcia@usal.edu.ar

Autor de contacto: Instituto de Investigación en Ciencias Económicas; Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Universidad del Salvador; Viamonte 1816; Capital Federal, Buenos Aires; Argentina.

Poverty and globalization is there conditional correlation? An approach from Latin America
Pobreza e globalização existe correlação condicional? Uma abordagem da América Latina

En este artículo se investigó el impacto de la apertura comercial sobre la pobreza en 13 países latinoamericanos durante el período 2002-2012. Para ello, se construyó un panel de datos y se realizaron una serie de estimaciones econométricas por medio de efectos fijos y efectos aleatorios que luego se contrastaron mediante el test de hausman. Posteriormente, se realizó un chequeo de robustez utilizando diferentes medidas de pobreza. Por último, se realizaron tres predicciones lineales controladas por financiamiento interno, capital humano y efectividad de gobierno, con el objetivo de evaluar si existen diferencias cuando se controla por estas variables.

This article discusses the impact of trade liberalization on poverty in 13 Latin American countries were investigated during the period 2002-2012. For this, a panel data was constructed and a series of econometric estimates were made by fixed and random effects which are then contrasted by the Hausman test. Subsequently, robustness check using different measures of poverty was performed. Finally, three linear predictions controlled by internal financing, human capital and effectiveness of government, in order to assess whether there are differences when controlling for these variables were performed.

Este artigo discute o impacto da liberalização do comércio sobre a pobreza em 13 países latino-americanos foram investigados durante o período 2002-2012. Para isso, um painel de dados foi construído e uma série de estimativas econométricas foram feitas por efeitos aleatórios e fixos que são comparados pelo teste de Hausman. Posteriormente, foi realizado teste de robustez utilizando diferentes medidas de pobreza. Finalmente, três previsões lineares controlada por financiamento interno, capital humano e eficácia do governo, a fim de avaliar se existem diferenças quando controlando para essas variáveis foram realizadas.

DOI
10.3232/GCG.2016.V10.N2.04

RECEBIDO
24.03.2015

ACETADO
23.05.2016

1. Introducción

1.1. Marco teórico

Dentro de la literatura que analiza la relación entre pobreza y apertura comercial se encuentran argumentos opuestos. En este artículo, se trató de analizar cómo influye el nivel de apertura comercial de algunos países latinoamericanos² en sus niveles de pobreza. Una gran variedad de teorías han sido elaboradas para explicar cómo la apertura comercial podría reducir la pobreza, no obstante, varios autores guardan cuidado con sus recomendaciones, dado que los estudios de cross-country, normalmente usados en este tipo de investigaciones, presentan problemas de medición y sus resultados empíricos son variados. Por ejemplo, Rodrik (2012) menciona que la principal causa de la pobreza es la baja productividad, y que a su vez la baja productividad es el producto de múltiples factores, como la falta de acceso al crédito, acceso a nuevas tecnologías y falta de conocimiento o habilidades. Más específicamente, menciona que la globalización puede solucionar estos problemas, dando acceso a los mercados, al capital, a las nuevas tecnologías y mejorando de esta manera los niveles de pobreza. Sin embargo, en los últimos dos siglos la globalización ha generado una mayor divergencia económica en la mayoría de las regiones menos desarrolladas. En este sentido, se plantea el debate entre la globalización y el desarrollo, donde surgen dos posturas opuestas, la primera a favor de la globalización para mejorar el crecimiento económico, y la segunda a favor de la protección. Rodrik, plantea un argumento entre medio de estas posturas, en este sentido, menciona que la globalización mejora en gran medida el potencial de crecimiento económico, pero aclara que ello no significa que deban eliminarse todos los costos de transacción que impiden la plena integración. Por otro lado, Bhagwati & Srinivasan (2002) explican la relación entre pobreza y apertura comercial distinguiendo entre dos argumentos. Por un lado, mencionan los argumentos estáticos, siguiendo la fundamentación de Stolper-Samuelson, donde el libre comercio debería ayudar en la reducción de la pobreza de los países en desarrollo que utilizan sus ventajas comparativas exportando mercaderías mano de obra intensiva. Dicho argumento, es mencionado por Krueger (1983) como el mensaje central de sus conclusiones, el que se basa principalmente en los efectos del comercio sobre los salarios y el empleo en los países en desarrollo. Por otro lado, los argumentos dinámicos, se basan estrictamente en la discusión sobre el crecimiento. El argumento central, es que el comercio promueve el crecimiento y el crecimiento a su vez reduce la pobreza. Este argumento, se apoya sobre los incentivos a la inversión, los beneficios de las economías de escala, y la apertura hacia nuevas ideas e innovación tecnológica (Grossman & Helpman, 1991). Berg & Krueger (2003), investigaron el nexo entre el comercio y el crecimiento, y como los cambios en el promedio del ingreso per cápita son determinantes para la disminución de la pobreza. En función de ello, mencionan que en la literatura científica hay amplia evidencia de que la principal causa de los cambios en la pobreza absoluta vienen dados por los cambios en el ingreso per cápita promedio, apoyado en que la tendencia a largo plazo refuerza el argumento de que la relación entre la pobreza y la apertura comercial está dominada por el crecimiento y la hipótesis de convergencia. Harrison (2007), analiza la relación entre globalización y pobreza poniendo el foco sobre el movimiento de capital internacional y el comercio internacional de mercaderías, en donde, realiza una investigación comparativa sobre diferentes países y también sobre países individualmente. Harrison, también menciona varios argumentos a favor y en contra de las reformas comerciales. Uno de ellos refiere a que los países pobres con mano de obra no calificada no siempre ganan con una reforma de comercio. Esta crítica se debe a dos aspectos, por un lado, a la asunción de supuestos irrealistas, y por otro, a la evidencia de que el factor trabajo no es tan móvil como

PALABRAS CLAVE
Crecimiento económico, apertura comercial, pobreza.

KEY WORDS
Economic growth, trade liberalization, poverty.

PALAVRAS-CHAVE
Crescimento econômico, liberalização do comércio, a pobreza.

CÓDIGOS JEL:
F60, F63, F68

en el modelo de comercio de Heckscher-Ohlin, debido a que los trabajadores no cualificados deben ser capaces de insertarse en los sectores internacionales que los requieren. Sumado a esto, muchos países en desarrollo tienen históricamente sectores industriales con mano de obra no calificada con altos niveles de protección, entonces una reforma comercial puede resultar en una menor protección para estos trabajadores que tienen más probabilidades de ser pobres. Sin embargo, Harrison explica que las reformas comerciales en los países en desarrollo pueden reducir los niveles de pobreza si se establecen políticas complementarias como por ejemplo la reducción de los impedimentos a la movilidad de mano de obra, el acceso al crédito internacional, el intercambio de *know-how* y el desarrollo de redes de protección social.

1.2. Evidencia empírica

La evidencia en cuanto al nexo entre crecimiento económico, apertura comercial y pobreza ha producido resultados mixtos. Sach & Warner (1995), investigaron la relación entre crecimiento y apertura comercial en 135 países en desarrollo dentro del período 1970-1989, en este estudio encontraron fuerte evidencia de que la apertura comercial aceleró las tasas de crecimiento en los países que realizaron reformas comerciales. Harrison (1996), estudió la asociación entre una serie de medidas de apertura y el crecimiento, teniendo en cuenta que la fuerza de asociación entre estas variables depende de si la especificación usada es de sección cruzada o de datos de panel. Los resultados sugieren que la elección del período de tiempo para el análisis es crítico, es decir, cuando se emplean datos de sección cruzada solo una de las siete medidas de apertura tiene efectos positivos para el crecimiento, cuando los datos son promediados en períodos de cinco años, tres de las siete proxy como medida de apertura revelan una asociación positiva con el crecimiento, y seis de las siete medidas son estadísticamente significativas (en niveles o diferencias) usando datos anuales. Por otra parte, Edwards (1997) investigó la relación entre crecimiento, distribución del ingreso, pobreza y apertura comercial. Para ello, realizó una serie de regresiones utilizando como medida de la distribución del ingreso los cambios promedios en el coeficiente de GINI entre las décadas 70-80. En base a este análisis, Edwards sugiere que para los países en desarrollo no se encontró evidencia concluyente para afirmar que la liberalización comercial o apertura incrementa los niveles de inequidad, sin embargo, estos resultados deben interpretarse cuidadosamente ya que están sujetos a algunos problemas de medición. Frankel & Romer (1999), examinaron la correlación entre el comercio y el ingreso, y dentro de sus conclusiones señalan que la relación entre el componente geográfico del comercio y del ingreso, sugiere que un aumento del 1% en el ratio entre comercio y PIB, incrementa el ingreso por persona por lo menos un 0.5%. Sumado a esto, aclaran que este aumento se debe a que el comercio ayuda a estimular la acumulación de capital físico y humano aumentando la producción según los niveles de capital. Rodríguez & Rodrik (1999), mencionan que existe gran cantidad de literatura empírica que provee evidencia sobre la relación positiva entre la disminución de las barreras al comercio y el aumento del crecimiento. Sin embargo, los problemas metodológicos de medición en esta literatura dejan que sus resultados estén abiertos a diversas interpretaciones. En muchos casos, los indicadores de apertura comercial que son usados por los investigadores son medidas proxy de las barreras al comercio que están altamente correlacionadas con otras variables de mal desempeño económico. En conclusión, mencionan que existe poca evidencia de que las políticas de apertura comercial, en el sentido de bajas tarifas e inexistencia de barreras al comercio, estén significativamente asociadas con el crecimiento económico. En el estudio desarrollado por Dollar & Kraay (2001), se identificaron una serie de países en desarrollo que hayan participado en un proceso de globalización, China e India entre otros. Según sus estimaciones, mencionan que encontraron un fuerte efecto positivo entre el comercio internacional y el crecimiento luego de controlar por cambios en

otras políticas y por endogeneidad con instrumentos internos. Finalmente, examinaron los efectos del comercio sobre la pobreza, en donde encontraron una pequeña, pero sistemática evidencia de la relación entre los cambios en volúmenes de comercio y los cambios en la participación en el ingreso de los más pobres, de acuerdo con esto mencionan que, el aumento de la tasa de crecimiento que acompaña la expansión comercial conduce a incrementos proporcionales en los ingresos de los pobres. Por lo tanto concluyen en que, la evidencia de casos individuales y de análisis comparativos apoyan el punto de vista de que la globalización conduce a un crecimiento más rápido y a la reducción de la pobreza en países en desarrollo. Lee, Ricci & Rigobon (2004), también encontraron evidencia de que la apertura comercial tendría un efecto positivo sobre el crecimiento, incluso cuando se controla el efecto del crecimiento sobre la apertura. Irwin & Terviö (2002), usaron datos del período pre-primer guerra mundial, entre guerras y post-segunda guerra, y encontraron evidencia de que los países que más comercio tuvieron en proporción con su PIB tienen ingresos más altos, incluso luego de controlar el comercio por endogeneidad. Sin embargo, Vamvakidis (2002) investigó el historial de evidencia (1870 en adelante) sobre la conexión entre apertura y crecimiento. En base a esto, no encontró apoyo sobre la conexión positiva de estas variables antes de 1970. Por ejemplo, para 1930 la correlación entre apertura y crecimiento es negativa. Goldberg & Pavcnik (2003), analizan la relación entre liberalización comercial y el sector informal en países en desarrollo que experimentaron una reducción de las barreras al comercio entre 1980 y 1990 (Brasil, Colombia). En el caso de Brasil, no encontraron evidencia de una asociación entre estas variables. Sin embargo, en Colombia se encontró evidencia de esta relación, pero solo para el período que precede a una importante reforma dentro del mercado laboral que incrementó la flexibilidad del mercado laboral colombiano. Agénor (2004), examinó los efectos de la apertura comercial y la integración financiera sobre la pobreza, testeando formas funcionales no lineales en base a un índice de globalización al cuadrado. En este estudio, se corroboró que cuando el nivel de globalización traspasa cierto umbral, la globalización parece reducir la pobreza (ilustra una relación en forma de U invertida entre globalización y pobreza). Para explicar este suceso, menciona que en la primera etapa de la globalización se genera una disminución de la producción en los sectores que compiten con las importaciones, en cambio, en la segunda etapa, se incrementa la producción gracias al desarrollo de los sectores de exportación, inducida por un mayor nivel de globalización. Liang (2006), empleó datos de panel de 25 provincias de China en el período 1986-2002 para investigar el nexo entre globalización y pobreza, poniendo especial atención en las no linealidades del impacto de la globalización sobre la pobreza. Sus estimaciones sugieren una fuerte evidencia de que existe un umbral en la relación globalización y pobreza, es decir, la globalización es buena para los pobres solo después de que la economía ha alcanzado un cierto umbral de globalización. Winters et. al (2004), menciona que la idea de que existe una relación entre liberalización comercial y pobreza no es tan simple de explicar. En función de este argumento, afirma que la política comercial no se encuentra siempre entre las variables determinantes de la reducción de la pobreza, o que sus efectos microeconómicos siempre beneficiarán a los pobres. A esto suma que la liberalización comercial implica cambios en la distribución de ingreso, reduciendo por lo menos en el corto plazo el bienestar de algunas personas, y algunos de ellos pueden ser pobres. Por lo tanto, la política comercial debe estar acompañada de otras políticas complementarias que incentiven la inversión, permitan la resolución eficaz de conflictos y promuevan la acumulación de capital humano. Bolaky & Freund (2005), explican que el comercio no estimula el crecimiento económico en países que posean una regulación excesiva, debido a que esta restringe la entrada de recursos en los sectores más productivos y en las empresas más eficientes. Sindzingre (2005), menciona que las instituciones generan diferentes efectos de umbral de la globalización sobre los pobres. En este sentido, explica que las instituciones y las normas sociales tienen un papel fundamental en la generación de estos efectos de umbral. Según Haltiwanger (2011), la evidencia muestra que los países que tienen sus mercados abiertos al comercio tienen una mejor eficiencia en la asignación estática y dinámica de re-

cursos y a su vez una mayor productividad. Newfarmer & Sztajerowska (2012), explican que los beneficios del comercio no se obtienen automáticamente, dado que se necesitan políticas que complementen la apertura comercial para tener efectos positivos sobre el crecimiento y el empleo. Por lo tanto, como con el ajuste al progreso tecnológico, el proceso de crecimiento inducido por el comercio implica necesariamente la reasignación continua de los recursos de las actividades menos productivas a otras más productivas, esto significa que incluso cuando los salarios medios y las condiciones de empleo mejoran, algunos trabajadores pueden perder su trabajo o ver descender su salario real como consecuencia de un cambio de trabajo. Por estas razones, las políticas que incluyan reformas de comercio en un contexto de estabilidad macroeconómica y en un buen clima de inversión, deben ser complementadas con la protección de los trabajadores, el mantenimiento de las condiciones de trabajo de alta calidad y la facilitación de las transiciones laborales, dado que pueden jugar un papel importante rol para distribuir las ganancias asociadas al comercio. MacDonald & Majjed (2011), han analizado el impacto de la globalización sobre la inequidad y pobreza utilizando un panel de datos de 65 países en desarrollo sobre el período 1970-2008. Su investigación indica un impacto negativo y significativo de la globalización sobre la pobreza en economías donde el sistema financiero está relativamente desarrollado, sin embargo, la reducción de la inequidad en esas economías es limitada. Estudios más actuales como por ejemplo el Ullah et al. (2012), han investigado el impacto de la globalización sobre la pobreza en Pakistán en el período 1980-2010. Sus hallazgos indican que la globalización tiene un favorable efecto sobre la pobreza, específicamente, el incremento del 1% del comercio reduciría la pobreza en un 3.08%. Bergh & Nilsson (2014) han examinado la relación entre globalización y pobreza en el período 1983-2007 utilizando datos de 114 países. De su análisis se desprende una correlación negativa y significativa entre globalización y pobreza, robusta a varias especificaciones econométricas (estimaciones por efectos fijos, primeras diferencias, mínimos cuadrados ordinarios agrupados). Posteriormente Bergh et al. (2016), investigó el rol de la globalización sobre la reducción de la pobreza empleando como mediador a la calidad institucional. En este sentido explica que el efecto de la globalización sobre la reducción de la pobreza es más fuerte cuando las instituciones son débiles (altos niveles de corrupción y baja responsabilidad democrática). Esto indica que la globalización tiene el poder de reducir la pobreza incluso en países con baja calidad institucional.

2. Metodología y datos

2.1. Estrategias de estimación

El objetivo principal de este trabajo fue medir cómo impacta la apertura comercial en los niveles de pobreza de los países Latinoamericanos dentro del período 2002-2012. Para ello, se emplearon una combinación de datos de sección cruzada con datos de series de tiempo, en los que se incluyeron ciertas variables comunes a los países analizados. Sin embargo, uno de los problemas comunes con los que se encuentra el investigador cuando realiza estudios de casos comparados, es la disponibilidad de los datos para todos los países que se pretenden analizar. En la [tabla 5 del anexo I](#), se pueden consultar los países para los que se han conseguido los datos de las variables analizadas junto con su matriz de correlaciones.

Para este análisis se siguieron dos estrategias de estimación, la primera de ellas es la que se representa en la **ecuación 1**. En esta ecuación, se considera que existen factores no observados que varían en el tiempo y otros que son constantes, pero que ambos afectan a la variable dependiente.

$$(1) \quad pobreza_{it} = \beta_1 AP_{it} + \beta_2 X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Este método de estimación se denomina efectos fijos y permite que μ_i capte todos los efectos no observados que afectan a la variable dependiente y que no varían en el tiempo. En este caso, los efectos o la heterogeneidad no observada refieren a cada uno de los países. El término ε_{it} representa a los efectos no observados que cambian en el tiempo y que afectan a la variable dependiente. Una de las ventajas de utilizar el modelo de efectos fijos es que este permite que μ_i esté correlacionado con X_{it} , por lo tanto, si esto no se tendría en cuenta y se utilizara una estimación por mínimos cuadrados ordinarios con datos fusionados, se obtendrían estimadores que estarían sesgados por omitir la heterogeneidad no observada. Para lograr eliminar de la ecuación los efectos no observados en la estimación por efectos fijos, se realiza una transformación de las variables. En primer lugar, se deben estimar los valores medios de las variables y de esta manera se obtiene la **ecuación 2**:

$$(2) \quad \overline{pobreza}_i = \beta_1 \overline{AP}_i + \beta_2 \overline{X}_i + \mu_i + \bar{\varepsilon}_i$$

donde la variable $\overline{pobreza}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T pobreza_{it}$. Luego se resta la ecuación 1 y 2 obteniéndose la **ecuación 3**:

$$(3) \quad \ddot{pobreza}_i = \beta_1 \ddot{AP}_i + \beta_2 \ddot{X}_i + \ddot{\varepsilon}_i$$

donde las variables se expresan en unidades de desviaciones respecto de su media, eliminándose de esta manera los efectos no observados, para luego realizar la regresión por mínimos cuadrados ordinarios agrupados.

La otra estrategia fue utilizar el modelo denominado efectos aleatorios. Una de las principales diferencias con el estimador de efectos fijos, es que en este modelo se debe suponer que μ_i está incorrelacionado con las variables explicativas en cada uno de los periodos. La ventaja de utilizar este método de estimación siempre y cuando se respete el supuesto anterior, es que se obtendrán estimadores eficientes cosa que en la estimación por efectos fijos no sucede, dado que la transformación utilizada para eliminar los efectos no observados provoca que los estimadores sean ineficientes. El modelo de efectos aleatorios se describe en la **ecuación 4**:

$$(4) \quad pobreza_{it} = \beta_1 AP_{it} + \beta_2 X_{it} + \mu_i + v_{it}$$

con $v_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$. Este modelo se estimó por mínimos cuadrados generalizados para controlar la autocorrelación de los términos de error. Por último, para decidir acerca de cuál de los modelos utilizar, se empleó el test de hausman para contrastar si existen diferencias sistemáticas entre las estimaciones de los modelos. Bajo $H_0: (\beta_{EF} - \beta_{EA})' [Var(\beta_{EF}) - Var(\beta_{EA})]^{-1} (\beta_{EF} - \beta_{EA}) \sim \chi^2$ con una $Prob > \chi^2 = 0.0022$ se puede rechazar H_0 , por lo tanto se eligió como mejor modelo el de efectos fijos.

2.2. Descripción de variables

Pobreza: Para medir la pobreza se utilizan varios tipos de mediciones, en este caso se emplea una de las mediciones más populares que es índice de recuento, el cual mide el porcentaje de la población que vive con un consumo o ingreso debajo de una determinada línea de pobreza. Otra medida utilizada, es la brecha de pobreza (gap poverty), la cual mide la distancia media por debajo de la línea de pobreza como proporción de la misma. Entonces, para el caso de la variable dependiente se utilizará la línea de pobreza a 4 dólares diarios, lo que se considera un criterio de pobreza moderado.

Globalización: para medir como impacta el nivel de globalización o liberalización comercial de un país se utilizó como medida de la apertura comercial a la suma de las exportaciones e importaciones sobre el PIB.

Variables control: también se incluyeron un set de variables control que comúnmente se usan en este tipo de estudio: el promedio del ingreso per cápita para controlar el crecimiento económico, una medida del nivel del capital humano (% de jóvenes entre 15-24 años con primaria completa), una variable de financiamiento interno (crédito privado/PIB), una variable control para el incremento generalizado de precios (índice de precios al consumidor) como indicador de la inestabilidad macroeconómica, y un indicador de calidad institucional (Efectividad de gobierno) de la guía internacional de riesgo país. En la **tabla 6 del anexo I** se provee una descripción más detallada del origen de los datos seleccionados.

3. Resultados

Al igual que en el trabajo realizado por Le Goff & Singh (2014), se comenzó con una regresión lineal para testear la asociación entre pobreza y apertura comercial incluyendo como variables control algunas características de los países (PIB per cápita, tasa de escolarización primaria, inflación, efectividad de gobierno, financiamiento interno). Como puede observarse en la **tabla 1**, el coeficiente de apertura comercial varía su magnitud cuando se lo controla por las diferentes variables incluidas. En el modelo completo, se ve que la variación negativa del coeficiente de apertura comercial es estadísticamente significativa en relación a la variable dependiente. En la figura 1, se muestra la predicción lineal entre la línea de pobreza y la apertura comercial, luego de controlar por las *covariables*. Es interesante mencionar que si bien en la correlación entre la línea de pobreza y la apertura comercial, se observa una tendencia positiva, cuando realizamos la regresión controlada por las *covariables* y eliminando los factores no observados esta tendencia se revierte. Por otro lado, el coeficiente de apertura comercial más negativo se produce cuando incluimos la variable proxy del financiamiento interno, luego cuando controlamos por la variable efectividad de gobierno, el coeficiente aumenta de valor, más aún cuando se controla por capital humano. Por otro lado, si observamos los coeficientes de las variables control, todos presentan el resultado esperado y son consistentes con parte de la literatura empírica, no obstante, la variable proxy de capital humano no es estadísticamente significativa. En el caso del PIB per cápita, se observa que se relaciona positivamente con la reducción de la pobreza. En cuanto al índice de precios al consumidor, se refleja que los países latinoamericanos (con una media de 6.62) que presentan un mayor índice tienen mayores niveles de pobreza. En el caso del financiamiento interno, se obtuvo que las economías latinoamericanas que presentan un sistema financiero interno más desarrollado están

asociadas con un menor nivel de pobreza. Asimismo, el índice de efectividad de gobierno y la variable proxy de capital humano reflejan una asociación negativa en relación con la pobreza, no obstante, la última variable no es significativa estadísticamente.

Tabla 1. Regresiones entre pobreza y apertura comercial

<i>Variable</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Apertura comercial	-0.147* (0.08)	-0.120** (0.05)	-0.172*** (0.05)	-0.216*** (0.05)	-0.197*** (0.05)	-0.173*** (0.05)
PIB per cápita	-	-0.003*** (0.0001)	-0.003*** (0.0002)	-0.002*** (0.0002)	-0.002*** (0.0002)	-0.002*** (0.0002)
Índice de precios al consumidor	-	-	0.191** (0.09)	0.245*** (0.08)	0.233*** (0.08)	0.194** (0.08)
Financiamiento interno	-	-	-	-0.22*** (0.05)	-0.208*** (0.05)	-0.178*** (0.05)
Efectividad de gobierno	-	-	-	-	-10.54*** (3.06)	-7.47** (3.24)
Nivel de capital humano	-	-	-	-	-	-0.136 (0.154)
Constante	45.49*** (5.76)	56.46*** (3.57)	58.44*** (3.64)	68.03*** (3.98)	63.03*** (4.08)	73.11*** (13.12)
Nro. de observaciones	137	137	137	137	137	122

Nota: * indica significatividad estadística al 90%, ** al 95% y *** al 99%. Errores estándar entre paréntesis.

También se realizaron una serie de chequeos para comprobar la robustez de los coeficientes obtenidos. En función de esto, se implementaron una serie de regresiones utilizando como variables dependientes medidas de alternativas de la pobreza.

En la **tabla 2**, se presentan estas regresiones y puede observarse que la relación entre la pobreza y la apertura comercial mantiene su tendencia negativa, no obstante, su magnitud disminuye según sea la medida de pobreza utilizada. El coeficiente de apertura comercial varía entre -0.173 a -0.072 desvíos respecto de su media, no obstante, mantiene su significatividad estadística. Uno de los cambios importantes que se observa entre las regresiones es que, salvo en la regresión original (columna 1), la variable proxy de capital humano es significativa en las demás regresiones, asociándose negativamente con las distintas medidas de pobreza. Por último, se puede mencionar que los resultados pueden considerarse robustos, dado que en el chequeo de robustez no se observa una variación importante en la magnitud de los coeficientes y sus signos se mantienen constantes.

Tabla 2. Chequeo de robustez

<i>Variable</i>	(1) ^a	(2) ^b	(3) ^c	(4) ^d
Apertura comercial	-0.173*** (0.05)	-0.107*** (0.04)	-0.144*** (0.05)	-0.072** (0.03)
PIB per cápita	-0.002*** (0.0002)	-0.001*** (0.0002)	-0.001*** (0.0002)	-0.0005*** (0.0001)
Índice de precios al consumidor	0.194** (0.08)	0.078 (0.06)	0.114 (0.07)	0.028 (0.05)
Financiamiento interno	-0.178*** (0.05)	-0.072* (0.04)	-0.107** (0.05)	-0.027 (0.03)
Efectividad de gobierno	-7.47** (3.24)	-4.57** (2.30)	-5.95** (2.97)	-3.19* (1.84)
Nivel de capital humano	-0.136 (0.154)	-0.324*** (0.11)	-0.409*** (0.14)	-0.349*** (0.09)
Constante	73.11*** (13.12)	56.30*** (9.29)	72.82*** (12.02)	45.44*** (7.47)
Nro. de observaciones	122	122	122	122

Nota: aLínea de pobreza 4 USD. bGAP de la línea de pobreza 4 USD. cLínea de pobreza 2.5 USD. dGAP de la línea de pobreza 2.5 USD. * indica significatividad estadística al 90%, ** al 95% y *** al 99%. Errores estándar entre paréntesis.

Por último, se observó que las políticas de apertura comercial tienen un mayor efecto sobre la pobreza cuando son acompañadas de políticas complementarias. En las **figuras 2, 3 y 4** se dividieron los países en dos grupos a fin de controlar los efectos de la apertura comercial sobre la pobreza, por las variables de financiamiento interno, efectividad de gobierno y capital humano. Los países fueron divididos en un grupo superior y un grupo inferior, donde las medias de las variables anteriores se utilizaron como umbral. En los tres casos, los países que se encuentran en el grupo superior, es decir, los que presentan un valor mayor a la media en cada una de las variables por las que se controla, presentan una mayor pendiente negativa que los países del grupo inferior. Esto indica, como lo señalan algunos autores, que las políticas de apertura comercial deben ser acompañadas por políticas complementarias para mejorar los niveles de reducción de pobreza, en este caso, los países latinoamericanos que tienen un mejor porcentaje de financiamiento interno, un mayor porcentaje de capital humano y un índice más alto de efectividad de gobierno, disminuyen en mayor medida sus niveles de pobreza, por lo tanto, las políticas de apertura comercial son mejor aprovechadas.

4. Discusión y conclusiones

Puede observarse que las investigaciones empíricas que han estudiado la relación entre la apertura comercial y la pobreza no arrojan resultados concluyentes. Es decir, según sean los países analizados, el período y los métodos de estimación utilizados, los resultados varían sustancialmente. Muchos autores mencionan que estos tipos de estudios están sujetos a errores de medición, esto se debe a que en las investigaciones que utilizan datos de panel (cross-country), se emplean una serie de medidas estadísticas en las que la metodología para elaborar las mismas varía de país en país, lo que puede generar sesgos e inconsistencias en las estimaciones. En este caso, también se ha construido un panel de datos para un período de 10 años, constituido por 13 países latinoamericanos detallados en la **tabla 5 del anexo I**. La elección de estos países se debió principalmente a la disponibilidad de los datos necesarios para realizar las estimaciones, por lo tanto los resultados de este estudio no se deberían generalizar a todos los países de Latinoamérica. Por otra parte, en cuanto a la metodología utilizada, se han implementado estimaciones tanto por el modelo de efectos fijos como por el de efectos aleatorios, y posteriormente se han contrastado los resultados mediante el test de hausman. En base a ello, se rechazó la hipótesis nula, concluyendo en que existe evidencia de diferencias sistémicas entre los dos modelos, lo que provoca correlación entre los efectos no observados y los errores, por lo tanto, el mejor método de estimación para eliminar la heterogeneidad no observada es la transformación mediante el modelo de efectos fijos. En relación con los resultados, estos indican que existe una asociación negativa entre la pobreza y la apertura comercial, sin embargo, cuando se controla por las *covariables*, el coeficiente de la apertura comercial mejora su significatividad estadística y aumenta su pendiente, esto puede indicar que las políticas comerciales deben ser acompañadas por otro tipo de políticas complementarias para mejorar sus resultados en relación con la reducción de los niveles de pobreza. Por último, se realizó un chequeo de robustez, en el cual se pudo verificar que los coeficientes estimados no varían significativamente y sus signos se mantienen constantes, en base esto los coeficientes pueden considerarse robustos. En cuanto a las limitaciones de este estudio, como se mencionó anteriormente, en las investigaciones de cross-country, la disponibilidad de datos y la calidad de los mismos es un tema no menor. Asimismo, debe tenerse en cuenta que las estimaciones obtenidas pueden tener problemas de endogeneidad, por lo tanto, estos resultados no reflejan asociaciones causales.

Por último, se debe aclarar que mientras algunos autores mencionan que la apertura comercial es una herramienta eficiente en la reducción de la pobreza, los resultados empíricos son variados y están sometidos a errores de medición, por lo tanto, deben tomarse con cierto cuidado. Por otro lado, parece ser que las políticas comerciales de liberalización funcionan más efectivamente en la reducción de la pobreza cuando son acompañadas de políticas complementarias, más específicamente, como se observa en las **figuras 2, 3 y 4**, se controlaron las predicciones lineares por financiamiento interno, efectividad de gobierno y capital humano, observándose diferencias en los países incluidos en el grupo superior en los tres casos, por lo tanto, esto fundamenta que se recomiende que la aplicación de políticas de apertura comercial no se realice de manera aislada, sino que deben ser acompañada por otras políticas complementarias para lograr una mayor eficiencia en la reducción de la pobreza.

.....

Referencias

- Agénor, P.R. (2004), "Does globalization hurt the poor?", *International Economics and Economic Policy*, Vol. 1, Num. 1, pp. 21–51.
- Bergh, A.; Nilsson, T. (2014). *Is Globalization Reducing Absolute Poverty?*. *World Development*, Vol. 62, pp. 42–61.
- Bergh, A.; Mirkina, I.; Nilsson, T. (2016). *Do the poor benefit from globalization regardless of institutional quality?*. *Applied Economics Letters*, Vol. 23, Num. 10, pp 708–712.
- Bhagwati, J.; Srinivasan, T.N. (2002), "Trade and poverty in the poor countries", *American Economic Review*, Vol. 92, Num. 2, pp. 180–183. doi: 10.1257/000282802320189212
- Bolaky, B.; Freund, C. (2008), "Trade, regulations, and income", *Journal of Development Economics*, Vol. 87, Num. 2, pp. 309–321.
- Dollar, D.; Kraay, A. (2001), "Trade, Growth and Poverty", mimeo, Development Research Group, The World Bank, Washington.
- Edwards, S. (1997), "Trade policy, growth, and income distribution", *American Economic Review*, Vol. 87, Num. 2, pp. 205–210.
- Frankel, J.A.; Romer, D.H. (1999), "Does trade cause growth?", *American Economic Review*, Vol. 89, Num. 3, pp. 379–399. doi: 10.1257/aer.89.3.379
- Goldberg, P.; Pavlenik, N. (2003), "The response of the informal sector to trade Liberalization", *Journal of Development Economics*, Vol. 72, Num. 2, pp. 463–496.
- Grossman, G.M.; Helpman, E. (1991), "Innovation and Growth in the Global Economy". MIT Press, Cambridge, MA and London.
- Haltiwanger, J. (2011), "Globalization and economic volatility. In: Bacchetta, M., Jansen, M. (Eds.)", *Making Globalization Socially Sustainable. ILO and WTO, Geneva*, pp. 119–146.
- Harrison, A. (1996), "Openness and growth: a time-series, cross-country analysis for developing countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 48, Num. 2, pp. 419–447.
- Harrison, A. (2007), "Globalization and Poverty (National Bureau of Economic Research Conference Report)". University of Chicago Press.
- Irwin, D.; Terviö, M. (2002), "Does trade raise income?", *Journal of International Economics*, Vol. 58, Num. 1, pp. 1–18. doi:10.1016/S0022-1996(01)00164-7
- Krueger, A.; (1983), "Trade and employment in developing countries. Synthesis and Conclusions", Vol. 3. NBER, New York.
- Krueger, A.; Berg, A. (2003), "Trade, growth, and poverty: a selective survey", *IMF Working Paper, WP/03/30, International Monetary Fund, Washington*.
- Le Goff, M.; Singh, R.J. (2014), "Does trade reduce poverty? A view from Africa", *Journal of African Trade*, Vol. 1, Num. 1, pp. 5–14. doi:10.1016/j.joat.2014.06.001
- Lee, H.; Ricci, L.; Rigobon, R. (2004), "Once again is openness good for growth?", *Journal of Development Economics*, Vol. 75, Num. 2, pp. 451–472. doi:10.1016/j.jdeveco.2004.06.006
- Liang, Z., (2006), "Threshold estimation on the globalization–poverty nexus: evidence from China", *Research Paper, UNU-WIDER United Nations University (Nro. 2006/57)*.
- MacDonald, R.; Majeed, M.T. (2011). *Distributional and Poverty Consequences of Globalization: A Dynamic Comparative Analysis for Developing Countries. Annual conference 17–19 April 2011, London UK, University of Birmingham*.

Newfarmer, R.; Sztajerowska, M. (2012), "Trade and employment in a fast-changing world. In: Lippoldt, Douglas (Ed.)", *Policy Priorities for International Trade and Jobs*. OECD, Paris, pp. 7-73.

Rodríguez, F.; Rodrik, D. (1999). "Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the cross-national evidence. In: Bernanke, B., Rogoff, K. (Eds.)", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 15, MIT Press, Cambridge, MA, pp. 261-325.

Rodrik, D. (2012), "The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy". Norton & Company, New York - London.

Sachs, J.; Warner, A. (1995), "Economic reform and the process of economic Integration", *Brookings Papers of Economic Activity*, Vol. 1, pp. 1-95.

Sindzingre, A., (2005), "Explaining threshold effects of globalization on poverty: an institutional perspective", *Research Paper, UNU-WIDER United Nations University*, (Nro. 2005/53).

Ullah, S.; Maqsood, F.; Ifrikhar, H. (2012). *Impact of Globalization on Poverty: A Case Study of Pakistan*. *The Pakistan Journal of Social Issues*, Vol. 3, pp. 91-97.

Vamvakidis, A. (2002), "How robust is the growth-openness connection? Historical evidence", *Journal of Economic Growth*, Vol. 7, Num. 1, pp. 57-80.

Winters, A.; McCulloch, N.; McKay, A. (2004), "Trade liberalization and poverty: the evidence so far", *Journal of Economic Literature*, Vol. XLII, pp. 72-115.

.....

Nota

²Lamentablemente no se han podido incluir a todos los países latinoamericanos debido a la falta de datos de algunos de ellos. En la tabla 5 del anexo I se detallan los países incluidos en este análisis.

ANEXO I

Tabla 3. Descripción de variables

Variable	Observaciones	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Línea de pobreza 4 USD	137	34.99	12.71	8.15	64.38
Gap	137	15.23	7.40	2.32	37.68
Línea de pobreza 2.5 USD	137	19.41	9.81	2.52	47.95
Gap	137	7.95	5.14	0.58	26.21
PIB per cápita	143	4693.95	3052.35	893.95	14727.73
Apertura comercial	143	70.93	34.67	22.12	158.35
Índice de precios al consumidor	143	6.62	5.45	0.18	51.46
Crédito privado/PIB	143	36.29	19.15	8.77	90.44
Efectividad de gobierno	143	-0.26	0.41	-1.09	0.64
Capital humano	125	85.46	13.39	49.8	99.17

Tabla 4. Matriz de correlaciones

Variable		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Línea de pobreza 4 USD	(1)	1									
Gap	(2)	0.97	1								
Línea de pobreza 2.5 USD	(3)	0.97	0.99	1							
Gap	(4)	0.91	0.98	0.98	1						
PIB per cápita	(5)	-0.81	-0.75	-0.75	-0.67	1					
Apertura comercial	(6)	0.17	0.24	0.24	0.28	-0.21	1				
Índice de precios al consumidor	(7)	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.03	0.04	1			
Crédito privado/PIB	(8)	-0.01	0.05	0.05	0.10	0.09	0.60	-0.17	1		
Efectividad de gobierno	(9)	-0.64	-0.58	-0.58	-0.50	0.60	-0.08	0.02	0.33	1	
Nivel de capital humano	(10)	-0.43	-0.37	-0.32	-0.32	0.31	0.02	-0.02	-0.06	0.19	1

Tabla 5. Lista de países

Argentina	Panamá
Bolivia	Paraguay
Brasil	Perú
Costa Rica	República Dominicana
Colombia	Salvador
Ecuador	Uruguay
Honduras	

Tabla 6. Definición e información sobre los datos utilizados

<i>Variable</i>	<i>Descripción</i>	<i>Fuente</i>
Línea de pobreza 4 USD	Porcentaje de la población que vive con un gasto diario menor a 4 dólares	Banco Mundial y CEDLAS
Gap de pobreza 4 USD	Déficit medio de la línea de pobreza expresado como porcentaje de la línea de pobreza	Banco Mundial y CEDLAS
Línea de pobreza 2.5 USD	Porcentaje de la población que vive con un gasto diario menor a 4 dólares	Banco Mundial y CEDLAS
Gap de pobreza 2.5 USD	Déficit medio de la línea de pobreza expresado como porcentaje de la línea de pobreza	Banco Mundial y CEDLAS
Apertura comercial	Suma de exportaciones e importaciones sobre PIB	Banco Mundial
Inflación	Porcentaje de variación interanual del índice de precios al consumidor	Banco Mundial e INDEC
PIB per cápita	PIB dividido por la población	Banco Mundial y CEDLAS
Financiación interna	Crédito doméstico sobre PIB	Banco Mundial
Capital humano	Porcentaje de jóvenes entre 15-24 años con estudios primarios completos	Banco Mundial y CEDLAS
Efectividad de gobierno	Refleja las percepciones de la calidad de los servicios públicos	Indicadores mundiales de gobernabilidad

Figura 1. Predicción lineal entre la línea de pobreza y apertura comercial

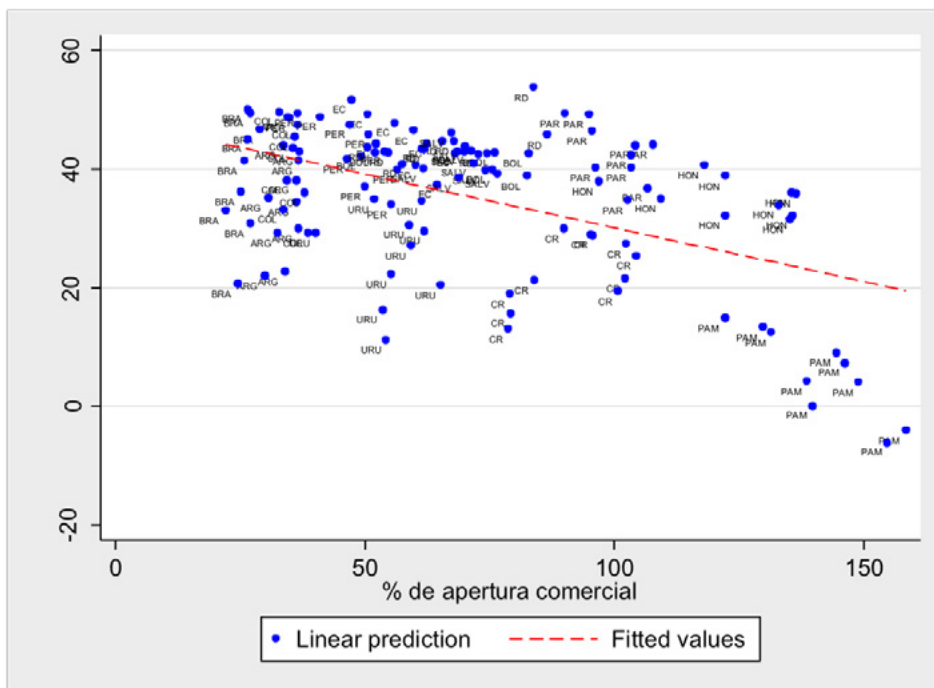


Figura 2. Predicción lineal controlada por financiamiento interno

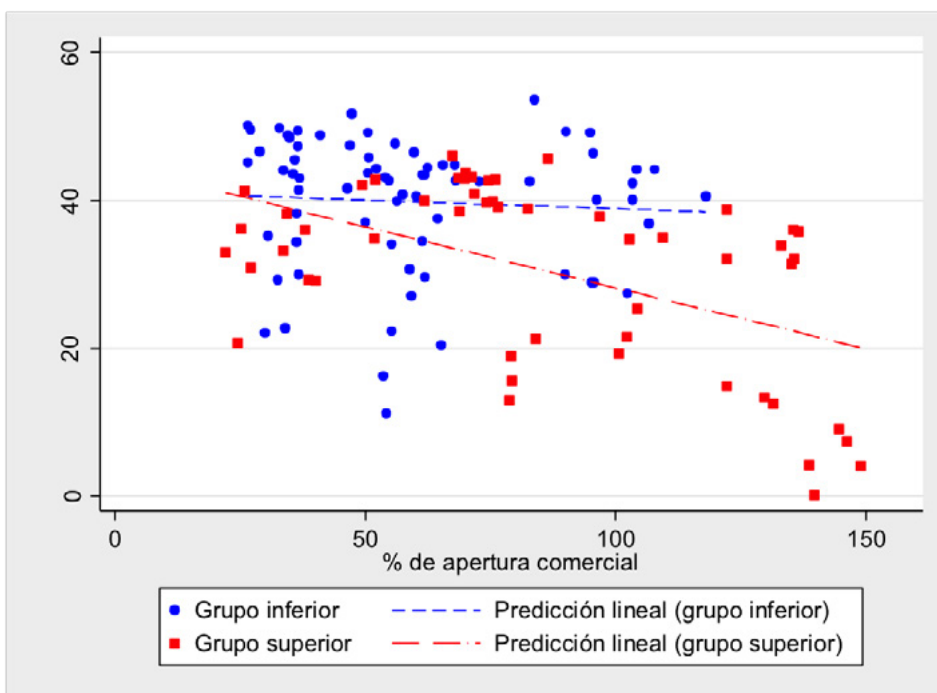


Figura 3. Predicción lineal controlada por capital humano

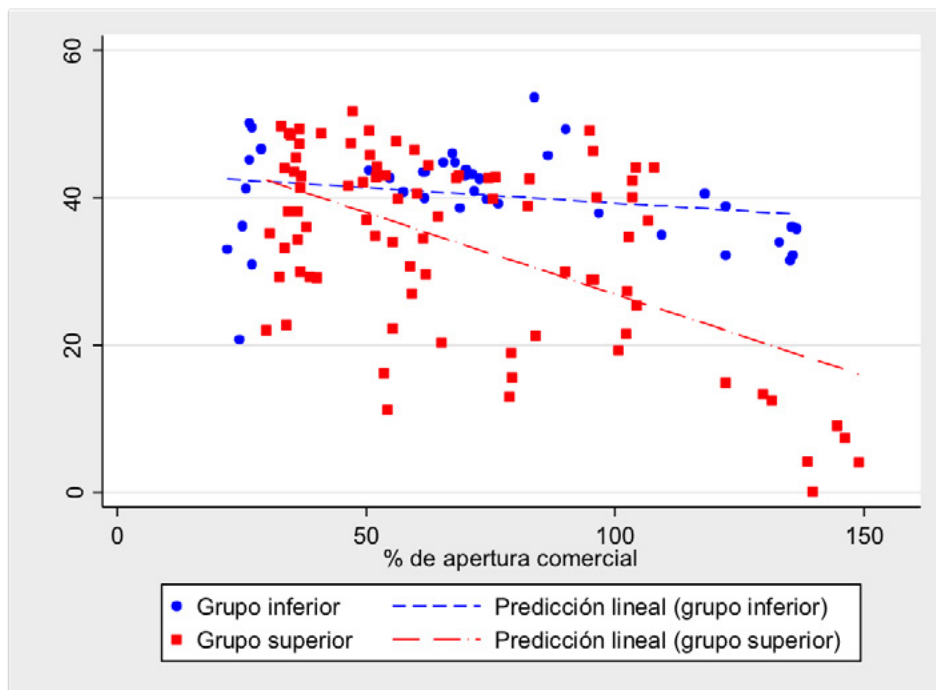
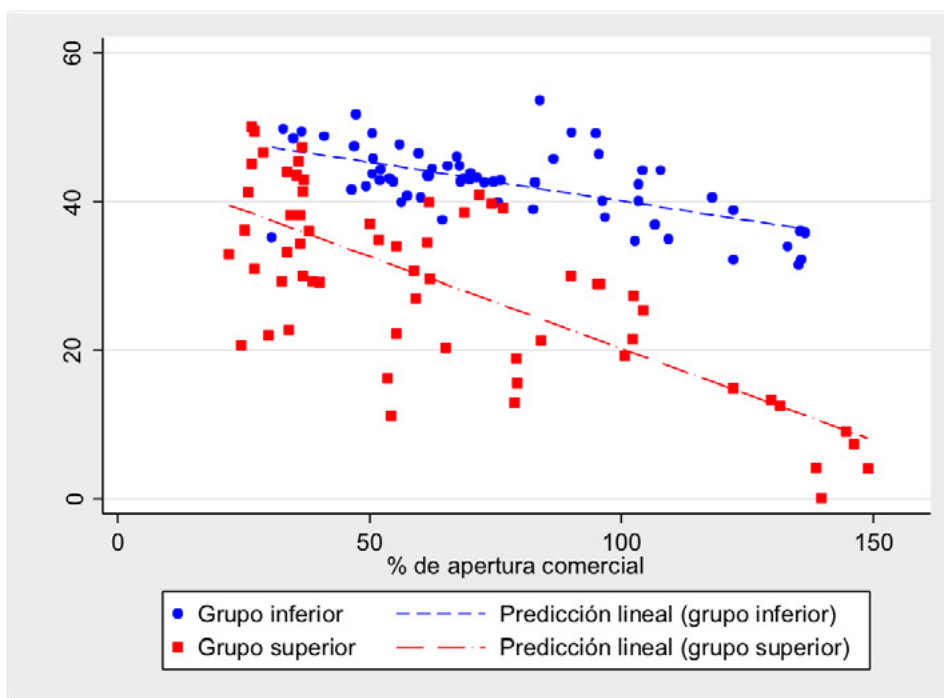


Figura 4. Predicción lineal controlada por efectividad de gobierno





Co-movimentos entre mercados acionários da América Latina: evidências com o COVAR

ÁREA: 2
TIPO: Aplicação

87

AUTORES

Anna Paola Fernandes Freire¹

Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Universidade de Brasília. Universidade Federal da Paraíba Universidade Federal do Rio Grande do Norte
fernandess.ap@hotmail.com

Aline Moura Costa da Silva

Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Universidade de Brasília. Universidade Federal da Paraíba Universidade Federal do Rio Grande do Norte
alinemoura@id.uff.br

Otávio Ribeiro de Medeiros

Universidade de Brasília
otavio@unb.br

1. Autor de contato: Rua Ana de Fátima Gama Cabral, nº 701, bloco 11, apartamento 101. Condomínio Jardim Cabo Branco. Bairro Portal do Sol. João Pessoa - PB. CEP: 58046-780.

Comovements in latin american equity markets: evidence with COVAR

Co-movimientos en mercados bursátiles en américa latina: la evidencia con el COVAR

O artigo investiga co-movimentos nos mercados acionários de seis países da América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Utilizou-se o modelo CoVaR para identificar o efeito contágio entre as bolsas de tais países, estimado por regressão quantílica. Assim, foi possível verificar o país que mais sofre e mais causa efeito contágio aos demais. Os resultados evidenciaram que: o Peru foi o país mais vulnerável ao risco; a Argentina, o país que menos influenciou o risco dos outros países analisados; e, México, seguido do Brasil, os países que mais contribuíram para o contágio dos demais.

The paper investigates comovements in equity markets in six Latin American Countries: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, and Peru. We used the CoVaR method to identify the contagion effect between those countries' stock exchanges, estimated by quintile regression. It was possible to find out which country has suffered most and which one has caused the highest contagion effect to the others. The results have shown that Peru was the country most vulnerable to risk, Argentina the one that least influenced the risk of other countries analyzed, and Mexico, followed by Brazil, the countries that contributed most to the contagion of others.

El artículo investiga los co-movimientos de los mercados bursátiles de seis países latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Se utilizó el método CoVaR para identificar el efecto de contagio entre las bolsas de estos países, que se estima por regresión cuantil. Por lo tanto, fue posible ver el país que más sufre y lo que más causa el efecto contagio a los otros. Los resultados mostraron que Perú fue el país más vulnerable al riesgo; Argentina, el país que menos ha afectado el riesgo de otros países analizados; y México, seguido de Brasil, los países que más han contribuido al contagio de los otros.

DOI
10.3232/GCG.2016.V10.N2.05

RECEBIDO
16.05.2016

ACETADO
14.06.2016

1. Introdução

O nível de integração dos mercados financeiros em todo o mundo tem aumentado significativamente desde o final dos anos 1980. Um fator-chave subjacente a este processo tem sido o aumento da integração internacional financeira e da globalização dos investimentos. Do mesmo modo, o processo político de abertura de mercados, que ocorreu em muitos países, em especial naqueles em desenvolvimento, incentivou a abertura de capital através da: diminuição de restrições e controles relacionados à entrada e saída de capitais; desregulamentação dos mercados financeiros domésticos; liberação das restrições ao investimento estrangeiro direto; e melhoria do ambiente e perspectivas econômicas com a introdução de reformas orientadas para o mercado (VO, 2009). Assim, tal processo permitiu o estreitamento das inter-relações entre economias, sendo este o grande estimulador do efeito contágio na década de 1990.

Efeito contágio refere-se às interligações entre economias de diversos países em tempos de crise econômica, ou seja, são as ligações de mercado após um choque em um país ou grupo de países, medido pelo nível em que os preços dos ativos ou fluxos financeiros se movem conjuntamente em todos os mercados, em relação a este co-movimento em tempos mais estáveis (DORNBUSCH; PARK; CLAESSENS, 2000; BEKAERT; HARVEY; NG, 2005).

É importante salientar que a grande preocupação do efeito contágio está no fato de que os co-movimentos por ele gerados podem vir a provocar uma repercussão sistêmica. Isso porque, o risco sistêmico deriva do processo negativo gerado pelo efeito contágio, podendo resultar em uma grave crise econômica (PIANTO, 2006; KERSTE ET AL., 2015).

Risco sistêmico é o risco do colapso de todo um complexo sistema, resultante de ações tomadas pelas entidades individuais ou agentes que compõem o sistema. (...) é uma questão de grande preocupação nos mercados financeiros modernos, bem como, de forma mais ampla, na gestão de sistemas de negócios (CHEN; LYENGAR; MOALLEMI, 2013, p. 1).

Sendo assim, diante da gravidade de uma repercussão sistêmica gerada pelos efeitos negativos dos transbordamentos, modelos de gerenciamento de risco sistêmico, como o CAViAR (*Conditional Autoregressive Value at Risk*) e o *Credit Default Swap* (CDS), são evidenciados na literatura. Além destes, destaca-se o modelo *CoVaR* (*Conditional Value at Risk*), elaborado por Adrian e Brunnermeier em 2008, com *paper* definitivo publicado em 2016.

O *CoVaR* (métrica parcimoniosa) é uma extensão do modelo de gerenciamento de risco denominado *Value at Risk* (VaR). Enquanto o VaR concentra-se no risco individual da empresa, sendo a perda máxima que uma instituição pode alcançar em um determinado período, o *CoVaR*, por sua vez, identifica a contribuição marginal do valor em risco de cada empresa sobre o risco do mercado, também denominado de risco sistêmico, caracterizando-se dessa forma, como uma medida anticíclica (ADRIAN; BRUNNERMEIER, 2016).

Dessa forma, considerando a magnitude devastadora de uma crise sistêmica, estudos que possibilitam identificar a contribuição do risco de um país em outro, torna-se relevante. Deste modo, este artigo tem como objetivo identificar os co-movimentos no mercado acionário de seis países da América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, à luz do modelo *CoVaR*. Ressalta-se que a escolha de tais países se justifica por representarem as maiores capitalizações de mercado acionário, dentre os países da América Latina em 2015, segundo o Banco Mundial.

PALAVRAS-CHAVE

Efeito contágio.
Mercados
Acionários.
América Latina.
CoVaR

KEY WORDS

Contagion Effect.
Equity Markets.
Latin America.
CoVaR

PALABRAS CLAVES

Efecto Contagio.
Mercados
Bursátiles. América
Latina. *CoVaR*

CÓDIGOS JEL:

G01, G15, G31, N26

A justificativa para desenvolver estudos em mercados da América Latina está na importância que mercados emergentes têm para o mercado global e nas crises passadas que impactaram países vizinhos, como, dentre outras, a crise dos *subprimes* que surgiu nos Estados Unidos em 2007-2008, a crise financeira que começou no México em 1994-1995, a crise na Tailândia em 1997, e a crise da Rússia em 1998 (GUPTA, 2014). Além disso, entender essas repercussões é importante para os participantes no mercado e para os gestores públicos.

Assim, diversos são os estudos sobre co-movimentos entre os mercados de ações internacionais (SHIM; EUN, 1989; BESSLER; YANG, 2003; FRASER; OYEFESO, 2005; EVANS; MACMILLAN, 2009; BAUR, 2012; GUPTA, 2014), inclusive grande parte da literatura existente sobre o contágio analisa os índices agregados das bolsas (BAIG; GOLDFAJN, 1999; FORBES; RIGOBON, 2002; BEKAERT ET AL., 2005; DUNGEY ET AL., 2010). Contudo, a contribuição deste artigo está ao utilizar uma modelagem robusta e recente, o *CoVaR*, de característica anticíclica, ainda não documentada na literatura de países emergentes, em especial, via análise da matriz de efeito contágio para capturar a contribuição marginal do valor em risco de um país a outro.

Adicionalmente, cabe salientar que os mercados emergentes, com o avanço da competitividade mundial, tornaram-se importantes para a economia global, representando uma parte crescente do investimento estrangeiro direto, por ser uma grande fonte de recursos para os agentes econômicos (KEDIA ET AL., 2015). Ademais, Leone e Medeiros (2015) afirmam ser interessante estudar mercados emergentes que pertencem a uma mesma região econômica, política ou social, pois há razões econômicas e políticas para que tais mercados sejam correlacionados. Nesse contexto, tais autores relatam que, para os seis países analisados no presente artigo, há evidências de uma tendência gradual para convergência em períodos estáveis, demonstrando uma integração positiva e moderada.

.....

2. Estudos Anteriores

Almeida, Frascarolli e Cunha (2012) analisaram como perturbações nas séries de retornos de empresas brasileiras e nos indicadores do mercado financeiro nacional (IBOVESPA) e internacional (*Dow Jones*) interagem entre si, com o intuito de captar um possível efeito contágio. Para tal, foram estimados, através do *CoVaR*, o risco sistêmico, efeito contágio e realizado um *stress test*. A amostra contemplou 16 empresas. Essas estavam presentes no índice BOVESPA, no quadrimestre de maio a agosto de 2011, e não apresentaram dados faltantes referentes às cotações diárias dos ativos, no período de 1995 a 2011. Para representar o mercado acionário brasileiro, o índice BOVESPA foi utilizado e para o mercado internacional, o índice DJIA (*Dow Jones Industrial Average*). Os principais resultados evidenciaram a inexistência de correlação entre as medidas de risco determinadas pelo VaR e pelo *CoVaR*. Já o risco sistêmico sinalizou os papéis que causam mais externalidades negativas para o mercado financeiro brasileiro. Adicionalmente, por meio do *stress test* verificaram que uma perturbação nos retornos do IBOVESPA possui mais efeito contágio sobre os papéis das empresas que atuam na BM&FBOVESPA do que uma perturbação nos retornos do mercado internacional. Por fim, a matriz de efeito contágio, que revela as inter-relações entre os retornos dos papéis das empresas, sugeriu indícios setoriais para avaliação e gestão de risco.

Yang, Liu e Chou (2014) analisaram o nível de propagação que um aumento do risco de crédito no sistema financeiro dos EUA provoca no risco de liquidez dos mercados europeus. Para tal, utilizaram o *CoVaR*, que mensurou quantitativamente o risco da taxa de juros de um país europeu, ao analisar o risco ascendente da mudança na distribuição das taxas de juros. Assim, o valor em risco, condicional aos movimentos na taxa de juros norte-americana, foi considerado nesta pesquisa. O período de análise foi de 2003 a 2009, contemplando assim a crise dos *subprime* ocorrida em 2007/2008. Os resultados demonstraram diferenças significativamente positivas entre o valor em risco condicional dos mercados financeiros dos EUA e dos europeus, quando em um ambiente estável ou não. Foi possível verificar que o efeito propagação aumentou a partir de 2007 e foi particularmente pronunciado em 2008 a 2009. Além disso, o risco de contágio da taxa de juros é especialmente grave para alguns países das regiões europeias que apresentam maiores problemas relacionados à dívida soberana. Assim, o resultado prediz a deterioração da crise da dívida soberana europeia, que começou a se desdobrar em 2010.

Calluzo e Dong (2015) investigaram a natureza mutável do risco das instituições financeiras, no período de 2005 a 2011. O trabalho justifica-se visto que, apesar das regulações que afetam as instituições financeiras, empregadas após a crise de 2008 que eclodiu nos EUA, a pergunta “o sistema financeiro norte-americano tornou-se menos arriscado?”, permanece sem resposta. Assim, a amostra foi constituída pelas instituições financeiras americanas de capital aberto e, para alcançar o objetivo proposto, o VaR e *CoVaR* dessa amostra foram analisados. Os resultados das análises demonstraram que, embora essas instituições tenham ficado menos arriscadas individualmente após a crise, o mercado financeiro se tornou mais vulnerável ao contágio sistêmico. Ademais, há inferência de que a crise e a regulamentação pós-crise mudaram gradualmente a natureza do risco das instituições financeiras analisadas, sugerindo que o sistema financeiro, cada vez mais integrado, pode experimentar retrações mais sincronizadas em crises futuras.

Reboredo e Ugolini (2015) analisaram o risco sistêmico da dívida soberana, que afetou os sistemas financeiros europeus, e, também, as implicações do risco sistêmico para os parceiros europeus, antes e após o início da crise financeira da dívida grega. Tais autores utilizaram o *CoVaR* através da estimação por cópulas (modelagem de dependência flexível, uma vez que esta fornece informações sobre a média e a dependência na cauda, cruciais para determinar o valor *CoVaR*). A amostra contemplou dados semanais dos índices de referência de preços soberanos de seis países centrais da zona do euro (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha e Países Baixos) e de quatro países periféricos (Itália, Grécia, Portugal e Espanha). O período analisado foi de dezembro/1999 a maio/2012. Os resultados evidenciaram que os mercados europeus mudaram significativamente no período anterior ao início da crise da dívida e, ainda, que a evolução dos riscos sistêmicos foi semelhante em todos os mercados. Contudo, com o início da crise grega, o contágio sistêmico da dívida soberana aumentou na Grécia, Itália e Portugal, mantendo-se estável ou diminuindo nos demais países. O contágio sistêmico do risco soberano da dívida grega indicou que os impactos negativos ficaram limitados a um pequeno conjunto de países: Bélgica, Itália, Países Baixos e Portugal.

Bernardi e Petrela (2015), considerando uma abordagem baseada em um modelo multivariado, analisou a evolução dinâmica de interdependência entre os bancos, seguradoras e outras instituições financeiras norte-americanas. Para tal, foram empregados um modelo multivariado com mudança de regime markoviano e erros com distribuição t-Student e medidas de risco múltiplo-*CoVaR* (COES) introduzidas por Bernardi et al. (2013b), que generalizaram o *CoVaR* de Adrian e Brunnermeier, a fim de melhor explicar os diversos eventos contemporâneos de *stress*. O período de análise abrangeu janeiro/1992 a junho/2013. Os resultados demonstraram que os bancos parecem ser a principal fonte de risco para os

demais setores analisados, seguidos pelas outras instituições financeiras e seguradoras. Foi verificado, ainda, que a contribuição de cada setor no *stress* dos demais setores evoluiu ao longo do tempo.

3. Metodologia

3.1 Dados

A amostra analisada contempla dados mensais dos índices das Bolsas dos seguintes países da América Latina: Argentina (MERVAL), Brasil (IBOVESPA), Chile (IPSA), Colômbia (IGBC), México (IPC) e Peru (IGVBL). O período de análise iniciou-se em 31 de julho de 2001 e finalizou-se em 30 de outubro de 2015, por ser o período em que todas os países apresentaram os dados necessário à pesquisa.

Os índices de cada bolsa foram deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor referente a cada país, coletados na página do Fundo Monetário Internacional (FMI) e, em seguida, transformados em retornos. É importante ainda salientar, conforme supramencionado, que a escolha de tais países se deu por eles representarem as maiores capitalizações das Bolsas, dentre os países da América Latina, em 2015, segundo o Banco Mundial, conforme a **Tabela 1**.

Tabela 1. Ranking dos países da América Latina de acordo com a capitalização das bolsas, convertida em dólares norte-americanos

PAÍSES	CAPITALIZAÇÃO DAS BOLSAS (em US\$)	BOLSA DE VALORES
Brasil	490,534,110,000	Bolsa de Valores de São Paulo
México	402,253,280,000	Bolsa Mexicana de Valores
Chile	190,352,000,000	Bolsa de Valores de Santiago
Colômbia	85,955,450,000	Bolsa de Valores da Colômbia
Peru	56,555,700,000	Bolsa de Valores de Lima
Argentina	56,134,630,000	Bolsa de Comércio de Buenos Aires

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados do Banco Mundial (Market Capitalization – 2015)

3.2. Método de Estimação e Modelo *CoVaR*

O modelo *CoVaR*, proposto por Adrian e Brunnermeier (2008, 2016), tem por objetivo evidenciar a contribuição marginal do valor em risco criado por uma empresa a outra, através da diferença do VaR entre quantis (mediana 50% e outro quantil determinado pelo pesquisador) e da estimação do β (retorno do mercado e retorno da ação), ambos calculados pelo método de estimação de regressão quantílica, na qual analisa a média para cada quantil estabelecido. Assim, neste artigo optou-se, seguindo a convenção, adotar o quantil de 5%.

Conforme supramencionado, o *CoVaR* é uma extensão do VaR. Logo, para evidenciar o cálculo do *CoVaR*, é imprescindível entender, primeiramente, o VaR. De acordo com Jorion (2007), o VaR_q^i é implicitamente definido como o quantil $q\%$, onde

$$(1) \quad Pr(X^i \leq VaR_q^i) = q\%$$

em que, X^i é a perda da instituição i para o qual o VaR_q^i é definido. Refere-se ao valor previsto para um quantil condicional particular da instituição i , a partir do retorno da ação. Adrian e Brunnermeier (2008, 2016) entenderam que o $CoVaR_q^{j/i}$ refere-se ao VaR da instituição j condicional a algum evento $C(X^i)$ na instituição i , isto é, é definido implicitamente pelo quantil $q\%$ da distribuição de probabilidade condicional.

$$(2) \quad Pr[X^j | C(X^i) \leq CoVaR_q^{j/i}] = q\%$$

Assim, a medida *CoVaR* é determinada por:

$$(3) \quad DCoVaR_q^{j/i} = \beta_q^{j/i} (VaR_q^i - VaR_{50}^i)$$

Onde $\beta_q^{j/i}$ é estimado através de uma regressão quantílica onde a variável dependente é a variável j e a variável explicativa é a variável i . Por exemplo, se o objetivo é analisar a contribuição do risco, no quantil de 5%, do mercado da Argentina ao risco do mercado do Brasil, a variável dependente é o retorno do IBOVSPA e a variável independente é o retorno do índice Merval;

VaR_q^i e VaR_{50}^i são os valores do VaR calculados no quantil determinado e no quantil de 50%, respectivamente. Considerando o exemplo citado para o cálculo do $\beta_q^{j/i}$, o VaR do mercado argentino seria calculado para os quantis de 5 e 50%.

Adicionalmente, como o objetivo proposto neste artigo é analisar os co-movimentos no mercado da América Latina, a matriz de efeito contágio foi elaborada, buscando facilitar tal análise. Assim, a matriz é interpretada da seguinte forma: o $\Delta CoVaR_{12}$ representa o efeito contágio do país 2 no país 1; o $\Delta CoVaR_{21}$ representa o efeito contágio do país 1 no país 2; e, por analogia, interpreta-se toda a matriz de efeito contágio, possibilitando identificar qual país afeta ou é mais afetado pelos demais países. A **Tabela 2** ilustra a matriz genérica de efeito contágio.

Tabela 2. Matriz genérica de efeito contágio

Países	País 1	País 2	País 3	...	País 6	Total
País 1	...	$\Delta CoVaR_{12}$	$\Delta CoVaR_{13}$	...	$\Delta CoVaR_{16}$	X1
País 2	$\Delta CoVaR_{21}$	...	$\Delta CoVaR_{23}$	...	$\Delta CoVaR_{26}$	X2
País 3	$\Delta CoVaR_{31}$	$\Delta CoVaR_{32}$	...	...	$\Delta CoVaR_{36}$	X3
...
País 6	$\Delta CoVaR_{61}$	$\Delta CoVaR_{62}$	$\Delta CoVaR_{63}$	$\Delta CoVaR_{6n}$	...	X6
Total	Y1	Y2	Y3	...	YK	XK

Fonte: Elaborada pelos autores, a partir da adaptação de Cavalcanti, Frascarolli e Cunha (2012).

4. Análise dos Resultados

As estatísticas descritivas com base em retornos mensais entre 2001 e 2015 estão apresentadas na **Tabela 3**. Dois fatores são importantes nesta análise prévia: a média dos retornos e o seu desvio-padrão. O país que apresentou maior retorno mensal médio foi a Argentina (2,52%), enquanto o Brasil (0,41%) teve o menor. O desvio-padrão, por sua vez, foi utilizado como *proxy* para a volatilidade dos mercados. O país que apresentou maior volatilidade foi a Argentina (0,1594), enquanto o México (0,0504) registrou a menor volatilidade de retornos dentre os países da amostra.

No que tange a normalidade dos dados, verifica-se que há evidências de normalidade nos retornos apenas para o Brasil, de acordo com o teste de Jarque-Bera.

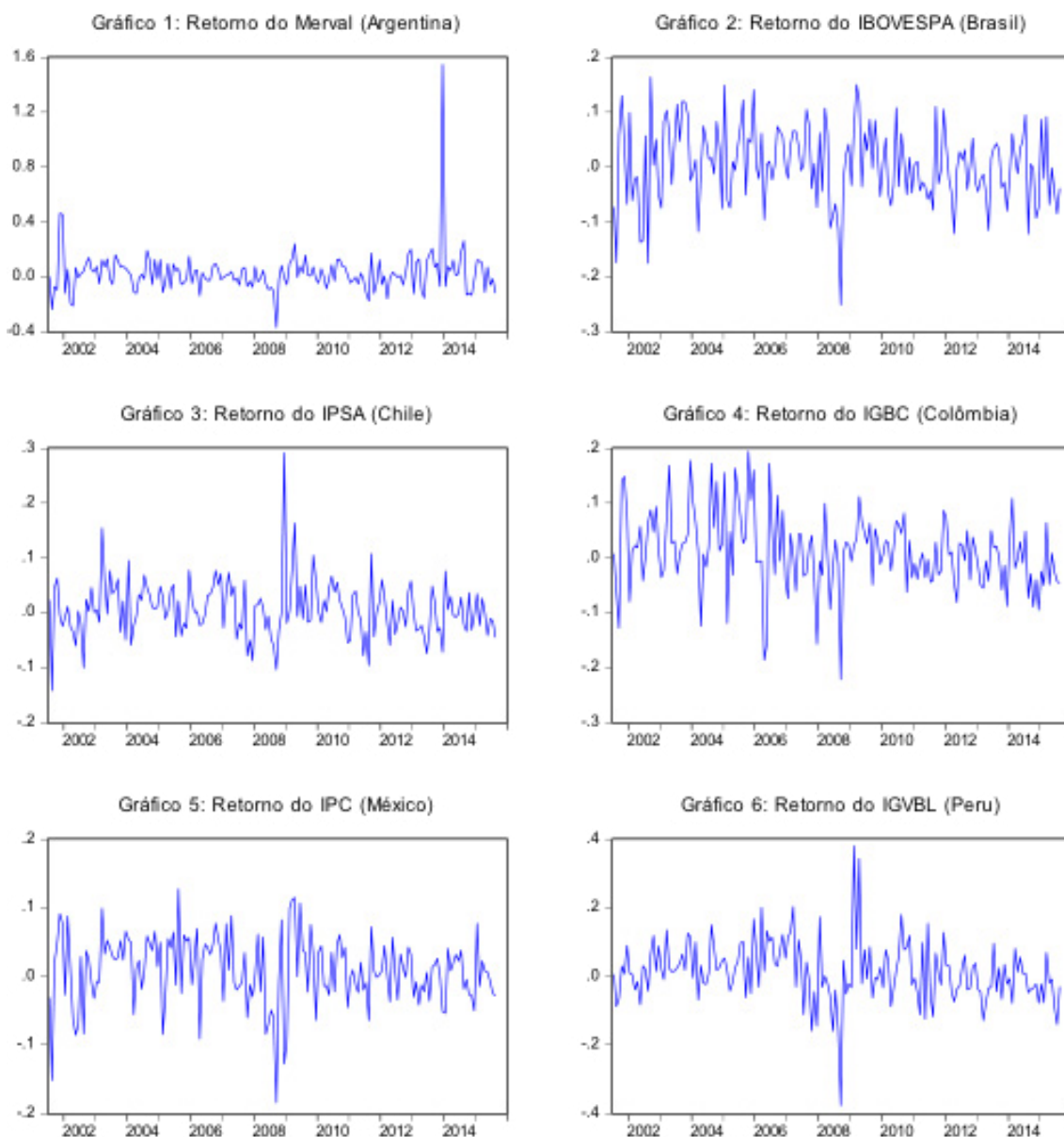
Tabela 3 - Análise estatística descritiva

	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colômbia</i>	<i>México</i>	<i>Peru</i>
<i>Média</i>	0,025205	0,004129	0,006245	0,011919	0,008993	0,013471
<i>Mediana</i>	0,009618	0,003795	0,002005	0,011134	0,010025	0,009735
<i>Máximo</i>	1,547372	0,163919	0,291127	0,193976	0,127258	0,379626
<i>Mínimo</i>	-0,370232	-0,251341	-0,141835	-0,221353	-0,184097	-0,376654
<i>Desvio-Padrão</i>	0,159369	0,070449	0,051231	0,068923	0,0504	0,087674
<i>Assimetria</i>	5,238631	-0,288341	1,07039	-0,004723	-0,545305	0,264632
<i>Curtose</i>	50,72963	3,330808	8,289102	4,008061	4,007005	6,755706
<i>Jarque-Bera</i>	16914,22	3,130801	230,6159	7,198629	15,60804	101,8969
<i>Probabilidade</i>	0,000000	0,209004	0,000000	0,027342	0,000408	0,000000
<i>Observações</i>	170	170	170	170	170	170

Após a análise descritiva, é importante verificar o comportamento dos retornos dos índices dos países analisados. Os **gráficos 1 a 8**, apresentados abaixo, evidenciam o retorno do índice de mercado acionário de cada país, no período de 2001 a 2015, para a posterior análise do efeito contágio.

Ao analisar, de modo geral, os **gráficos 1 a 8**, observa-se que a maioria dos países sofreu impacto da crise dos *subprimes*, iniciada nos EUA em 2007-2008. Entretanto, faz-se necessária uma análise prévia do retorno de mercado de cada país.

O **Gráfico 1**, que trata do retorno do índice Merval (Argentina), indica três picos importantes em sua série. O primeiro, verificado entre 2001 e 2002, possivelmente capturou o período de crise política na Argentina, devido à quebra do sistema bancário e, conseqüentemente, com a renúncia do ex-presidente Fernando de La Rúa, fazendo o mercado reagir positivamente. O segundo pico sugere um reflexo à crise dos *subprimes*, refletida não só na Argentina, como também, nitidamente, no Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, segundo os gráficos. O terceiro e último, em 2013, revela a maior valorização que a Argentina teve nos últimos 13 anos, tornando o seu mercado de ações entre os mais rentáveis do mundo (Revista Exame, 2013).



O **Gráfico 2**, que representa o índice BOVESPA (Brasil), indica que a crise dos *subprimes* ocasionou a maior reação de queda no mercado doméstico, durante os últimos 14 anos de análise. Já, o **Gráfico 3** revela, em 2007-2008, uma oscilação positiva abrupta do índice IPSA (Chile), provavelmente resultado da adoção de políticas anticíclicas.

O índice IGB (Colômbia), apresentado no **Gráfico 4**, evidencia dois momentos no comportamento do mercado acionário colombiano: de 2001 a 2008, o país evidencia oscilações mais fortes, com picos mais elevados de 2004 a 2006, período este que contemplou a proposta do Tratado de Livre comércio

entre EUA e Colômbia, iniciado em 2004. O outro momento correspondeu ao período pós-crise dos *subprimes* até o final de 2015, demonstrando momentos mais estáveis, quando comparado aos anos de 2001 a 2008.

O índice IPC (México), representado pelo **Gráfico 5**, também apresentou dois momentos distintos no comportamento de seus retornos: de 2001 a 2009 e de 2009 a 2015. O primeiro intervalo apresentando variações mais fortes, com destaque para o ano de 2001, ano este marcado pela crise ocorrida nos EUA entre 2000 e 2001 conhecida como “bolha da internet ou bolha dot-com ou ponto-com” que, provavelmente, devido ao grau de dependência da economia mexicana para com a economia americana, ocasionou tal variação (RAMÍREZ, 2010). O segundo, aparentemente, não apresentou período a ser destacado.

Por fim, o índice IGVBL (Peru), apresentado no **Gráfico 6**, mostrou-se instável, principalmente nos anos de 2008 e 2009, apresentando uma queda abrupta em 2008. Porém, no ano seguinte, exibiu reação positiva na bolsa de valores. Tal fato, deve-se provavelmente às mudanças bruscas nas expectativas de investimento dos empresários, as quais tiveram implicações diretas sobre a produção, de modo geral, e sobre os estoques acumulados em 2008, antecipando o crescimento da demanda em 2009.

Para complementar a análise das estatísticas descritivas, foi elaborada a matriz de correlação entre os índices das bolsas dos países da amostra, com o objetivo de medir o grau e a intensidade do relacionamento das variáveis. Esta permite informar, em uma análise posterior, o que se espera para uma variável com base no conhecimento de outra. De acordo com a **Tabela 4**, em geral, as correlações entre índices dos países são positivas, mostrando que a relação entre eles é direta. Adicionalmente, a maior correlação foi verificada entre México e Brasil (0,65547). Já, a menor, foi entre Chile e Argentina (0,13484).

Tabela 4. Correlação entre os índices das bolsas dos países da América Latina

	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colômbia</i>	<i>México</i>	<i>Peru</i>
<i>Argentina</i>	1	0,2209985	0,13483944	0,190053	0,314418237	0,2769026
<i>Brasil</i>	0,22099852	1	0,53182647	0,4600923	0,655468921	0,5210016
<i>Chile</i>	0,134839439	0,5318265	1	0,3187416	0,396718807	0,3981441
<i>Colômbia</i>	0,190052992	0,4600923	0,31874162	1	0,470478654	0,4131477
<i>México</i>	0,314418237	0,6554689	0,39671881	0,4704787	1	0,5341086
<i>Peru</i>	0,276902571	0,5210016	0,39814406	0,4131477	0,534108576	1

Ao considerar a medida univariada, o *VaR*, tal classificação mostra-se limitada, pois não são ponderados os efeitos negativos ocasionados de um país para outro. Esta limitação dificulta identificar os países que, em um cenário de elevadas perdas, provocam *spillovers* para outros. Todavia, tal análise torna-se necessária para efeito de comparação com os achados do ΔCoVaR . Pela **Tabela 5**, verifica-se que a Argentina tem o maior *VaR* (-0,13), seguido do Brasil (-0,12) e Peru (-0,12). Já, os menores foram do Chile (-0,07) e México (-0,08). Estes resultados eram esperados, visto que, na análise descritiva, Argentina e Peru foram os países que apresentaram maior volatilidade e, México e Chile a menor volatilidade.

Tabela 5. VaR dos índices das bolsas dos países da América Latina

PAÍS	VaR5%	VaR50%
<i>Argentina</i>	-0,13	0,009596
<i>Brasil</i>	-0,12	0,003702
<i>Chile</i>	-0,07	0,001963
<i>Colômbia</i>	-0,09	0,010892
<i>México</i>	-0,08	0,009431
<i>Peru</i>	-0,12	0,010018

Após a análise do comportamento dos índices de cada país, é apresentada na **Tabela 6** a matriz de efeito contágio, que expressa uma análise dinâmica entre os seis países da amostra, ao mensurar, pelo CoVaR, o *distress* em um dado país *i*, vindo da pior perda ocorrida no país *j*. Nesse caso, os países organizados nas linhas da tabela foram as variáveis independentes, enquanto nas colunas estão as variáveis dependentes. Isso significa que as variáveis das linhas estão afetando as variáveis da coluna.

Tabela 6. Matriz de efeito contágio entre países da América Latina, para o quantil de 5%.

ΔCoVaR	<i>Argentina</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colômbia</i>	<i>México</i>	<i>Peru</i>
<i>Argentina</i>	1	-8,7%***	-4,0%***	-4,8%***	-12,4%***	-8,2%***
<i>Brasil</i>	-0,3%	1	-5,2%***	-6,4%***	-8,5%***	-5,7%***
<i>Chile</i>	0,0%	-5,3%***	1	-1,6%***	-5,2%***	-2,2%***
<i>Colômbia</i>	-0,1%	-6,3%***	-3,3%***	1	-7,0%***	-4,1%***
<i>México</i>	-0,3%*	-6,2%***	-1,7%	-5,3%***	1	-4,1%***
<i>Peru</i>	-1,0%***	-11,1%***	-4,7%**	-8,0%***	-9,3%***	1

Nota: ***, **, *, coeficientes significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

De modo geral, os resultados evidenciam uma alta variabilidade de contribuição do valor em risco entre países, ao revelar valores de 0,0% a -12,4%. Dentre os resultados, alguns devem ser destacados. O Peru apresentou-se como o país mais sensível, caso haja uma crise sistêmica em quaisquer dos outros países analisados, com exceção do Chile e México que exibiram suas maiores contribuições marginais para o valor em risco do Brasil (-5,2%) e Argentina (-12,4%), respectivamente. É possível que tal vulnerabilidade do Peru, em relação ao risco dos demais, ocorra pelo fato deste país apresentar a menor economia dentre as analisadas, segundo o Banco Mundial, ao considerar como proxy para o tamanho da economia dos países, o PIB em dólares norte-americanos.

Os achados evidenciam ainda que o país que menos contribuiu para o valor em risco dos demais países é a Argentina, mostrando, em sua maioria, valores de contribuição de risco abaixo de 1% (para o Brasil (-0,3%), Chile (0,0%), Colômbia (-0,1%) e México (-0,3%)). Uma provável justificativa para esse resultado é que a Argentina, de acordo com dados do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), foi o país que menos exportou para os demais países da amostra, o que sugere uma menor dependência destes países no mercado da Argentina.

Por outro lado, o país que mais contribuiu para o valor em risco dos outros países da amostra foi o México. Para a Argentina, o México contribuiu em -12,4%, sendo este o país mais afetado. Tal resultado pode ter sofrido influência das relações bilaterais existentes entre eles, como, por exemplo, o denominado Acordo de Associação Estratégica (AAE), aumentando a cooperação entre os dois países em uma variedade de áreas comerciais, políticas e sociais. Nota-se que o inverso não foi verificado, visto que o impacto, em termos de risco que a Argentina causa para o México é bem menor (-0,3%). Entretanto essa diferença na contribuição é condizente com o modelo *CoVaR*, haja vista que o resultado do ΔCoVaR^{ij} não é necessariamente igual ao ΔCoVaR^{ji} . Pelo contrário, espera-se que sejam diferentes. Adicionalmente, o segundo país mais afetado pelo México foi o Peru (-9,3%), onde tal resultado pode ser explicado pelas fortes relações diplomáticas entre os dois. Já a contribuição do Peru em relação ao México foi de -4,1%, mostrando que o México pode gerar efeitos *spillovers*, com repercussão sistêmica, maiores do que ao contrário.

Os resultados que evidenciaram o Peru como o país mais vulnerável em caso de uma crise sistêmica e, ainda, Argentina como o país que menos contribui para o risco nos demais países, e o México com um poder de influência alto, corroboram com os achados de Leone e Medeiros (2015), que utilizaram para verificar os co-movimentos dos países da América Latina, a metodologia VAR (Vetores auto-regressivos) para estimação de funções de impulso-resposta.

O Brasil apresentou-se como o segundo país da América Latina que mais contribuiu marginalmente para o valor em risco dos demais países, em especial, para o Peru (-11,1%), seguindo da Argentina (-8,7%). Já a contribuição de risco que o Brasil sofre do Peru e da Argentina é de -5,7% e -0,3%, respectivamente.

Os resultados que evidenciaram México e Brasil como os países que mais contribuem marginalmente para o valor em risco dos demais países aqui analisados, são possivelmente explicados pelo tamanho de suas economias. De acordo com o Banco Mundial, México e Brasil são as maiores economias, dentre as aqui analisadas, no período estudado. E, segundo o BID, México e Brasil são os países que mais exportam para os demais países da amostra aqui em análise.

5. Considerações Finais

Ao evidenciar o *VaR* de cada país, medida comumente utilizada pelas instituições financeiras para identificar o risco de empresas e/ou países, pôde-se observar que apesar de sua importância, este não identifica os países que, em um cenário de elevadas perdas, provocam efeitos *spillovers* para outros. Contudo, o modelo *CoVaR*, consegue identificar tal efeito, sendo uma importante ferramenta para orientar políticas econômicas, por poder ser utilizada para a formulação de políticas anticíclicas.

Os resultados da análise do *CoVaR* indicaram o Peru como o país mais vulnerável ao risco dos demais países da América Latina, dentre os analisados. Foi possível também verificar que a Argentina é o país que menos contribui para o risco dos demais. Em contrapartida, o México foi o país que mais influencia o risco dos países, seguido do Brasil.

Por fim, constatou-se que o modelo CoVaR abre uma nova dimensão para uma análise econômica e financeira do efeito contágio, ao fornecer oportunos sinais da contribuição marginal do valor em risco entre países, podendo tal medida ser utilizada para promover estabilidade financeira no futuro. Assim, considerando uma eventual crise em um determinado país, o CoVaR pode ser uma metodologia adequada para sinalizar crises subsequentes em outros países.

Referências

- Adrian, T.; Brunnermeier, M.K. (2016), "CoVaR". *The American Economic Review* (Forthcoming).
- Almeida, A.T.C.; Frascarolli, B.F.; Cunha, D.R. (2012), "Medidas de Risco e Matriz de Contágio: Uma Aplicação do CoVaR para o Mercado Financeiro Brasileiro". *Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, RJ*, v. 10, n. 4, pp. 551-584.
- Baig, T.; Goldfajn, I. (1999), "Financial market contagion in the Asian crisis". *IMF Staff Papers*, 46, 167-195.
- Baur, Dick G. (2012), "Financial contagion and the real economy". *Journal of Banking & Finance*, v. 36, pp. 2680-2692.
- Bekaert, G.; Harvey, C.R.; Ng, A. (2005), "Market integration and Contagion". *Journal of Business*, v. 78, pp. 1-32.
- Bernardi, M.; Petrella L. (2015), "Interconnected risk contributions: an heavy-tail approach to analyse US financial sectors". *J. Risk Financial Manag.*, v. 8, n. 2, pp. 198-226.
- Bessler, D.A.; Yang, J. (2003), "The Structure of Interdependence in International Stock Markets", *Journal of International Money and Finance*, v. 22, pp. 261-287.
- Calluzzo, P.; Dong, G.N. (2015), "Has the financial system become safer after the crisis? The changing nature of financial institution risk". *Journal of Banking & Finance*, v. 53, pp. 233-248.
- Dornbusch, R.; Park, Y.C.; Claessens, S.M. (2000), "Contagion: Understanding How It Spreads". *The World Bank Research Observer*. V 15, n. 2, pp. 177-97. Disponível em: <http://wbro.oxfordjournals.org>. Acesso em: 10/04/2016.
- Dungey, M.; Milunovich, G.; Thorp, S. (2010), "Unobservable shocks as carriers of contagion: a dynamic analysis using identified structural GARCH", *Journal of Banking & Finance*, v. 34, n. 5, pp. 1008-1021.
- Eun, C.S.; Shim, S. (1989), "International Transmission of Stock Market Movements". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 24, n. 2, pp. 241-56.
- Evants, T.; Mcmilland, D. G. (2009), "Financial co-movement and correlation: evidence from 33 international stock market indices", *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, v. 1, n.3, pp. 215 - 241.
- Forbes, K.; Rigobon, R. (2002), "No contagion, only interdependence". *Journal of Finance*, v. 57, n. 5, pp. 2223-2261.
- Fraser, P.; Oyefeso, O. (2005). "US, UK and European stock market integration", *Journal of Business, Finance and Accounting*, v. 32, pp. 161-181.
- GUPTA, V. (2014) *Financial Contagion and Emerging Markets*. SSRN. Working paper. Last revised.
- International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acesso em: 18/04/2016.

JORION, P. (2007) *Value at risk: the new benchmark for managing financial risk*. 3 ed. New York: McGraw-Hill Company.

KEDIA, B.L.; RHEW, N.D.; GAFFNEY, N.T.; CLAMPIT, J.A. (2015) *Emerging Market Multinationals: Cooperation for Global Growth*. *Thunderbird International Business Review*. DOI: 10.1002/tie.

KERSTE, M.; GERRITSEN, M.; WEDA, J.; TIEBEN, B. (2015) *Systemic risk in the energy sector – is there need for financial regulation?*. *Energy Policy*. v. 78, pp. 22 – 30.

LEONE, V.; MEDEIROS, O. R.. (2015). *Stock Market Co-Movement in Latin America*. In: *7th Annual American Business Research Conference, 2015, New York, USA. Proceedings of the 7th Annual American Business Research Conference*.

PLANTO, M.T. (2006) *Contagion in the Brazilian Interbank Currency Exchange Market: An Empirical Analysis*. *Est. Econ. São Paulo*, v. 36, n. 2, p. 251-262.

RAMÍREZ, R.H. (2010) *Crisis financiera mundial: impacto en la economía mexicana*. En *Observatorio de la Economía Latinoamericana*, n. 136. Disponível em: <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/mx/2010/hrr.htm>. Acesso em: 14/04/2016.

REBOREDO, J.C.; UGOLINI, A. (2015) *Systemic risk in European sovereign debt markets: A CoVaR – copula approach*. *Journal of International Money and Finance*, v.51, pp. 214-244.

VO, X.V. (2009) *International financial integration in Asian bond markets*. *Research in International Business and Finance*, v.23, pp. 90-106.

YANG, H.F.; LIU, C.L.; CHOU, R.Y. (2014) *Interest rate risk propagation: Evidence from the credit crunch*. *North American Journal of Economics and Finance*, v. 28, pp. 242-264.

World Bank. <http://www.worldbank.org/>. Acesso em: 14/04/2016.

Jornal. http://brasil.elpais.com/brasil/2014/12/11/economia/1418265861_708476.html. Acesso em: 14/04/2016.



Umbrella clauses: uncertain contract protection under IIAS¹

AREA: 3
TYPE: Case

AUTHOR

Jaime Bandrés de Lucas

Universidad Rey Juan Carlos
Martínez Echevarría
Abogados
jaime.bandres@martinezechevarria.com

Contact author:
C/ Príncipe de Vergara,
211, Esc. Izq. 4ºE;
28002-Madrid; SPAIN

Cláusulas paraguas: protección incierta bajo los acuerdos internacionales de inversión
Cláusulas guarda-chuva: proteção incerta no âmbito dos acordos internacionais de investimento

Umbrella clauses were designed to allow disputes over breach of contracts to be settled by an arbitration tribunal. However as the jurisprudence on the matter has evolved, investors cannot be certain on whether their claim based on such clauses will stand. Certainty of the application of law is essential on investment law; therefore it is indispensable that a jurisprudentia constante is reached so that investors can be sure whether they will be able to rely on them or not. Alternatively, if uniformity of interpretation is not reached, States should decide whether such clauses should be included or removed from BITs.

Las cláusulas paraguas fueron concebidas para permitir que las disputas sobre incumplimientos contractuales pudieran ser resueltas por un tribunal de arbitraje. No obstante, a medida que la jurisprudencia sobre este asunto ha evolucionado, los inversores no pueden estar seguros de que las demandas sustentadas sobre ese presupuesto prosperarán. La seguridad jurídica es esencial para el Derecho de inversiones, por ello resulta indispensable que se alcance una jurisprudencia constante, a los efectos de que los inversores tengan seguridad de si podrán sujetarse a ellas o no. Alternativamente, si la homogeneidad de interpretación no se alcanza, los Estados tendrán que decidir si dichas cláusulas deberán incluirse en los TBIs o, por el contrario, ser eliminadas.

As cláusulas guarda-chuva foram projetadas para permitir que as disputas sobre violações contratuais poderiam ser resolvidas por um tribunal de arbitragem. No entanto, como a jurisprudência sobre esta questão evoluiu, os investidores não podem ter segurança de que uma demanda sobre aquele orçamento vai prosperar. A segurança jurídica é essencial para o Direito de investimento, por isso é essencial que uma jurisprudência constante seja atingida, no sentido de que os investidores tenham segurança se poderão se manter com aquela base o não. Alternativamente, se a homogeneidade de interpretação não é alcançada, os Estados terão de decidir se essas cláusulas devem ser incluídas em os BITs ou, pelo contrário, ser eliminadas.

DOI
10.3232/GCG.2016.V10.N2.06

RECEIVED
13.03.2016

ACCEPTED
14.06.2016

1. Foreword

Since the 1960s, and especially in the 1980s, International Investment Law has been largely defined by the rise of bilateral investment treaties (BITs) and the 1990s saw the rise multilateral investment agreements –which hereinafter shall be conjointly referred to as international investment agreements or IIAs².

This particular kind of international treaty offers a protective framework for investors entering a foreign State, hence encouraging foreign investment. IIAs have come to replace the traditional treaties of peace, friendship, commerce and navigation, which only provided for State-to-State dispute resolution. Under the traditional system, before the rise of the BITs, investors seeking to settle a dispute regarding their investments had to either, rely on the judicial system of the host state (often suspect of being biased and failing to meet investors’ expectations, especially in developing countries), or put forward their complaints upon its home state and rely on her diplomatic services (which provided a slow and inefficient route to any kind of satisfaction).

BITs, first, and Multilateral Investment Treaties, later, made substantive progress, by allowing investors to bypass both routes and seek settlement directly upon an international arbitration tribunal, without having to rely on the services of its home State. This is known as an Investor-State Dispute Settlement system.

The value of these treaties can be of especial importance for developing nations, where judicial systems often fail to measure up to investor expectations, at the same time, investors from more developed countries can benefit from placing their disputes regarding their investment in the international arena, where an arbitration tribunal is more likely to make an unbiased decision when judging State actions that spark a dispute with investors.

Precisely through this idea of protecting foreign assets on countries that are suspected to have questionable standards in judicial protections, many IIAs are tailored to cover and provide a settlement mechanism not only to disputes related to “obligations under this agreement” (this is disputes that relate to direct investment), but also other forms of obligations, through what has come to be known as “*umbrella clauses*”. This has led to an increasing number of investment treaty arbitrations involving not only the treaties themselves but also **investor-state contracts**. Umbrella clauses have, therefore, taken one step further on ISDS systems by allowing now to jump directly into international arbitration disputes that have traditionally been submitted to the host State’s administrative or civil law and to its national courts.

The object of this article is to expose the problems of interpretation and certainty of application of umbrella clauses and in order to do so, we must:

1. First of all, comprehend how they came to be, their historical origin, which shall throw light into their purpose.
2. Secondly, we must perform a thorough analysis of the wording of these kind of clauses and of the interpretation that they have been given by the arbitration tribunals with regards to their scope and effect

This study intends to question the usefulness of umbrella clauses, due to the aura of confusion that surrounds their real purpose, scope and effect, in such a manner that they fail to meet

KEYWORDS
Investment arbitration, umbrella clause, investment contracts, BITs, international law.

PALABRAS CLAVE
Arbitraje de inversiones, cláusula paraguas, contratos de inversión, TBIs, derecho internacional.

PALAVRAS-CHAVE
Arbitragem de investimento, cláusula guarda-chuva, contratos de investimento, TBIs, direito internacional.

JEL CODES:
K330, K410

the minimum standard of certainty that is required of any legal system. They have therefore become a questionable instrument within the Investor-State Dispute Settlement system. Treaty negotiators must question whether such clauses are actually beneficial and should assume that they should be rethought of as an instrument for investor protection within the international investment legal system.

2. History of the umbrella clause

According to Sinclair (2004)³ the origins of this clause can be traced to 1953-1954, when Sir Elihu Lauterpracht provided advice to the UK regarding the settlement of the Iranian-British dispute, after Iran nationalised the Anglo-Iranian Oil Company. After such proposal it can be found on different multilateral investment treaty drafts dated between 1956 and 1959⁴.

Such clause was introduced for the first time in the *Treaty between the Federal Republic of Germany and Pakistan for the promotion and protection of investments*, signed in Bonn, on 25 November 1959, in particular, article 7 ends with the following statement: ***“Either Party shall observe any other obligation it may have entered into with regard to investments by nationals or companies of the other Party.”*** This statement can be taken as the umbrella clause prototype, as shall be discussed below.

Since this clause was introduced for the first time in the Germany-Pakistan BIT, the EOOD estimates that out of the 2500 BITs currently in existence, around 1000 hold this kind of clauses (that is 40%). However, neither the doctrine nor the resolutions of the arbitral tribunals have come to agree on the actual implications of this kind of clauses inserted on the BITs; while, on the other side, the treaty practice with regards to this kind of clause is not uniform either, as we find an enormous variation in wording, scope of protection and relevance of the clause within the treaty⁵.

We can theoretically divide the different types of umbrella clauses into three groups, and the interpretation practice into two other groups, making umbrella clauses one of the most confusing elements in international investment law.

3. Types of umbrella clauses

Even though there is a massive variety in the drafting of umbrella clauses, -even within one State’s treaty practice it can be difficult to find uniformity-, for systematic purposes, umbrella clauses can be divided into three trends, looking at the scope that they try to cover, from the narrowest to the widest.

It must be noted that there is debate among the scholars as to whether group 1 and 3 constitute actual umbrella clauses; most notably Sinclair considers them “similar provisions” (Bjorklund et al. 2009, p.

281-284)⁶ but not umbrella clauses properly speaking. For the purposes of this article, these clauses shall be included within the concept of umbrella clause, as so have done different arbitration tribunals in different cases as it shall be discussed below.

A. Group 1: Restrictive umbrella clauses

The “*restrictive umbrella clause*” group refers to umbrella clauses that are so narrowly drafted that it is clear that they try to exclusively include investment contracts, often by remitting to the terms of the contract itself. Their purpose is to reduce the scope of the umbrella clause as much as possible, up to the point that we might question whether they actually constitute an umbrella clause.

Examples of clauses pertaining to this group can be found –among many others- on the 2005 Iceland-Mexico BIT⁷, where article 8 reads as follows:

Article 8

Application of other Rules

*Each Contracting Party shall observe any other **obligation it may have assumed in writing**, with regard to investments in its territory by investors of the other Contracting Party. However, disputes arising from such obligations shall be **settled only under the terms of the contracts underlying the obligations.**” (emphasis added).*

The expression “*in writing*” clearly refers to contracts. Unilateral written compromises, which could arguably also be included under the phrasing of the first sentence, are clearly excluded by solely referring to “*the terms of the contracts underlying the obligations*” on the second sentence. On the other side, remittance to the respective contract to the settlement of any dispute arising from the contract excludes the direct effect that characterises an umbrella clause.

A second example of these restrictive clauses, where there is remittance to the terms of the investment agreement, can be found on the 2001 BIT between India and Kuwait (and on very similar terms, the Spain-India 1997 BIT), where, pursuant to article 4⁸:

*[...] 4. Each Contracting State shall observe any obligation or undertaking it may have entered into with regard to investments in its territory by investors of the other Contracting State **with disputes arising from such obligations being only redressed under the terms of the contracts underlying the obligations.**” (emphasis added)*

This kind of clauses would only permit the mirror effect of umbrella clauses in cases where the investment agreement provided that that effect is to take place. Hence, they render this clause useless, since jurisdiction of an arbitration tribunal would not actually be the BIT, but the contract itself, as the tribunal put it in *Lanco*⁹ submission to jurisdiction is based on consent.

B. Group 2: the umbrella clause prototype

This second group has been labelled as the “umbrella clause prototype” for two reasons, firstly because it is the closest to the original wording of the umbrella clauses (see the 1959 Germany-Pakistan umbrella

clause quoted above), and secondly since it is also the most common wording found on the IIA's that include umbrella clauses. An example of this the 2004 Switzerland-Dominican Republic BIT establishes on its article 12(2) the following mandate:

*"Each Contracting Party shall observe **any obligation it has assumed with regard to investments** in its territory by investors of the other Contracting Party."* (emphasis added)

The way this clause has been drafted, -with a similar wording to that of the 1959 Germany-Pakistan BIT transcribed above (p. 3)- is purposely ample. And precisely because of its ample wording this kind of umbrella clause is the one that poses the biggest problems of interpretation as shall be discussed below.

The Japan - Colombia 2011 BIT, on its article 4, has opted for more elaborate draft, drifting away from the original wording to become somewhat more restrictive but with similar effects; therein it is stated:

*"[...] 3. Each Contracting Party shall **observe any obligation deriving from a written agreement** concluded between its central government or agencies thereof and an investor of the other Contracting Party with regard to specific investments by the investor, which the investor could have relied on at the time of establishment, acquisition or expansion of such investments."* (emphasis added)¹⁰

This clause specifies some of the terms, we can observe as a trend that there is a drift away from the wide wording of the traditional drafting; in order to clearly exclude certain cases, and to clarify the terms of protection. This trend can be generally observed in the most recent Japanese treaty practice.

C. Group 3: the extremely widely drafted umbrella clauses

Finally, the third group has been labelled the "extremely widely drafted umbrella clauses", precisely because the wording has been chosen to actually not compromise at all. They can be taken as a declaration of intents, but no further; they imply a compromise to respect contractual investment, but under no circumstances can they be taken as allowing the "umbrella effect" of circumventing national courts to submit a dispute to an investment arbitration tribunal. A paradigmatic example (since it has been actually applied by an arbitration tribunal, and its terms widely discussed), pursuant to article 2 of the 1996 BIT between Italy and Jordan:

*"Promotion and Protection of Investments
[...] 4. "Each contracting Party shall create and maintain in its territory a legal framework apt to guarantee to investors the continuity of legal treatment, including the compliance, in good faith of all undertakings assumed with regards to each specific investor."* (emphasis added)

It is clear that there is no commitment to allow disputes to be settled by an arbitration tribunal, but just a declaration of the intention to maintain a guaranteeing legal framework. The only doubt that could arise as to whether this clause implies an "umbrella effect" could be based on the last sentence, whereby it is declared that such commitment includes "compliance, in good faith of all undertakings assumed with regards to each specific investor". However relying on this last phrase alone in order to submit a contractual dispute to an arbitration tribunal seems very farfetched, unless the specific contract expressly provides such a system for dispute resolution. This was precisely the interpretation given by the Tribunal in *Salini*

Construttori S.p.A. and Italstrade v. Hashemite Kingdom of Jordan, where it was stated that there was no intention to create international liability for breach of such commitments.¹¹

Clauses of this kind are scattered in a variety of BITs, as an example, we can cite the Japan-Uruguay 2015, where article 6, under the title “other obligations” reads as follows (emphasis added):

Each Contracting Party, subject to its laws, shall do all in its power to ensure that a written agreement with regard to a specific investment, between a national authority of that Contracting Party and an investor of the other Contracting Party or its investment that is an enterprise in the Area of the former Contracting Party, is respected, provided that the written agreement is with respect to:

- (a) natural resources that a national authority controls;*
- (b) supply of services to the public on behalf of the former Contracting Party; or*
- (c) infrastructure projects, that are not for the exclusive or predominant use and benefit of the government.*

Again we find another example of how the Japanese treaty practice is moving towards more elaborate clauses with more narrowly defined terms. However, the mixed scope of this clause may still lead to problems of application: on one side, a commitment to *do all in its power to ensure that a written commitment is respected* subject to the national law of the host state cannot imply a commitment to settle disputes regarding investment contract to international tribunals; on the other, the specification of the scope may hint that conflicts over these subject-matters may be settled by an arbitration tribunal when the Host State has not respected the terms of the agreement.

4. The interpretation divide

As it has been aforementioned, apart from the wide variety in which umbrella clauses are drafted, we find a great divide in the interpretation given to them by the arbitration tribunal. Even if, as said above, the umbrella clause can be traced back to the 1950s, it was not until 2003 that a Tribunal tackled its interpretation, with the case *Société Générale de Surveillance S.A. v. Islamic Republic of Pakistan*¹². In 2004, another Tribunal had to decide over the application of the umbrella clause to the dispute that arose between SGS and Philippines¹³, and even if also it did not admit jurisdiction based on the umbrella clause, in doing so, it directly contradicted the previous decision *SGS v. Pakistan*. This diversion in jurisprudence that arose from the contradictory interpretations given in the SGS cases has been maintained throughout the decisions that followed, in such a manner that we can assert that two contradictory schools of thought have been formed (J. B. Potts 2011). In particular, the following points of divide can be observed on the two lines of thought that arose from the two SGS cases:

1. Fears over an infinite expansion of claims on the tribunals, i.e., whether all breaches of the contract are also breaches of the Treaty.
2. Validity of forum selection clauses established in investment contracts, i.e., whether a forum selection clause can override the umbrella clause or not.
3. The effectiveness that can have the umbrella clause regarding the intent of the Parties when

negotiating the Treaty, i.e., did the parties intend that disputes over the contract in question was to be submitted to arbitration or not.

A. Restrictive interpretation: SGS v. Pakistan

The *school of restrictive interpretation* was born, as said above when the Tribunal had to consider the application of article 11 of the Switzerland-Pakistan BIT to the SGS v. Pakistan conflict. Such article provides that:

"Each contracting party shall constantly guarantee the observance of the commitments it has entered into with respect to the investment of the other contracting party"

First of all, it must be said that following the opinion of Sinclair (and also of the Tribunal) the clause can hardly be considered an umbrella clause, as *"an undertaking to constantly guarantee the observance of commitments" arguably entails something different from a directive "to observe" or "to respect" commitments entered into with foreign investors*" (Bjorklund et al. 2009, p. 283). Regardless of this observation, the Tribunal tackled the application of article 11 as if it was a proper umbrella clause. Moreover, the principle that *"A treaty interpreter must of course seek to give effect to the object and purpose projected by that Article and by the BIT as a whole"*¹⁴ was firmly held.

Nevertheless, the Tribunal rejected giving effect to the clause, exposing four lines of argument (which were later followed in SGS v. Philippines), namely:

1. A textual analysis required restricting the scope of Article 11 of the BIT. As the Tribunal put it: the clause, *"while consisting in its entirety of only one sentence, appears susceptible of almost indefinite expansion."*¹⁵ A broad interpretation *"would amount to incorporating by reference an unlimited number of State contracts, as well as other municipal law instruments setting out State commitments including unilateral commitments to an investor of the other Contracting Party"*¹⁶ A similar argument was expressed in *El Paso v. Argentina*¹⁷, where it was also added, reinforcing the textual argument that neither the term 'contract' nor 'contractual obligation' was contained in the clause¹⁸.
2. Secondly, the Tribunal asserted the principle of general international law that a violation of a contract cannot be automatically elevated to a breach of the BIT¹⁹. The intent of the parties could not reasonably be to submit any breach of a contractual agreement to the international jurisdiction. *"There would be no real need to demonstrate a violation of those substantive treaty standards if a simple breach of contract, or of municipal statute or regulation, by itself, would suffice to constitute a treaty violation on the part of a Contracting Party and engage the international responsibility of the Party."*²⁰ In a similar restrictive framework, *El Paso v. Argentina* and *Pan American Energy v. Argentina* argued a distinction between acts of sovereignty and commercial acts, arguing that BIT protection would only cover acts of a commercial nature.
3. Thirdly, the Tribunal held that the arbitration selection clause should be given effect. The Tribunal worried that, if the umbrella clause was given effect in the manner defended by the claimant, forum selection clauses would only flow in one direction, in favour of the investor, for *"that investor could always defeat the State's invocation of the contractually specified forum, and render any mutually agreed procedure of dispute settlement, other than BIT-specified ICSID arbitration, a dead-letter, at the investor's choice."*²¹
4. Finally, systematic approach required an analysis of the placement of the umbrella clause

within the overall framework of the BIT is uncertain. The Tribunal in was of the opinion that the placement of the clause near the end of the treaty, before the final clauses, and away from the substantive obligations assumed by the parties, was indicative of an intention of the Contracting Parties not to provide a substantive obligation.²²

B. Expansive interpretation: SGS v. Philippines

Even though on the *SGS v. Philippines* case the tribunal did not reach a decision on merits either, the rejection of the claim was not on grounds of jurisdiction, but on grounds of inadmissibility: the breach of contract in question did not amount to a violation of international law based²³, the Tribunal considered that they were upon a "mere refusal to pay a debt" which not amount to an expropriation of property, hence it opined that the claim was "premature" and that the claimant should "await the determination of the amount payable in accordance with the contractually-agreed process"²⁴

Nevertheless, the Tribunal took the opportunity to analyse the reasoning of the *SGS v. Pakistan* decision, and after a thorough scrutiny²⁵, it strongly dissented from its reasoning labelling it of being 'unconvincing'.

First of all the tribunal contested the idea of indefinite expansion of the umbrella clause, arguing that for the mirror effect to take place, the State must have assumed a legal obligation with regards to a specific investment, and could not be applied to general obligations assumed pursuant to the law or other kind legal instrument²⁶. Essentially, over the textual analysis the Tribunal came to the conclusion that the clause "means what it says"²⁷, even if contradicted by the *SGS v. Pakistan* ruling. *Eureko v. Poland* coincided with this idea: the Tribunal should give effect to the intention of the parties when introducing a clause of this kind in the BIT²⁸.

Secondly, with regards of the general principle that a state violation of an investment contract cannot consist by itself a violation of international law, the tribunal in *SGS v. Philippines* pointed out that this general principle of international law cannot be taken as an absolute matter, and that it should rather be a matter of interpretation²⁹. In this sense it comes to say that a Tribunal should consider individually whether a particular violation of a contract amounts to a violation of the relevant BIT. This argument was later held by the Tribunal on *CMS v. Argentina*³⁰, where it was argued that breaches of treaty rights or of essential terms of the contract could set off the application of the umbrella clause, in particular "significant interference by the government"³¹

Thirdly, in relation to the possible overriding effect of the umbrella clause over jurisdiction selection clauses in investment contracts, the tribunal makes a detailed excursus³². The tribunal questioned whether BITs constituted an apt instrument to override contractually agreed forum selection clauses (whether to local courts or to national or international arbitration). The tribunal responded negatively to such an idea on two grounds. On one side, under the principle that a general provision does not abrogate a specific one; on the other, under the supporting and supplementing functions of BITs, they constitute framework treaties not intended to replace specific arrangements made between investor and the host State.³³ The tribunal conceded that BITs cannot automatically render ineffective a contractual forum choice, however, it concluded that it is a matter of the merits of the breach³⁴, the investor should only be allowed to pursue its claim on an international tribunal on cases of *force majeure* preventing the claimant from complying with the contract. It can be added that it could very well be argued the claimant could pursue its action on the arbitration tribunal in cases where the breach of contract amounts to a breach

of the BIT itself, with or without an umbrella clause, and with or without an exclusive jurisdiction clause. If the breach of contract implies a violation of a substantive clause (such as a violation of fair and equitable treatment or when there was an expropriation without compensation), the tribunal should have jurisdiction based on the dispute settlement provisions of the relevant international agreement.

Finally, regarding to the systematic approach, the *SGS v. Philippines* Tribunal opined that while the placement of the clause may be entitled to some weight; it could not consider this factor as decisive. In this respect, the Tribunal stated "*it is difficult to accept that the same language in other Philippines BITs is legally operative, but that it is legally inoperative in the Swiss-Philippines BIT merely because of its location*".³⁵

5. Conclusions

As we have seen, it is unclear for an investor whether relying on an umbrella clause can be a beneficial option in order to pursue a claim with regards to its contractual investment.

Chaisse and Bellak (2015) affirm that "*[i]n essence, an umbrella clause extends the scope of the application of a BIT, and it offers more protection to the investor.*" (emphasis added). However, such a statement is at least debatable; if the investor cannot be sure whether the umbrella clause will or will not be given effect by the tribunal, hence surrounding its claim by a halo of uncertainty contrary to its interests, it can hardly qualify as an extra protection. Not in vain, once the dispute is sparked, an investor may spend a considerable amount of resources seeking compensation from a tribunal that may or may not apply to the case the umbrella clause depending on whether such tribunal follows a restrictive or an expansive interpretation regarding jurisdiction and admissibility of the claim. It is true that this uncertainty may be attributed to some extent to diversity in the text of different clauses, however, much of it is based on the divergent points of view of different arbitrators (Shenkman and File 2008).

Furthermore, it is also unclear whether the investor can rely on treaty-based protections if there is an exclusive jurisdiction clause in the relevant contract that excludes international arbitration. Whether such a clause would be ineffective in the light of the umbrella clause, under the argument that international law is above municipal law and cannot be overridden by the contract, or, on the other hand, whether the option for a specific jurisdiction should exclude international investment arbitration, giving weight to the parties' contractual intention, if far from being resolved³⁶. Still, it must be borne in mind that not every breach of contract will imply a breach of the BIT; hence, not all breaches of contract can be subject to arbitration, regardless of the existence of an exclusive jurisdiction clause in the investment contract.

Moreover, the importance given to the umbrella clause within the Treaty could be fundamental in order to determine whether the investor can or cannot present his claim upon the arbitration tribunal. However, as seen above, decisions of the different cases also give different weight to the importance of this systematic approach.

Therefore, on the investors' side umbrella clauses, as they have been drafted up to date, fail to meet the minimum standard of certainty that they so eagerly seek and must develop their investment among the

uncertainty of whether, given a breach of contract by the host State, their investment is secured. This is especially important in capital-intensive investment³⁷ like the energy, infrastructure or heavy industry (González de Cossío 2013).

Investors must be both wary and prudent, when seeking arbitral redress upon a State violation of an investment contract. The literal text of the clause might give a hint of how the successful the claim can be. However, as seen, there is no guarantee that the tribunal will even pronounce itself on grounds of merit. Actually, at the time of writing, there has not been a single decision that has gone beyond the admissibility phase when analysing umbrella clauses.

Nevertheless, it is not only the investors that suffer the consequences of the uncertainty of the application of umbrella clauses; States too suffer its vagueness. Its supposed stabilising role prevents abrupt innovations in the legislative and economical systems; hence it may play a negative role refraining host states from tackling sectorial reforms when they might imply a breach of contract against necessary social and economical reforms that sometimes are very much needed, especially in developing countries. The *LG&E* case in Argentina³⁸ is paradigmatic, but more developed countries might too be affected, as it has happened in Spain with the renewable energy sector.

Accordingly, it is questionable whether umbrella clauses within IIAs actually provide a proper system for contract dispute prevention and settlement.

Thus, in this state of affairs, States must question, when negotiating IIAs, whether a provision of this kind is of any use to either to States (who want to favour investment in their land, hence need certainty), or to investors (who seek certainty to all aspects of their investment, dispute resolution included). Precisely, we can actually observe a trend towards its elimination in countries such as Norway, India, US, or many South American countries as well as in multilateral agreements such as NAFTA or ASEAN, being the Energy Charter Treaty the most notable exception (Pereira de Souza Fleury 2015).

Before us, as these lines are being written, one of the most comprehensive and important international investment treaties, the Transatlantic Trade and Investment Partnership, is being negotiated between the European Union and the United States. TTIP constitutes a free trade agreement meant to go beyond traditional FTAs and shape the future drafting of similar trade agreements. An Investor-State Dispute Settlement system is to be included. Therefore EU and US should use this opportunity to rectify the negative effects of traditional umbrella clauses, in a similar manner to what Japan has been doing when drafting its BITs.

The European Union's proposal for Investment Protection and Resolution of Investment Disputes (tabled for discussion with the United States and made public on 12 November 2015)³⁹, foresees on its Chapter II, Section 2, and article (number 7) dedicated to the "Observance of written commitments" wherein it is prescribed that:

"Where a Party either itself or through any entity mentioned in Article X [Definition of "measures adopted or maintained by a Party"] has entered into any contractual written commitment with investors of the other Party or with their covered investments, that Party shall not, either itself or through any such entity breach the said commitment through the exercise of governmental authority."

It is true that language of this article is more precise than the traditional umbrella clause, however it may still spark differences in its interpretation, scope and effect. As with the recent trends of the Japanese

treaty practice referred to above, more explicit terms and different manners to approach the wording, limitations and problems of interpretation and application seem to be inevitable.

A different approach can be observed in the latest US 2012 model BIT which excludes umbrella clauses altogether. In stead it is included a mechanism for settlement of contract-related disputes (provided by article 24)⁴⁰, whereby an investor may submit a claim to arbitration when the respondent has breached an investment agreement and the claimant has incurred in loss or damage arising thereof, provided that the subject matter of the claim and the claimed damages directly relate to the covered investment in reliance on the relevant investment agreement. It is highly likely that the system provided by the 2012 model will be the counteroffer of the American negotiators of TTIP.

In any case, both options –EU's proposal or the US 2012 model BIT- imply a step forward in the search for clarity and certainty of application from the traditionally drafted umbrella clause, and such a step should benefit both States and investors, notwithstanding new problems arising thereof. Future negotiators of IIAs should consider whether alternatives as those proposed above constitute a valid alternative, or whether they should exercise governmental influence in shaping interpretation towards a uniform understanding of how umbrella clauses should be applied.

Bibliography

Bjorklund, A.K.; Laird, I.A.; Ripinsky, S., Ed. (2009), "International Investment Law Current Issues (III) Remedies in International Investment Law. Emerging Jurisprudence of International Investment Law", British Institute of International and Comparative Law, London

Boboslavsky, J.P. (2010), "Tratados de protección de las inversiones e implicaciones para la formulación de políticas públicas (especial referencia a los servicios de agua potable y saneamiento)" – N.U. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (NU-CEPAL) – Naciones Unidas – Santiago de Chile

Castaño J.; Galeano P. (2011), "Los Contratos de Estabilidad ¿Una verdadera herramienta para la protección Jurídica en Colombia: de los intereses del inversionista extranjero y del Estado colombiano?" EAFIT Journal of International Law Vol. 2, No. 1, p. 68–106.

Chaisse, J.; Bellak C. (2015), "Navigating the Expanding Universe of International Treaties on Foreign Investment Creation and Use of a Critical Index", Journal of International Economic Law, Vol. 18, No. 1, pp. 79–105 doi: 10.1093/jiel/jgv008

González de Cossío, F. (2006) "Aportación de México al arbitraje de inversión" Anuario Mexicano de Derecho Internacional, Vol. 8, pp. 651–677

González de Cossío, F. (2013) "¿Cuándo pacta es servanda: Las cláusulas paraguas en el arbitraje de inversión" Instituto de Investigaciones Jurídicas, (UNAM) <http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/7/3386/12.pdf>

Granato L.; Oddone C.N. (2007) "Derecho internacional, ¿protección del inversor extranjero y acuerdos bilaterales, quo vadis?" REVISTA Universidad EAFIT, Vol. 43, No. 148, pp. 25–41

Mereminskaya E. (2009), "La Cláusula Paraguas: Lecciones de Convivencia para los Sistemas Jurídicos" Revista Internacional de Arbitraje (Legis Colombia) No. 11, Jul–Dec., pp. 13–59

Naniwadekar, M. C. (2010) "The Scope and Effect of Umbrella Clauses: The Need for a Theory of Deference?" *Trade, Law and Development*, Vol 2, No 1, p. 169-194

Pereira de Souza Fleury, R. (2015) "Umbrella clauses: a trend towards its elimination" *Arbitration International* (OUP), Vol. 31, 679-691 doi: 10.1092/arbint/aiv062

Perotti, J. (2006), "Consideraciones del caso argentino ante la jurisdicción del CLADI" - Centro Argentino de Estudios Internacionales www.caei.com.ar

Potts, J.B. (2011), "Stabilizing the Role of Umbrella Clauses in Bilateral Investment Treaties: Intent Reliance, and Internalization", *Virginia Journal of International Law*, Vol. 51, No. 4, pp.1005-1045

Sinclair, A.C. (2004), "The Origins of the Umbrella Clause in the International Law of Investment Protection", *Arbitration International*, Vol. 20, No 4, pp.411-434.

Suñé, N. (2015), "Arbitraje en América Latina. Consideraciones en Materia de Inversiones" *Revista de la Secretaría del Tribunal Permanente de Revisión*. Vol. 3, No. 5, pp. 191-215.

Wong, J. (2006), "Umbrella Clauses in Bilateral Investment Treaties: of Breaches of Contract, Treaty Violations, and the Divide between Developing and Developed Countries in Foreign Investment Disputes" *George Mason Law Review*, Vol. 14, No. 1, pp. at 135-177

Yannaca-Small, K. (2006), "Interpretation of the Umbrella Clause in Investment Agreements", *OECD Working Papers on International Investment*, 2006/03, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/415453814578>

Zabalo Hegoa, P. (2012), "América Latina ante las Demandas Inversor-Estado", *Revista de Economía Mundial* 31, 261-296

Notas

¹ This article is dedicated to Professors Antonio Pastor Palomar and Javier Guillén Caramés, who I thank for their insight

² For a complete history of the rise of the ILAs in international investment law, see Jarrod Wong "Umbrella Clauses In Bilateral Investment Treaties: Of Breaches Of Contract, Treaty Violations, And The Divide Between Developing And Developed Countries In Foreign Investment Disputes" on *George Mason Law Review* [vol. 14:1, 2006], p. 139-142

³ For a complete history of how the umbrella clause came to be, see: A.C. Sinclair: "The Origins of the Umbrella Clause in the International Law of Investment Protection", *Arbitration International* 2004, Vol. 20, No 4, pp.411-434.

⁴ Article 4 of the 1956-59 *Abs Draft International Convention for the Mutual Protection of Private Property Rights in Foreign Countries* and article II of the 1959 *Abs -Shawcross Draft Convention on Foreign Investment*.

⁵ The Netherlands Model BIT places the clause on article 3 within an article detailing the substantive protections provided under the Treaty. Such structure has also been followed on most treaties concluded by United Kingdom, New Zealand, Japan, Sweden and the US. By contrast, the Swiss Model BIT places the umbrella clause in a provision entitled "other commitments" and separates it from the substantive provisions by two dispute resolution clauses and a subrogation clause. The Swiss Model BIT format is also found in the Finnish and Greek Model BITs and BITs concluded by Mexico.

⁶ Anthony C. Sinclair, "The Umbrella Clause Debate" on *International Investment Law Current Issues (III) Remedies in International Investment Law. Emerging Jurisprudence of International Investment Law* / ed. by Andrea K. Bjorklund, Ian A. Laird and Sergey Ripinsky. *British Institute of International and Comparative Law* 2009, Pages 281-284

⁷This is the most common wording of the umbrella clause on the Mexico BIT Practice, as reflected on article 8 of the 2005 Iceland–Mexico BIT, art. 19(2) of the 2000 Hellenic Republic–Mexico BIT, art. 18(2) of the 1999 Portugal–Mexico BIT, art. 10(2) of the 1998 France–Mexico BIT, art. 9 of the 1998 Belgium–Luxemburg Economic Union–Mexico BIT, art. 8(2) of the 1998 Germany–Mexico BIT, art. 9 of the 1998 Austria–Mexico BIT, art. 3(4) of the 1998 Netherlands–Mexico BIT and art. 2(3) of the 2000 Denmark–Mexico BIT. The exception is article 10 of the 1995 Switzerland–Mexico BIT, which includes a standard Group 2 umbrella clause.

⁸The exceptional terms of this clause is probably due to India's particular reticence to include umbrella clauses on the BIT she signs, with the only exceptions being, apart from Kuwait and Spain, Denmark Austria, United Kingdom and Switzerland, all of them with a scope to exceptional situations when redress cannot be found on national courts or when the contract specifically provides for a submission to arbitration clause.

⁹*Lanco International Inc. v. The Argentine Republic ICSID CASE No. ARB/97/6 (Cremades, President, Aguilar Alvarez and Olavo Baptista, arbitrators), paras. 42 to 44*

¹⁰Similar clauses can be found on most of the BITs signed by Germany, Denmark or Finland, countries that have been characterised to be especially favourable to include umbrella clauses on their Bilateral Investment Treaties. Also on the Spain–Venezuela (1995) and the Spain–Costa Rica (1997) BITs.

Switzerland is particularly favourable of the inclusion of umbrella clauses in its BIT, nevertheless we find some notable exceptions within the Swiss treaty practice; namely, article 10. (2) of the 2006 Switzerland–Colombia BIT reads: “Each Party shall observe any obligation deriving from a written agreement concluded between its central government or agencies thereof and an investor of the other Party with regard to a specific investment, which the investor could rely on in good faith when establishing, acquiring or expanding the investment.” It is to be noted that the clause limits its scope to “written agreements concluded by the central government or its agencies” and that such written agreements are only those in which “the investor could rely on in good faith”.

¹¹*Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade v. The Hashemite Kingdom of Jordan, ICSID Case No. ARB/02/13, Decision on jurisdiction dated 9 November 2004 (Guillaume, President; Cremades and Sinclair, Arbitrators), paras. 126–127*

¹²*Société Général de Surveillance S.A. v. Islamic Republic of Pakistan, ICSID Case No. ARB/01/13, Decision on Jurisdiction, Dated 6 August 2003, (Feliciano, President, Thomas and Feurès Arbitrators).*

¹³*Société Général de Surveillance S.A. v. Republic of the Philippines, ICSID Case No. ARB/02/6, Decision on Jurisdiction, Dated 6 August 2003, (El-Kosheri, President, Crawford and Crivellaro Arbitrators).*

¹⁴*SGS v. Pakistan, para 165*

¹⁵*Ibid., para. 166*

¹⁶*Ibid., para. 168*

¹⁷*El Paso Energy International Co. v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/03/15, decision on jurisdiction, para. 23*

¹⁸*Ibid., para. 74*

¹⁹*SGS v. Pakistan, para. 167*

²⁰*Ibid., para 168*

²¹*Ibid*

²²*Ibid., para. 169*

²³Article X(2) of the Switzerland–Philippines BIT stipulates that “Each Contracting Party shall observe any obligation it has assumed with regard to specific investments in its territory by investors of the other Contracting Party.” It can be therefore included in the “proper umbrella clauses” of group 2.

²⁴*SGS v. Philippines, paras. 161 and 163*

²⁵See *Ibid.*, paras. 120 to 128

²⁶*Ibid.*, para 121

²⁷*Ibid.*, para 119

²⁸*Eureko B.V. v. Republic of Poland, Ad hoc arbitration, Partial Award, paras. 256 to 258*

²⁹*SGS v. Philippines, para. 122*

³⁰*CMS Gas Transmission Company v The Republic of Argentina ISCID Case No. ARB/01/8 Award (Orrego Vicuña, President, Lalonde and Rezek, Arbitrators).*

³¹*Ibid.*, para. 299

³²See *SGS v. Philippines, paras. 136 to 155*

³³*Ibid.*, para 141

³⁴*Ibid.*, para 154

³⁵*Ibid.*, para. 124

³⁶Even if based on different merits, we find arguments for and against on different decisions. In favour of the effectiveness of the choice of forum we find both SGS decisions on jurisdiction; against, we can cite *Lanco v. Argentina* or *BIVAC v. Paraguay*.

³⁷This issue is discussed in depth by González de Cossío, Francisco on “¿Cuándo pacta es servanda: Las cláusulas paraguas en el arbitraje de inversión” Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM

³⁸*LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp. And LG&E International Corp v. Argentine Republic ICSID Case N° ARB/02/1, decision on liability (Dr. Tatiana B. de Maekelt, President; Judge Francisco Rezek and Professor Albert Jan van den Berg, Arbitrators)*

³⁹http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2015/november/tradoc_153955.pdf

⁴⁰<http://www.state.gov/documents/organization/188371.pdf>