

Análise da Relação Grau de Internacionalização versus Indicadores Financeiros de Multinationais Brasileiras

Janayna Katyuscia Freire¹, Eduardo Gomes Carvalho², Cristina Lélis Leal Calegário³

¹ Universidade Federal de Juiz de Fora - janayna.freire@gmail.com

² Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais - eduardogomes@cefetmg.br

³ Universidade Federal de Lavras - ccalegario@ufla.br

PALAVRAS-CHAVES

Grau de internacionalização, Desempenho financeiro, Multinationais brasileiras, Modelagem de equações estruturais.

Received 10.02.2021

Reviewed 12.04.2021

Accepted 15.05.2021

ISSN 1980-4431

Double blind review



RESUMO

Este trabalho tem como objetivo investigar empiricamente a relação entre o grau de internacionalização de empresas brasileiras de capital aberto, avaliado pelo Índice de Internacionalização da Fundação Dom Cabral (IFDC), e o seu desempenho econômico financeiro, medido através dos indicadores contábeis de liquidez, estrutura do capital e rentabilidade. Para tanto foram utilizados dados em painel desbalanceado de 33 empresas, no período de 2011 a 2018, totalizando 275 observações. A pesquisa utiliza para a análise o Modelo de Equações Estruturais, com o método do PLS-SEM através do pacote estatístico SmartPLS 3.0. Os principais resultados apontam que, quando avaliadas com a moderação da presença no Ibovespa, tamanho e tipo de internacionalização, os constructos estrutura e liquidez deixam de ser significativas para a predição do IFDC. As variáveis de controle relacionadas a mercado (Ibovespa) e ao tamanho (receita líquida) se demonstraram significativas, corroborando com a literatura.

KEYWORDS

Degree of internationalization, Financial performance, Brazilian multinationals, Modeling of structural equations.

ABSTRACT

This paper aims to empirically investigate the relationship between the degree of internationalization of publicly traded Brazilian companies, assessed by the Fundação Dom Cabral Internationalization Index (IFDC), and their financial and economic performance, measured through the accounting indicators of liquidity, capital structure and profitability. For this purpose, data were used in unbalanced panel of 33 companies, in the period from 2011 to 2018, totaling 275 observations. The research uses the Structural Equation Model for the analysis, with the PLS-SEM method through the SmartPLS 3.0 statistical package. The main results indicate that, when evaluated with the moderation of the presence in Ibovespa, size and type of internationalization, the structure and liquidity constructs are no longer significant for the IFDC's prediction. The control variables related to the market (Ibovespa) and size (net revenue) proved to be significant, corroborating the literature.

1 Introdução

O grau de internacionalização de uma empresa busca indicar sua expansão no mercado internacional e pode ser medido considerando tanto aspectos financeiros quanto não financeiros. A literatura aponta que diversas são as motivações para uma empresa optar pela internacionalização, mas há um consenso lógico que esse movimento tem relação com a busca pela melhoria e/ou maximização dos seus resultados financeiros. Diversos estudos empíricos, desenvolvidos em diferentes partes do mundo, têm analisado a existência de alguma relação entre o grau de internacionalização – e como esta ocorre – e os indicadores financeiros das Empresas, porém os resultados são inconclusivos, visto que enquanto alguns estudos encontram relação positiva, outros não encontram relação e ainda há os que encontrem relação negativa entre essas variáveis. Quando o olhar se volta para a realidade brasileira, ainda é restrito o número de estudos realizados com o intuito de analisar essa relação.

Estudos sobre empresas internacionalizadas de países emergentes começaram a ganhar relevância recentemente na literatura (LUO; TUNG, 2007; GUILLÉN; GARCIA-CANAL, 2009; FLEURY; FLEURY, 2011; WILLIAMSON *et al.*, 2013; CUERVO-CAZURRA; RAMAMURTI, 2014; FINCHELSTEIN, 2017). Este interesse vem acompanhando o aumento sem precedentes de empresas de economias emergentes que iniciaram a internacionalização muito tarde e se expandiram para o estrangeiro de forma bastante acelerada (SATTA *et al.*, 2014).

Não obstante, a maioria dos estudos empíricos utilizam apenas métricas e indicadores de rentabilidade, não ampliando a análise para os demais indicadores de desempenho de liquidez e de estrutura de capital. Cabe salientar que a análise financeira de uma empresa é multifacetada e abrange não somente seu resultado ou rentabilidade, mas também a forma como ela administra suas obrigações financeiras e como ela define sua estrutura de financiamento.

Em suma, este estudo teve como objetivo investigar empiricamente a relação entre o grau de internacionalização de multinacionais brasileiras de capital aberto e o seu desempenho econômico financeiro, medido através dos indicadores contábeis de liquidez, estrutura do capital e rentabilidade. Especificamente, acredita-se que

empresas com maior grau de internacionalização possuem um melhor desempenho financeiro. Foram utilizadas como variáveis moderadoras o tamanho da empresa, tipo de internacionalização e mercado.

Para além da carência de estudos voltados para a internacionalização das empresas brasileiras, este trabalho se justifica pela sua contribuição no contexto das economias emergentes e pela ampliação na gama de variáveis utilizadas, através dos constructos de rentabilidade, liquidez e estrutura do capital. Diferentemente de metodologias utilizadas em outros estudos, a modelagem de equações estruturais permite examinar a estrutura de inter-relações entre as variáveis, assemelhando-se a uma série de equações de regressão múltipla, que descrevem as relações entre esses constructos.

Apesar deste trabalho não ter como objetivo um aprofundamento teórico sobre o tema, entender a existência de relação entre o grau de internacionalização e o desempenho financeiro de empresas no contexto brasileiro é um primeiro passo para discussão do fenômeno no contexto das economias emergentes. As especificidades desse tipo de economia devem ser levadas em consideração e os resultados não podem ser meramente comparados com os resultados de estudos realizados em países desenvolvidos, tão numerosos na literatura.

O presente trabalho foi estruturado em cinco partes, sendo essa, Introdução, a primeira, na qual se apresenta a contextualização do tema, os objetivos e a justificativa da pesquisa. A segunda parte apresenta o referencial teórico, que aborda sobre os benefícios e custos da internacionalização, o seu impacto no desempenho financeiro das empresas e as métricas de grau de internacionalização e de desempenho financeiro. A terceira parte apresenta a metodologia de pesquisa utilizada na construção deste trabalho. A quarta parte traz a discussão dos resultados e a quinta, e última parte, apresenta as Considerações Finais.

2 Referencial Teórico

2.1 A internacionalização, seus benefícios e custos

É crescente a movimentação das empresas pela diversificação do escopo geográfico de suas atividades para diferentes países e regiões e a esse processo dá-se o nome de internacionalização.

Recorrentes são os estudos que buscam relacionar a internacionalização das empresas com seu desempenho econômico e financeiro. De acordo com Annavarjula e Beldona (2000), três grandes perspectivas teóricas embasam a relação entre internacionalização e o desempenho corporativo: a Perspectiva Baseada em Recursos (RBV), a Perspectiva de Poder do Mercado e a Perspectiva de Diversificação.

A corrente teórica da RBV propõe que os recursos internos únicos, valiosos e inimitáveis (tangíveis ou intangíveis) da organização, desenvolvidos nos mercados nacionais são fontes de vantagens competitivas ao serem transferidos para mercados estrangeiros (BARNEY, 1991). Esse acesso a novos mercados dá à empresa oportunidade de adquirir novos conhecimentos e experiência além de capacitação para continuar se expandido para novos mercados. Sob a Perspectiva de Poder do Mercado, Annavarjula e Beldona (2000) destacam que o poder de mercado de uma empresa internacional é acumulado em virtude de seu tamanho e expertise em operações desenvolvidas em mercados nacionais, que permitem à empresa quebrar as barreiras de entradas em outros países e, possivelmente, explorar quaisquer lucros monopolistas disponíveis nesses mercados, além de fornecer vantagens em relação a possíveis concorrentes na busca de participação no mercado internacional (HAMEL; PRAHALAD, 1985).

Na Perspectiva de Diversificação, a diversificação de produtos e processos através das fronteiras nacionais é vista como potencial de melhoria na relação risco/retorno dos investidores, uma vez que as atividades econômicas de diferentes países estão menos correlacionadas (ANNAVARJULA; BELDONA, 2000).

Neste contexto, a literatura apresenta diversos estudos que buscam analisar os fatores que influenciam a relação entre a internacionalização e o desempenho, sejam eles estratégicos, operacionais e/ou financeiros, tanto sob a ótica dos benefícios, quanto pela ótica dos custos. Em relação aos benefícios, as empresas se internacionalizam buscando vantagem competitiva (VERNON, 1966; CHAO *et al.*, 2012; FERNÁNDEZ-OLMOS; DÍEZ-VIAL, 2013; RHOU; KOH, 2014); oportunidades de crescimento indisponíveis no mercado doméstico (BUHNER, 1987; KOBRIN, 1991; SAPIENZA *et al.*, 2006; VERMEULEN; BARKEMA, 2012);

redução do risco por meio da diversificação geográfica (CHAO *et al.*, 2012), exploração de marcas e tecnologias (KOGUT; ZANDER, 1993; BIRKINSHAW, 1997; VERMEULEN; BARKEMA, 2012); e economias de escopo e escala, da economia de custos, compartilhando atividades de produção de custos entre os mercados geográficos (KOGUT, 1985; GHOSHAL, 1987; PORTER, 1990; JUNG, 1991; DOZ; SANTOS; WILLIANSO, 2001; SIM; PANDIAN, 2007).

De acordo com Gaur *et al.* (2019), a teoria da internacionalização prevê que tais benefícios para as subsidiárias dependem do nível de imperfeição do mercado do país hospedeiro onde as vantagens da internacionalização são exploradas (DUNNING; LUNDAN, 2008).

Apesar dos benefícios, os estudos também reconhecem os vários custos da internacionalização, destacando-se: a dificuldade de lidar com contextos de mercado, diferenças linguísticas e culturais distintos daqueles do seu país de origem (HYMER, 1960; SIDDHARTHAN; LALL, 1982; ZAHEER, 1995; GOMEZ; RAMASWANY, 1999; LI, 2007; TONG; REUER, 2007); fatores ambientais, tais como flutuações de moeda, regulamentações governamentais e leis de comércio (SUNDARAM, BLACK, 1992); custos com a instalação de fábricas, estabelecimento de sistemas gerenciais internos e de uma rede externa de negócios por ser novo no mercado (HYMER, 1960; STINCHCOMBE, 1965; LU; BEAMISH, 2004; LI, 2007); aumento dos custos gerais de coordenação, controle, logísticos e governança, devido à crescente complexidade e diversidade as operações internacionais impõem uma sobrecarga aos recursos existentes e exige novos recursos especializados na forma de estruturas e processos de controle (SIDDHARTHAN; LALL, 1982; GALBRAITH; KAZANJIAN, 1986; GRANT, 1987; GOMEZ; RAMASWANY, 1999); riscos de vazamento de conhecimento, pois há a possibilidade de transbordamentos de conhecimentos para os concorrentes (SANNA-RANDACCIO; VEUGELERS, 2007).

Utilizando a teoria da internacionalização, Gaur *et al.* (2019) argumentam que os custos relativos da internacionalização do produto e dos mercados de trabalho dependerão das características do país anfitrião, da subsidiária e das características organizacionais da empresa matriz multinacional.

Independente da perspectiva teórica adotada

para explicar a relação entre internacionalização e desempenho das empresas, os estudos demonstram que as vantagens competitivas oriundas do processo de internacionalização contribuem para o aumento de vendas, lucratividade, marketing e participação de mercado.

2.2 A internacionalização e seu impacto no desempenho financeiro das Empresas

Nas últimas cinco décadas, a literatura empírica utilizou medidas de desempenho baseadas em contabilidade e mercado de capitais (NGUYEN, 2017) para analisar a influência da internacionalização, mas seus resultados foram inconclusivos, tanto quanto ao sentido (positivo, inexistente ou negativo) quando ao formato (linear ou não linear) da relação.

Enquanto alguns estudos confirmam desempenho superior proporcionados por níveis mais elevados de internacionalização (VERNON, 1971; BUHNER, 1987; GRANT, 1987; KIM; HWANG; BURGERS, 1993; ZAHRA; IRELAND; HITT, 2000; QIAN, 2002; CONTRACTOR, KUNDU; HSU, 2003; THOMAS; EDEN, 2004; ELANGO; PRAKASH-SETHI, 2007; HSU; PEREIRA, 2008; GAUR; KUMAR, 2009; LONCAN; NIQUE, 2010; CHANG, 2011; LOPES-BARAKAT, CRETOIU, RAMSEY, 2011; HEYDER; MAKUS; THEUVSEN, 2011; FLORIANI E FLEURY, 2012), outros não conseguem encontrar relação (BUCKLEY; DUNNING; PEARCE, 1978; KUMAR, 1984; DUNNING, 1985; RUGMAN; LECRAW; BOOTH, 1985) ou encontram relação negativa (MICHEL; SHAKED, 1986; FERREIRA DE ANDRADE; GALINA, 2013).

De acordo com Rhou e Koh (2014) os resultados mistos levaram os pesquisadores a considerar a possibilidade de uma relação não linear entre a internacionalização e o desempenho das empresas. Alguns estudos encontraram relacionamentos não-lineares, em forma de U

(CAPAR; KOTABE, 2003; RIECK *et al.*, 2004; RUIGROK; WAGNER, 2004; GULAMHUSSEN; PINHEIRO; POZZOLO, 2010), enquanto outros em forma de U invertido (GERINGER; BEAMISH; DA COSTA, 1989; HITT; HOSKISSON; KIM, 1997; GOMEZ; RAMASWANY, 1999; CONTRACTOR; KUMAR; KUNDU, 2007; ELANGO; PRAKASH-SETHI, 2007; PAN; TSAI, 2012). Estudos ainda evidenciam relação em forma de S (CHIANG; YU, 2005), S invertido (LU; BEAMISH, 2004) e J invertido (DANIELS; BRACKER, 1989).

Chen (2019) traz uma possível explicação para esse comportamento não linear do desempenho das empresas multinacionais. Para a autora, a responsabilidades da novidade e do estrangeiro, sofridas no início do processo de internacionalização, pode resultar em um impacto negativo no desempenho. À medida que a empresa vai desenvolvendo vínculos e alinhando seus valores e ações aos requisitos institucionais do ambiente anfitrião, essas responsabilidades devem diminuir e talvez até mesmo desaparecer, resultando na mudança positiva gradual nos retornos, de modo que a relação internacionalização-desempenho aparece em forma de U.

No entanto, quando algumas empresas continuam se expandindo geograficamente e excedem um grau ideal, elas sofrem desvantagens, como complexidade organizacional, custos de coordenação, dificuldades administrativas, carga de processamento de informações, ineficiência na alocação de recursos, etc. Todos esses fatores tornam os ganhos líquidos da internacionalização negativos novamente, e a relação internacionalização-desempenho assume uma forma de S horizontal (CHEN, 2019).

O Quadro 1, a seguir, traz um resumo de estudos empíricos representativos sobre a relação entre grau de internacionalização e desempenho financeiro das Empresas:

Quadro 1 - Estudos empíricos representativos sobre a relação entre grau de internacionalização e desempenho financeiro

Autores	Medidas de Grau de Internacion.	Medidas de Desempenho	Amostra	Relação encontrada
Vernon (1971)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROS, ROA	187 grandes empresas manufatureiras dos EUA	Positiva
Buckley, Dunning e Pearce (1978)	Dummy de Internacionalização	Retornos ajustados ao risco	151 multinacionais americanas e 137 não multinacionais (1963-75)	Não significativa
Kumar (1984)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROA	672 empresas do Reino Unido (1972- 76)	Não significativa
Dunning (1985)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROS	188 grandes empresas do Reino Unido em 1979	Não significativa
Rugman, Lecraw e Booth (1985)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROE	154 multinacionais dos EUA, Europa, Japão, Canadá e nações em desenvolvimento	Não significativa
Michel e Shaked (1986)	Vendas no exterior/ vendas totais (mínimo de 20%)	Retornos ajustados ao risco (Sharpe, Jensen e Treynor)	58 multinacionais americanas e 43 não americanas (1973-82)	Negativa
Buhner (1987)	Índice de Herfindahl e vendas no exterior/ vendas totais	Retornos ajustados ao risco, ROS,ROA	40 maiores empresas da Alemanha Ocidental	Positiva
Grant (1987)	Vendas no exterior/ vendas totais	Crescimento de vendas, ROS, ROA, ROE, lucro	304 grandes empresas manufatureiras britânicas (1972-84)	Positiva
Daniels e Bracker (1989)	Vendas no exterior/ vendas totais; Ativos no exterior/Ativos totais (examinadas separadamente)	ROS, ROA	116 empresas americanas da Forbes 1984 (1974-83)	Curva em J invertido
Kim, Hwang e Burgers (1993)	Índices de Diversificação Global (UD/GMD/GRD)	ROA, ROA ajustado ao risco	125 grandes multinacionais dos EUA da Forbes de 1982	Positiva
Zahra, Ireland e Hitt (2000)	Múltiplas medidas (ex: número de países das subsidiárias, diversidade cultural, etc)	ROE, crescimento de vendas	321 novos empreendimentos americanos	Positiva
Lu e Beamish (2001)	Número de subsidiárias no exterior; Número de países nos quais a firma tem subsidiárias no exterior em determinado ano	ROA, Tobin's Q	1489 empresas japonesas	Curva invertida S
Qian (2002)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROS	71 PMEs americanas manufatureiras (1989-93)	Positiva
Capar e Kotabe (2003)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROS	81 empresas germânicas	Curva em U
Contractor, Kundu e Hsu (2003)	Vendas no exterior/ vendas totais; empregados no exterior/empregados totais; Escritórios no exterior/total de escritórios	ROS, ROA	103 empresas de serviços e 11 empresas de serviços-indústria	Positiva
Thomas e Eden (2004)	Vendas no exterior/ vendas totais; Ativos no exterior/Ativos Totais; Número total de afiliadas estrangeiras/número de países onde possui afiliadas estrangeiras	ROE, ROA, excesso de valor de mercado, valor de mercado médio	151 empresas americanas	Positiva no longo prazo
Rieck <i>et al.</i> (2004)	Vendas no exterior/ vendas totais	Tobin's Q (baseado em mercado)	50 empresas do setor de telecomunicações	Curva invertida U
Ruigrok e Wagner(2004)	Vendas no exterior/ vendas totais; Custos operacionais/ vendas totais	ROS	83 empresas alemãs	Curva invertida U
Chiang e Yu (2005)	Ativos no exterior/Ativos	ROE	119 empresas não financeiras de Taiwan	Curva invertida S
Contractor, Kumar e Kundu (2007)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROA, ROE, ROS	142 empresas indianas manufatureiras e 127 de serviços	Curva invertida U. Diferença entre setores
Elango e Prakash-Sethi	Ativos no exterior/Ativos	Margem de Lucro Bruto, Margem de	1721 empresas tecnológicas de 16 países	Positiva em economias

(2007)		lucro operacional		pequenas e liberais. Curva invertida U em economias grandes, mas pouco liberais
Gaur e Kumar (2009)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROS, ROA	240 empresas indianas dos setores de manufatura e serviços (1997-2001)	Positiva
Loncan e Nique (2010)	Vendas no exterior/ vendas totais	ROA, Tobin's Q	5 multinacionais brasileiras	Positiva
Barcellos (2010)	Ativos no exterior, extensão geográfica, tempo de experiência internacional, empregados e vendas no exterior, internacionalização da estrutura de controle	ROA, ROE, margem líquida, margem EBITDA	51 empresas multinacionais brasileiras	Negativa em primeiro estágio e positiva em um segundo estágio
Chang (2011)	Vendas no exterior/ vendas totais, Ativos no exterior/Ativos	ROS	115 empresas asiáticas entre 2003 e 2006	Positiva
Lopes-Barakat, Cretoi e Ramsey (2011)	UNCTAD index, Vendas no exterior/ vendas totais, Ativos no exterior/Ativos, empregados no exterior/empregados totais	EBTIDA, ROS, ROA, vendas, crescimento de vendas, lucros, participação de mercado	41 grupos brasileiros	Positiva
Heyder, Makus e Theuvsen (2011)	Vendas no exterior/ vendas totais, <i>Network Spread Index</i>	ROA, ROS	21 cooperativas europeias no setor de laticínios e carne	Positiva e curva em S
Floriani e Fleury (2012)	Número de países em que as empresas exportam, receita de vendas na exportação/vendas totais; número de executivos com experiência internacional; funcionários no exterior/total; tempo de experiência com exportação	ROA, Rentabilidade, Lucro	114 PMEs brasileiras	Positiva
Kirca <i>et al.</i> (2012)	Vendas no exterior/ vendas totais, Ativos no exterior/Ativos, Número de países/número de subsidiárias no exterior	Vendas, crescimento das vendas, ROA, ROE, ROS	47.849 empresas de 152 fontes independentes reportadas em 141 estudos	Relações diversas (ex., curva em U, em U invertido, horizontal em S).
Pan e Tsai (2012)	Vendas no exterior/ vendas totais, Ativos no exterior/Ativos, <i>Entropy measure</i>	ROE	281 empresas de Taiwan	Curva invertida U
Ferreira de Andrade e Galina (2013)	Vendas no exterior/ vendas totais, Ativos no exterior/Ativos, empregados no exterior/empregados totais	ROA	33 multinacionais em economias emergentes	Negativa
Marcos, Kroenke e Nascimento (2018)	UNCTAD index (1995)	LS, LC, LG, IPL, PCT, CE, ML, ROA, ROE, PME, PMF, PMR	25 empresas brasileiras, sendo que 17 eram multinacionais	Não significativa
Legendas: ROS = Retorno sobre os Gastos, ROA = Retorno sobre o Ativo, ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido, LS = Liquidez Seca, LC = Liquidez Corrente, LG = Liquidez Geral, IPL = Imobilização do Patrimônio Líquido, PCT = Participação do Capital de Terceiros, CE = Composição do Endividamento, ML = Margem Líquida, PME = Prazo médio de Estocagem, PMF = Prazo médio de Pagamento a Fornecedores, PMR = Prazo médio de recebimentos				

Fonte: Adaptado de Barcellos (2010), com inclusões destes autores.

Conforme observado no Quadro 1, a maioria dos estudos empíricos utilizam apenas métricas e indicadores de rentabilidade, não ampliando a análise para os demais indicadores de desempenho de liquidez e de estrutura de capital. No entanto, é

difícil dissociar a rentabilidade do equilíbrio entre a liquidez de uma empresa, que evidencia como ela administra suas obrigações financeiras, e da forma como essa define seus meios de financiamento e sua relação com o risco. Diante desta lacuna e

partindo do entendimento de que os indicadores financeiros devem ser utilizados em conjunto para melhor avaliar o desempenho de uma empresa, foram estruturadas as seguintes hipóteses:

H1: Há uma relação significativa entre o grau de internacionalização das Empresas e sua liquidez.

H2: Há uma relação significativa entre o grau de internacionalização das Empresas e sua estrutura de capital e endividamento.

H3: Há uma relação significativa entre o grau de internacionalização das Empresas e sua rentabilidade.

2.3 As métricas de grau de internacionalização e de desempenho financeiro

De acordo com Barcellos (2010), o conjunto de teorias sobre internacionalização é tão amplo quanto o número de estudos empíricos realizados com o objetivo de testar o efeito do grau de internacionalização no comportamento e nos resultados das empresas. Para Hassel *et al.* (2003) a lógica para qualquer medida de grau de internacionalização de empresas é seu potencial para ajudar a explicar importantes causas e consequências da expansão global de empresas. Os autores defendem que ao invés de utilizar o grau de internacionalização das empresas como uma medida universal, ela deve vista dentro de um contexto de premissas teóricas utilizadas como base para o seu cálculo.

Apesar de diversos estudos considerarem índices unidimensionais, há um consenso amplo que índices compostos são mais adequados para a medição da internacionalização corporativa (DORRENBACHER, 2000). Uma razão alegada é a multidimensionalidade da internacionalização, que leva à exigência da análise simultânea de diversas variáveis para o que fenômeno da internacionalização como um todo seja bem representado (BARCELLOS, 2010).

Os critérios e métricas adotados para refletir essas variáveis se baseiam em indicadores que podem ser classificados em três tipos: estruturais, de desempenho e atitudinais. Os Indicadores estruturais buscam fornecer uma fotografia do envolvimento internacional de uma empresa em um determinado momento e normalmente são relacionados às atividades externas, como o número de países onde a empresa atua, o número ou proporção de subsidiárias no exterior, o número

ou proporção de casos de envolvimento sem capital no exterior (ex. alianças estratégicas, franchising, etc.), o número ou proporção de ativos internacionais, o número ou proporção de valor adicionado no exterior e o número ou proporção de empregados no exterior (DORRENBACHER, 2000).

Já os indicadores de desempenho são aqueles que medem “o quanto o sucesso ou fracasso de uma atividade da empresa durante um determinado período (geralmente um ano) está relacionado à presença em países externos”; através das vendas (geradas/destinadas a mercados externos) e lucro operacional (gerado pelas subsidiárias externas). E os Indicadores atitudinais buscam identificar como as multinacionais enxergam os países externos e tratam as suas subsidiárias externas, aferindo como de fato as decisões são tomadas em uma multinacional, e, conseqüentemente, como os executivos pensam ao realizar negócios ao redor do mundo (DORRENBACHER, 2000).

A mensuração do desempenho financeiro de uma organização pode ser considerada um fenômeno multifacetado e complexo. Para Barney (1996), a mensuração do desempenho deveria fornecer um parâmetro para se avaliar o quanto o desempenho alcançado está além, ou aquém, do desempenho esperado pelos provedores de capital. O autor restringe sua análise em torno de quatro diferentes abordagens de desempenho: sobrevivência, que por certo período longo de tempo seria um indicador de seu sucesso; medidas contábeis, são as mais frequentemente utilizadas para se avaliar o desempenho de uma empresa e são classificadas em medidas de lucratividade, índices de liquidez, índices de alavancagem e indicadores de atividade; perspectiva de múltiplos stakeholders, na qual o desempenho de uma empresa deveria atender às exigências de seus diversos públicos de interesse (stakeholders), tais como acionistas, clientes, empregados, gerentes e executivos, fornecedores, parceiros e a sociedade como um todo; e, medidas de valor presente, o uso de fluxo de caixa descontado contornaria algumas das deficiências das medidas contábeis, em especial seu viés de curto prazo (BARNEY, 1996). Este estudo, leva em consideração, unicamente, as medidas contábeis de desempenho.

3 Metodologia

O objeto de estudo foram as empresas que são relacionadas no Ranking das Multinacionais Brasileiras da Fundação Dom Cabral no período de 2011 a 2018. O universo da pesquisa é formado por 137 empresas que tiveram participação no IFDC durante o período analisado (2007-2018) e a amostra é composta por 33 empresas. Foram considerados como critérios de inclusão: empresas não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, que tenham participado de pelo menos 6 edições do índice (50% do período) ou que estejam participando ininterruptamente das últimas edições do índice. Os critérios de inclusão buscaram incorporar empresas que tivessem uma participação recorrente no IFDC e/ou empresas que, apesar de participarem em menos edições, estão presentes recentemente de maneira contínua.

A fim de verificar a adequabilidade do tamanho da amostra, utilizou-se o software *G*Power* 3.1.9 (ERDFELDER; FAUL; BUCHNER, 1996). Para definir o número de preditores foi considerada a variável que possui maior número de preditores, no caso o IFDC (RINGLE; SILVA; BIDO, 2014). Foi considerado um nível de significância de 0,05, um poder estatístico de 0,8 e f^2 mediano de 0,15, como indica Hair *et al.* (2014). O *G*Power* indicou uma amostra total de 74 observações, este estudo empregou dados em painel não balanceado que variaram de 2011 a 2018, totalizando 275 observações, os dados foram extraídos do Economática.

O estudo considera como variável dependente o constructo grau de internacionalização das empresas que compõem a amostra. Como proxy do grau de internacionalização de uma empresa foi utilizado o Índice de Internacionalização (IFDC), que é medida multidimensional (composta) que reflete uma média aritmética das proporções de: Ativos no Exterior e totais; Receitas do Exterior e totais; e Número de funcionários no Exterior e Totais. O IFDC considera empresas brasileiras com controle de capital e gestão majoritariamente brasileiros e com atuação internacional por meio de escritórios de vendas, centrais de distribuição, montagem, manufatura, prestação de serviços, agências bancárias/serviços financeiros, pesquisa e desenvolvimento ou franquias.

As variáveis latentes utilizadas são descritas

no Quadro 2, a seguir.

Quadro 2 – Variáveis Explicativas

Variável Latente	Variáveis Operacionais (sigla)	Fórmula
Liquidez	Geral (liqger)	$(AC + ARLP) / (PC + PELP)$
	Corrente (liqcor)	AC / PC
	Seca (liqsec)	$(AC - EST) / PC$
Estrutura	Dívida Bruta (logdivbr)	$EMPCP + EMPLP$
	Estrutura de Capital (estcap)	$(CP+CT) / AT$
	Exigível x PL (expl)	EX / PL
Rentabilidade	Margem Líquida (margliq)	LL / RT
	Retorno sobre Ativo (roa)	$LL / AT * 100$
	Retorno sobre Patrimônio Líquido (roe)	$LL / PL * 100$

AC = Ativo Circulante, ARLP = Ativo Realizável a Longo Prazo, PC = Passivo Circulante, PELP = Passivo Exigível a Longo Prazo, EST = Estoques, EMPCP = Empréstimos de Curto Prazo, EMPLP = Empréstimos de Longo Prazo, CP = Capital Próprio, CT = Capital de Terceiros, AT = Ativo, EX = Exigível, PL = Patrimônio Líquido, LL = Lucro Líquido, RT = Receita Total

Fonte: Elaborado pelos autores

Apesar de ter como objetivo investigar empiricamente a relação entre o grau de internacionalização de multinacionais brasileiras de capital aberto e o seu desempenho econômico financeiro medido restritamente por indicadores contábeis, também foram incluídas cinco variáveis moderadoras que buscam refletir as características das empresas analisadas:

- Tipo (*tipo*): Variável categórica que indica o tipo de atuação da Empresa no Exterior, seja por meio de unidades próprias (comercial ou produtiva) ou por meio de franquias no exterior ou por ambas as formas. A literatura aponta que o tipo de firma também impacta nessa relação entre internacionalização e desempenho financeiro (CONTRACTOR; KUMAR; KUNDU, 2007).

- Segmento (*segm*): Indica o segmento Bovespa ao qual a empresa está vinculada. Estes segmentos são categorias que dividem as empresas cuja ações são negociadas na BM&FBovespa a partir do cumprimento de regras de Governança Corporativa que buscam dar mais estabilidade e confiança aos investidores. Estudos revelam que a Governança Corporativa há uma expectativa de que empresas com estruturas de governança corporativa mais adequadas às práticas orientadas pelos agentes de mercado obtenham resultados mais satisfatórios (MARCOS *et al.*, 2019).

- Ibovespa (*ibov*): Variável dummy que indica a

participação da Empresa no Ibovespa. O Ibovespa é o principal índice do mercado de ações brasileiro e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro. Por ser baseado no volume de negociações das ações das Empresas e ser calculado a partir do valor dessas ações, o Ibovespa pode ser considerado uma proxy de visibilidade em termos de mercado.

- Setor (*setor*): Variável categórica que indica o setor ao qual pertence a empresa: manufatura, serviços, tecnologia ou consumo cíclico. Esta variável foi utilizada a fim de controlar os efeitos macroeconômicos e relacionados ao setor no ambiente competitivo, que impactam simultaneamente o desempenho de todas as empresas em um mesmo setor (DELONG; DEYOUNG, 2007).

- Tamanho ($\log(\text{receita})$): Como variável de tamanho foi considerado o logaritmo da receita do período. O determinante tamanho da empresa é amplamente utilizado como variável em estudos relacionados à estrutura de capital e, a depender da teoria que fundamenta a análise, o tamanho da empresa pode relacionar-se ao endividamento de maneira positiva ou negativa (RIBEIRO *et al.*, 2017).

Os dados foram analisados por meio de equações estruturais, que se trata de uma técnica que explica as relações entre as variáveis e examina a estrutura de inter-relações expressas em uma série de equações que descrevem as relações entre os construtos (as variáveis dependentes e independentes) na análise (HAIR *et al.*, 2014).

A análise dos dados fez uso do pacote estatístico SmartPLS 3.0. Esta pesquisa utiliza o Modelo de Equações Estruturais para a análise, com o método do PLS-SEM (*Partial Least Squares Structural Equation Modeling*), também chamada de *path modeling*. Este método possui várias vantagens na pesquisa das ciências sociais, como: quando o tamanho da amostra é pequeno, os dados são normalmente distribuídos; ou quando em modelos complexos com muito indicadores e com modelos com relações estimadas (HAIR *et al.*, 2014).

4 Análise dos Resultados e Qualidade Geral do Ajuste do Modelo Proposto

A fim de realizar melhor ajuste dos modelos e análise dos resultados, foram seguidas as

recomendações apresentadas por Hair *et al.* (2014) e Hair *et al.* (2019). Para os autores o primeiro passo na avaliação do modelo de medição reflexiva envolve o exame das cargas do indicador. Recomenda-se cargas acima de 0,708, pois indicam que o constructo explica mais de 50% da variação do indicador, proporcionando confiabilidade aceitável do item. Deste as primeiras rodadas do modelo, as cargas fatoriais foram consideradas satisfatórias, não sendo necessária a eliminação de nenhuma variável devido a este fator.

A primeira rodada do modelo, demonstrado na Figura 1, incluiu apenas os constructos IFDC, liquidez, rentabilidade e estrutura de capital, sem a inclusão das variáveis moderadoras.

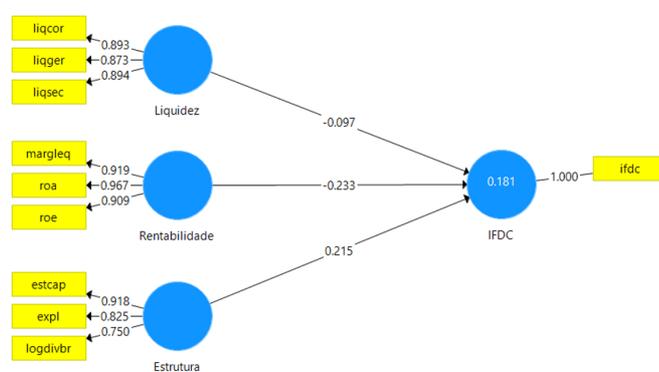


Figura 1 - Modelo Inicial do estudo

Fonte: Saída do SmartPLS

A Tabela 1, a seguir, traz maiores detalhes do modelo inicial.

Tabela 1 – Valores da qualidade de ajuste do modelo inicial do estudo

	Varição Média Extraída	Confiabilidade Composta	Alfa de Cronbach
(*)	>0,5	>0,7	>0,7
IFDC	1,000	1,000	1,000
Estrutura	0,778	0,872	0,778
Liquidez	0,873	0,917	0,873
Rentab.	0,925	0,952	0,925

Fonte: Elaboração Própria

(*) Valores de Referência (HAIR *et al.*, 2014)

O segundo passo é avaliar a confiabilidade da consistência interna, através da observação dos valores da Consistência Interna (Alfa de Cronbach ou AC) e da Confiabilidade Composta (CC). Nos dois casos, tanto AC como CC são usados para se avaliar se a amostra está livre de vieses ou, ainda, se as respostas em seu conjunto são confiáveis (DE MOURA; FLORIANI, 2017). Valores do AC acima de 0,60 e 0,70 são considerados adequados

em pesquisas exploratórias, e valores de 0,70 e 0,90 do CC são considerados satisfatórios (HAIR *et al.*, 2014). A Tabela 1 mostra que os valores de AC e de CC são satisfatórios.

A terceira etapa da avaliação do modelo de medição reflexiva aborda a validade convergente de cada medida de constructo. Validade convergente é a extensão em que o construto converge para explicar a variação de seus itens (HAIR *et al.*, 2019). A métrica usada para avaliar a validade convergente de uma construção é a variação média extraída (AVE) para todos os itens em cada construção. Para calcular o AVE, é necessário elevar a carga de cada indicador em uma construção e calcular o valor médio. Um AVE aceitável é 0,50 ou superior, indicando que o constructo explica pelo menos 50% da variação de seus itens.

O quarto passo proposto por Hair *et al.* (2019) é avaliar a validade discriminante, que é a extensão em que um construto é empiricamente distinto de outros construtos no modelo estrutural. Prosseguindo com a validação do modelo, a Tabela 2 mostra o resultado do teste de validade discriminante. As cargas fatoriais das variáveis operacionais (VOs) nas variáveis latentes ou constructos originais devem ser sempre maiores que em outros.

Tabela 2 – Validade Discriminante do modelo inicial

	IFDC	Estrutura	Liquidez	Rentab.
ifdc	1,000	0,361	-0,296	-0,318
estcap	0,310	0,918	-0,617	-0,330
expl	0,252	0,825	-0,541	-0,282
liqcor	-0,125	-0,545	0,893	0,054
liqger	-0,316	-0,797	0,873	0,252
liqsec	-0,262	-0,526	0,894	0,086
logdivbr	0,326	0,750	-0,659	-0,191
margleq	-0,253	-0,307	0,152	0,919
roa	-0,348	-0,417	0,291	0,967
roe	-0,275	-0,141	0,014	0,909

Fonte: Elaboração Própria

Hair *et al.* (2019) propõem a utilização da razão heterotrait-monotrait (HTMT) das correlações em substituição ao critério de Fornell-Larcker. O HTMT é definido como o valor médio das correlações de itens entre as construções em relação à média (geométrica) das correlações médias para os itens que medem a mesma construção. Problemas de validade discriminante estão presentes quando os valores HTMT são altos

(HAIR *et al.*, 2019). Henseler *et al.* (2015) propõem um valor limiar de 0,90 para modelos estruturais com construções conceitualmente muito semelhantes e um valor limite de 0,85 quando as construções são conceitualmente mais distintas. A Tabela 3, a seguir, os valores da HTMT do modelo inicial.

Tabela 3 - Heterotrait-Monotrait Ratio (HTMT)

	Estrutura	IFDC	Liquidez
IFDC	0,403		
Liquidez	0,839	0,281	
Rentabilidade	0,367	0,326	0,195

Fonte: Elaboração Própria

Após avaliação do modelo de medição, foi realizada avaliação do modelo estrutural. Hair *et al.* (2019) propõem que os critérios de avaliação padrão, que devem ser considerados, incluem o coeficiente de determinação (R²), a medida de redundância com validação cruzada (Q²) e a significância e relevância estatística dos coeficientes do caminho. Mas, antes de avaliar as relações estruturais, a colinearidade deve ser examinada para garantir que não influencie os resultados da regressão. A análise dos valores de VIF são demonstrados na Tabela 4, a seguir:

Tabela 4 – Análise da Colinearidade do Modelo Inicial

	VIF		VIF
estcap	3,967	liqsec	5,46
expl	3,348	logdivbr	1,359
ifdc	1	margleq	3,932
liqcor	5,866	roa	5,749
liqger	1,607	roe	3,102

Fonte: Elaboração Própria

Para a literatura, valores de VIF acima de 5 são indicativos de prováveis problemas de colinearidade entre os constructos preditores. Idealmente, os valores de VIF devem ser próximos de 3 e inferiores (HAIR *et al.*, 2019). Os valores visualizados na Tabela 4 indicaram problemas de colinearidade com os indicadores liquidez corrente, liquidez seca e roa. Foram retiradas do modelo inicial as variáveis Liquidez Corrente e ROA.

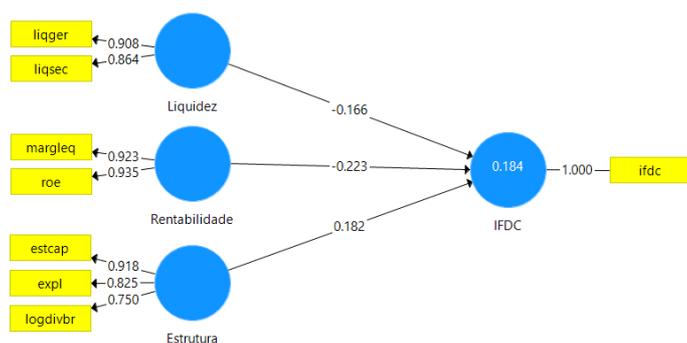


Figura 2 – Segundo Modelo
Fonte: Saída do SmartPLS

Com a retirada dessas variáveis a qualidade do modelo de medição se manteve e uma nova análise do VIF não indicou problema de colinearidade, conforme demonstra a Tabela 5.

Tabela 5 – Análise da Colinearidade do Segundo Modelo

	VIF		VIF
estcap	3,967	liqsec	1,491
expl	3,348	logdivbr	1,359
ifdc	1	margleq	2,115
liqger	1,491	roe	2,115

Fonte: Elaboração Própria

A tabela 6, a seguir, traz os indicadores para análise do modelo estrutural.

Tabela 6 – Avaliação do modelo estrutural

	R2	Q2
Modelo Inicial	0,181	0,162
Segundo Modelo	0,184	0,165

Fonte: Elaboração Própria

O primeiro indicador, o R2, determina o poder preditivo do modelo dentro da amostra. Hair *et al.* (2014) indicam que valores de R2 de 0,75, 0,50 e 0,25 podem ser considerados substanciais, moderados e fracos. Tanto o Modelo Inicial quanto o Segundo Modelo apresentam um R2 fraco, notando-se uma melhora no poder explicativo no Segundo Modelo, após retirada das variáveis que apresentaram colinearidade. Porém Raithel *et al.* (2012) ressaltam que os valores aceitáveis de R2 são baseados no contexto e, em algumas disciplinas, um valor de R2 tão baixo quanto 0,10

é considerado satisfatório, por exemplo, ao prever o retorno das ações. Portanto, o R2 deve sempre ser interpretado em relação ao contexto do estudo, com base nos valores de R2 de estudos relacionados e modelos de complexidade semelhante (HAIR *et al.*, 2019).

O segundo indicador é o Q2. De acordo com Shmueli *et al.* (2016), o Q2 não é uma medida de previsão fora da amostra, mas combina aspectos de previsão fora da amostra e poder explicativo dentro da amostra. Como regra geral, os valores de Q2 maiores que 0, 0,25 e 0,50 representam pequena, média e grande relevância preditiva do modelo de caminho PLS (HAIR *et al.*, 2019). Assim como no R2, o Q2 indica pequena relevância preditiva do modelo, porém nota-se uma melhora no poder de predição quanto comparado o modelo Inicial com o segundo Modelo.

Por fim, analisou-se a significância e relevância dos relacionamentos do modelo estrutural.

Tabela 7 – Significância do Modelo Estrutural

	Amostra Original	Média da Amostra	Desvio Padrão	Estatística T	Valor P
Estrutura -> IFDC	0,182	0,19	0,081	2,252	0,024
Liquidez -> IFDC	-0,166	-0,162	0,084	1,986	0,047
Rentab. -> IFDC	-0,223	-0,223	0,053	4,229	0

Fonte: Elaboração Própria

Os valores demonstrados na Tabela 7 indicam que as relações entre as 3 variáveis latentes e o IFDC são significativas. Os resultados indicam que as empresas com menor rentabilidade, menor liquidez e maior endividamento apresentam maior grau de internacionalização.

A segunda etapa do estudo consiste na inclusão das variáveis de moderação: Tipo (*tipo*), Segmento (*segm*), Ibovespa (*ibov*), Setor (*setor*) e Tamanho ($\log(\text{receita})$). Foram realizadas diversas rodadas e modelo completo contemplou as variáveis *ibov*, $\log(\text{receita})$ e *tipo*, conforme demonstra a Figura 3, a seguir.

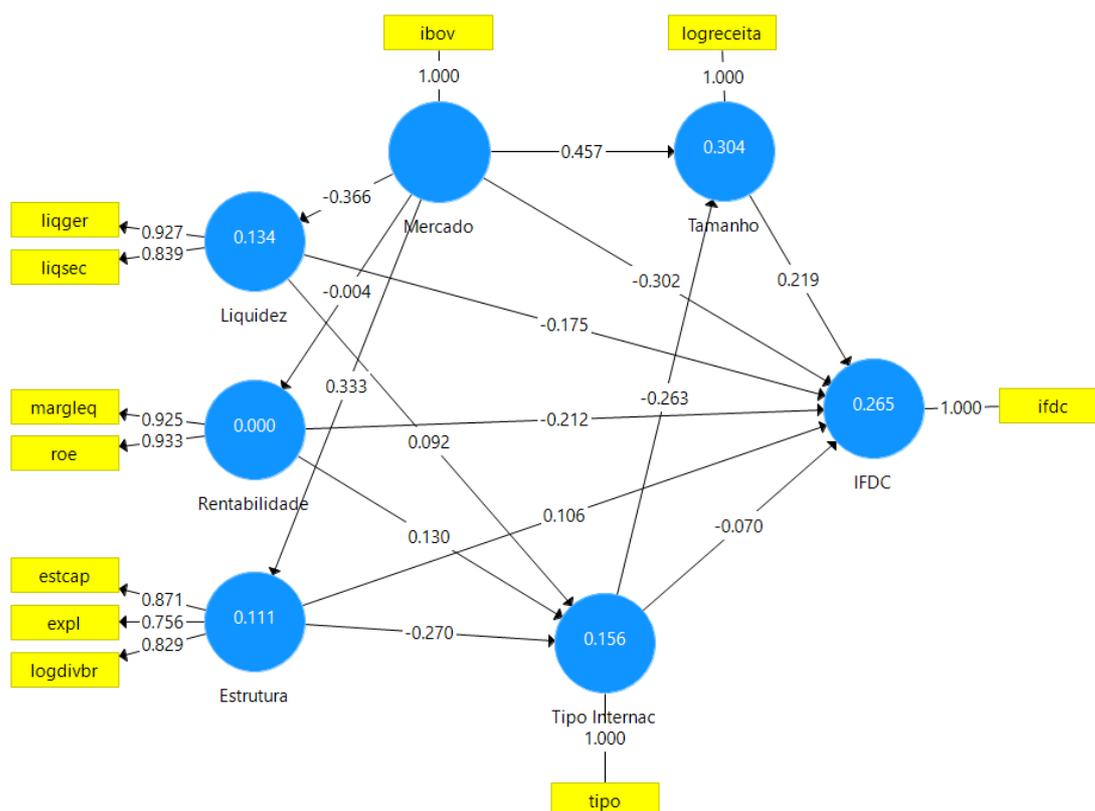


Figura 3 – Modelo Completo
Fonte: Saída do SmartPLS

Os indicadores de avaliação do modelo de medição Completo estão demonstrados na Tabela 8. Os resultados demonstram que as cargas fatoriais, a confiabilidade da Consistência Interna e a Validade Convergente apresentam valores satisfatórios.

Tabela 8 – Valores da qualidade de ajuste do Modelo Completo

	Variação Média Extraída	Confiabilidade Composta	Alfa de Cronbach
(*)	>0,5	>0,7	>0,7
IFDC	1,000	1,000	1,000
Estrutura	0,672	0,860	0,778
Liquidez	0,782	0,877	0,729
Mercado	1,000	1,000	1,000
Rentabilidade	0,863	0,926	0,841
Tamanho	1,000	1,000	1,000
Tipo Internac	1,000	1,000	1,000

Fonte: Elaboração Própria

(*) Valores de Referência (HAIR *et al.*, 2014)

Foi confirmada também a validade discriminante do modelo estrutural. A Tabela 9 traz os valores da HTMT do Modelo Completo. A estrutura e a liquidez apresentaram valor próximo ao limite aceitável, essa proximidade pode ser

justificada pela natureza conceitual desses constructos, ambos relacionados a forma como a empresa constitui seu endividamento.

Tabela 9 - Heterotrait-Monotrait Ratio (HTMT)

	Estrutura	IFDC	Liquidez	Rentab.
IFDC	0,403			
Liquidez	0,877	0,382		
Mercado	0,312	0,088	0,416	
Rentabilidade	0,302	0,310	0,180	0,018
Tamanho	0,641	0,290	0,700	0,486
Tipo Internac	0,389	0,245	0,359	0,108

Fonte: Elaboração Própria

Quanto a avaliação do modelo estrutural, o teste VIF não indicou problemas de colinearidade. A tabela 10, a seguir, traz os indicadores para análise do modelo estrutural.

Tabela 10 – Avaliação do modelo estrutural Completo

	R2	Q2
Modelo Inicial	0,181	0,162
Segundo Modelo	0,184	0,165
Modelo Completo	0,265	0,236

Fonte: Elaboração Própria

O modelo completo demonstrou maior poder preditivo, chegando a um R2 entre fraco e

moderado e um Q2 de média relevância preditiva. Por fim, analisou-se a significância e

relevância dos relacionamentos do modelo estrutural, demonstradas na Tabela 11.

Tabela 11 – Significância do Modelo Estrutural Completo

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	STDEV	O/STDEV	P Values
Estrutura -> IFDC	0,106	0,108	0,103	1,029	0,303
Estrutura -> Tipo Internac	-0,270	-0,274	0,080	3,359	0,001
Liquidez -> IFDC	-0,175	-0,176	0,092	1,893	0,058
Liquidez -> Tipo Internac	0,092	0,087	0,117	0,787	0,431
Mercado -> Estrutura	0,333	0,334	0,042	7,870	0,000
Mercado -> IFDC	-0,302	-0,303	0,061	4,941	0,000
Mercado -> Liquidez	-0,366	-0,366	0,043	8,604	0,000
Mercado -> Rentabilidade	-0,004	-0,005	0,063	0,061	0,951
Mercado -> Tamanho	0,457	0,458	0,043	10,757	0,000
Rentabilidade -> IFDC	-0,212	-0,213	0,055	3,832	0,000
Rentabilidade -> Tipo Internac	0,130	0,128	0,035	3,699	0,000
Tamanho -> IFDC	0,219	0,219	0,082	2,660	0,008
Tipo Internac -> IFDC	-0,070	-0,069	0,031	2,263	0,024
Tipo Internac -> Tamanho	-0,263	-0,264	0,037	7,054	0,000

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 11 demonstra que quando analisadas conjuntamente com as variáveis moderadoras, a relação entre Liquidez e Estrutura e o IFDC deixam de ser significativas, rejeitando-se assim as hipóteses 1 e 2 da pesquisa. Quanto à hipótese 3, a relação do constructo rentabilidade, assim como todas as variáveis moderadoras, e o IFDC se mostrou significativa. A rentabilidade continua com sinal negativo, porém seu coeficiente sofreu uma drástica redução. A variável Tamanho, além de significativa, demonstrou que empresas que possuam um maior grau de internacionalização possuem também maior nível de faturamento.

5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo investigar empiricamente a relação entre o grau de internacionalização de empresas brasileiras de capital aberto e o seu desempenho econômico financeiro, medido através dos indicadores contábeis de liquidez, estrutura do capital e rentabilidade. Para tanto foram utilizados dados em painel desbalanceado de 33 empresas no período de 2011 a 2018, totalizando 275 observações, analisados através de Modelo de Equações Estruturais para a análise, com o método do PLS-SEM através do pacote estatístico SmartPLS 3.0.

O primeiro modelo analisado, contendo

apenas as variáveis latentes de liquidez, endividamento e rentabilidade apresentou problema de colinearidade. O segundo modelo, após retirada das variáveis operacionais liquidez corrente e ROA apresentou melhora tanto em sua medição quando em sua estrutura; neste segundo modelo, os três constructos demonstraram-se significantes. Os resultados deste modelo sugerem que empresas com maior grau de internacionalização possuem maior endividamento. A rentabilidade apresentou sinal oposto ao esperado, corroborando com outros resultados encontrados na literatura (SIDDARTHAN; LALL, 1982; MICHEL; SHAKED, 1986; FERREIRA DE ANDRADE; GALINA, 2013).

A última análise, inclui as variáveis moderadoras *ibov*, $\log(\text{receita})$ e *tipo* de internacionalização. Com a inclusão dessas variáveis os constructos estrutura e liquidez deixam de ser significativas para a predição do IFDC. As variáveis de controle relacionadas a mercado (Ibovespa) e ao tamanho (receita líquida) se demonstraram significativas, corroborando com a literatura. O Modelo Completo também apresentou maior poder preditivo que os modelos anteriores, chegando a um R2 entre fraco e moderado e um Q2 de média relevância preditiva.

6 Implicações e pesquisas futuras

Nossas descobertas nesta análise buscam contribuir com a literatura sobre a relação entre grau de internacionalização e desempenho financeiro de empresas de países emergentes, um campo de estudo em ascensão. Propõem-se como possíveis objetos de estudo futuros realizar uma análise comparativa entre o desempenho financeiro de empresas multinacionais brasileiras em comparação a empresas não multinacionais, bem como a inclusão de outras variáveis não consideradas no modelo. Além do aprofundamento teórico na comparação com os resultados de estudos realizados em economias já desenvolvidas, cujo processo de internacionalização se deu de forma diferente do ocorrido em economias emergentes.

7 Referências

- ANNAVARJULA, M.; BELDONA, S. Multinationality-performance relationship: A review and reconceptualization. *International Journal of Organizational Analysis*, suppl. Special Issue: Experiment in Developing Scholars, v. 8, n. 1, p. 48-67, 2000.
- BARCELLOS, E. P. Internacionalização de empresas brasileiras: um estudo sobre a relação entre grau de internacionalização e desempenho financeiro. *Dissertação (Mestrado)* – Universidade de São Paulo, 117 p., São Paulo, 2010.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 99–119, 1991.
- BARNEY, J. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Reading – MA: Addison Wesley Publishing Company, 1996.
- BIRKINSHAW, J. Entrepreneurship in multinational corporations: the characteristics of subsidiary initiatives. *Strategic Management Journal*, v. 18, n. 2, p. 207–229, 1997.
- BUCKLEY, P.J.; DUNNING, J.H.; PEARCE, R.D. The influence of firm size, industry, nationality, and degree of multinationality on the growth and profitability of the world's largest firms. *Weltwirtschaftliches Archiv*. v. 114, p. 243 - 257, 1978.
- BUHNER, C. H. Avaliando a diversificação internacional de empresas da Alemanha Ocidental. *Revista de Gestão Estratégica*, v. 8, n. 1, p. 25–37, 1987.
- CAPAR, N.; KOTABE, M. The relationship between international diversification and performance in service firms. *Journal of International Business Studies*, v. 34, p. 345–355, 2003.
- CHANG, J. The early and rapid internationalization of Asian emerging MNEs. *Competitiveness Review*, v. 21, n. 2, p. 171-187, 2011.
- CHAO, M. C.; KIM, S. H.; ZHAO, H.; HSU, C. Implications of MNEs' Diversification Strategies and Institutional Distance. *Thunderbird International Business Review*, v. 54, n. 5, p. 667-682, 2012.
- CHEN, L. State capitalism or technology springboard: Chinese multinationals influenced by both institutions and resources. In: *Emerging Market Multinationals Report (EMR)*, Cornell University, p. 46-60, 2019.
- CHIANG, Y-C; YU, T-H. The relationship between multinationality and performance of Taiwan firms. *The Journal of American Academy of Business*, 2005.
- CONTRACTOR, F. J.; KUNDU, S. K.; HSU, C. C. A three-stage theory of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector. *Journal of International Business Studies*, v. 34, n. 1, p. 5-18, 2003.
- CONTRACTOR, F. J.; KUMAR, V.; KUNDU, S. K. Nature of the relationship between international expansion and performance: the case of emerging market firms. *Journal of World Business*, v. 42, n. 4, p. 401-417, 2007.
- CUERVO-CAZURRA, A.; RAMAMURTI, R. *Understanding multinationals from emerging markets*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2014.

- DANIELS, J.D.; BRACKER, J. Profit performance: do foreign operations make a difference? *Management International Review*, v. 29, p. 46-56, 1989.
- DE MOURA, G.B.; FLORIANI, E.D. A capacidade de exploitation e exploration na internacionalização de Pequenas e Médias Empresas (PMEs). *Revista Espacios*, v. 38, n 7, p. 25, 2017.
- DELONG, G; DEYOUNG, R. Learning by observing: information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *Journal of Finance*, v. 62, n. 1, p. 181-216, 2007.
- DORRENBACHER, C. Measuring Corporate Internationalisation: A review of measurement concepts and their use. *Intereconomics*, v. 35, n. 3, p. 119-126, 2000.
- DOZ, Y.; SANTOS, J.; WILLIANSO, P. *From Global to Metanational: How Companies Win in the Knowledge Economy*. Boston, MA, Harvard Business School Press, 2001.
- DUNNING, J.H. *Multinational Enterprises, Economic Structure and International Competitiveness*. John Wiley, Chichester, UK, 1985.
- DUNNING, J.; LUNDAN, S. M. Institutions and the OLI paradigm of the multinational enterprise. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 25, p. 573–593, 2008.
- ERDFELDER, E.; FAUL, F.; BUCHNER, A. *Behavior Research Methods, Instruments, & Computers*, v. 28, n. 1, 1996.
- ELANGO, B.; PRAKASH-SETHI, S. An exploration of the relationship between country of origin (COE) and the internationalization performance paradigm. *Management International Review*. v. 47, p. 369-392, 2007.
- FERNÁNDEZ-OLMOS, M.; DÍEZ-VIAL, I. Effect of Firm's Resources on International Diversification: An application in the Iberian Ham industry. *European Management Journal*, v. 31, n. 2, p. 196–208, 2013.
- FERREIRA DE ANDRADE, A. M.; RIBEIRO-GALINA, S.V. Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 17, n. 2, p. 240-262, 2013.
- FINCHELSTEIN, D. The role of the State in the internationalization of Latin American firms. *Journal of World Business*, v. 52, p. 578–590, 2017.
- FLEURY, A.; FLEURY, M. T. *Brazilian multinationals: Competences for internationalization*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2011.
- FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. *Anpad, RAC*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.
- GALBRAITH, J.R.; KAZANJIAN, R. *Strategy Implementation*, West Publishing: St Paul, 1986.
- GAUR, A.S.; KUMAR, V. International diversification, business group affiliation and firm performance: empirical evidence from India. *British Journal of Management*, v. 20, n. 2, p. 172–186, 2009.
- GAUR, A. S.; PATTNAIK, C.; SINGH, D.; LEE, J. Y. Internalization advantage and subsidiary performance: The role of business group affiliation and host country characteristics. *Journal of International Business Studies*, v. 50, p. 1253–1282, 2019.
- GERINGER, J.M.; BEAMISH, P.W.; DACOSTA, R.C. Diversification strategy and internationalization: implications for MNE Performance. *Strategic Management Journal*, v. 10, n. 2, p. 109–119, 1989.
- GHOSHAL, S. Global strategy: an organizing framework. *Strategic Management Journal*, v. 8, n. 5, p. 425–440, 1987.
- GOMEZ, L.; RAMASWAMY, K. An empirical examination of the form of the relationship between multinationality and performance.

Journal of International Business Studies, v. 30, n. 1, p. 173-88, 1999.

GRANT, R. Multinationality and Performance among British Manufacturing Companies. *Journal of International Business Studies*, v.18, n.3, p.79-89, 1987.

GUILLÉN, M.; GARCIA-CANAL, E. The american model of the multinational firm and the new multinationals from emerging economies. *The Academy of Management Perspectives*, v. 32, n. 2, p. 23-35, 2009.

GULAMHUSSEN, M.A., PINHEIRO, C., POZZOLO, A.F. Do multinational banks create or destroy economic value? Working Papers 36, *Money and Finance Research Group*, 2010.

HAMEL, G.; PRAHALAD, C. K. Do you really have a Global Strategy? *Harvard Business Review*, v. 63, p. 139 – 148, 1985.

HAIR JR., J.F.; WILLIAM, B.; BABIN, B.; ANDERSON, R.E. *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman, 2014.

HAIR JR., J.F.; RISHER, J.J.; SARSTEDT, M.; RINGLE, C. M. When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, v. 31, n. 1, p. 2-24, 2019.

HASSEL, A; HÖPNER, M.; KURDELBUSCH, A.; REHDER, B.; ZUGEHÖR, R. Two Dimensions of the Internationalization of Firms. *Journal of Management Studies*, v. 40, n. 3, p. 702-719, 2003.

HENSELER, J.; RINGLE, C.M; SARSTEDT, M. A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 43, n. 1, p. 115-135, 2015.

HEYDER, M.; MAKUS, C.; THEUVSEN, L. Internationalization and firm performance in agribusiness: empirical evidence from European cooperatives. *International Journal on Food System Dynamics*. v. 2, n. 1, p. 77-93, 2011.

HITT, M.; HOSKISSON, R.; IRELAND, R. A mid-range theory of the interactive effects of

international and product diversification on innovation and performance. *Journal of Management*, v. 20, n. 2, p. 297-327, 1994.

HSU, C.; PEREIRA, A. Internationalization and performance: the moderating effects of organizational learning. *Omega*, v. 36, n. 2, p. 188-205, 2008.

HYMER, S. *The international operations of national firms: a study of direct foreign investment*. PhD Thesis. Cambridge, MA: The MIT Press, 1960.

JUNG, Y. Multinationality and profitability. *Journal of Business Research*, v. 23, p. 179-187, 1991.

KIM, W.C.; HWANG, P.; BURGERS, W.P. Multinationals' diversification and the risk-return trade-off. *Strategic Management Journal*, v. 14, p. 275-286, 1993.

KIRCA, A.H.; ROTH, K.; HULT, T.; CAVUSGIL. The role of context in the multinationality performance relationship: A meta analytic review. *Global Strategy Journal*. v. 2, p.108- 121, 2012.

KOBRIN, S. J. An empirical analysis of the determinants of global integration', *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, v. 12, p. 17-37, 1991.

KOGUT, B. Designing global strategies: profiting from operating flexibility. *Sloan Management Review*, v. 27, n. 1, p. 27-38, 1985.

KOGUT, B.; ZANDER, U. Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation. *Journal of International Business Studies*, v. 24, n. 4, p. 625-645, 1993.

KUMAR, M.S. *Growth, Acquisition and Investment: An Analysis of the Growth of Industrial Firms and Their Overseas Activities*. Cambridge University Press, Cambridge, 1984.

LI, L. Multinationality and performance: A synthetic review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, v. 9, n. 2, p. 117-139, 2007.

- LONCAN, T.; NIQUE, W. M. Degree of internationalization and performance: evidence from emerging Brazilian multinationals. *Journal Globalization, Competitiveness & Governability*, v. 4, n. 1, p. 40-51, 2010.
- LOPES-BARAKAT, L.; CRETOIU, S. L.; RAMSEY, J. R. UNCTAD's Degree of Internationalization and its effect on subjective and objective performance: evidences from Brazilian TNCs. *XXXV Encontro da ANPAD*. Rio de Janeiro, 2011.
- LU, J.; BEAMISH, P. International Diversification and Firm Performance. *Academy of Management Journal*, v. 47, n. 4, p. 598-609, 2004.
- LUO, Y.; TUNG, R. L. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. *Journal of International Business Studies*, v. 38, n. 4, p. 48-498, 2007.
- MARCOS, C.; NASCIMENTO, J. C.; DE NEZ, E.; KROENKE, A. Desempenho econômico financeiro e o grau de internacionalização de empresas listadas no novo mercado da B3. *Revista Contabilidade e Controladoria*, Curitiba, v. 10, n. 2, 2018.
- MICHEL, A.; SHAKED, I. Multinational corporations vs. domestic corporations: financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies*, v. 17, n. 3, p. 89-101, 1986.
- NGUYEN, Q. T. K. Multinationality and performance literature: a critical review and future research agenda. *Management International Review*, v. 57, n. 3, p. 311-347, 2017.
- PAN, W. H.; TSAI, W. H. Internationalization, regional diversification and firm performance: the moderating effects of administrative intensity. *International Journal of Business and Social Science*, v. 3, n. 18, p. 274-282, 2012.
- PORTER, M. *The competitive advantage of Nations*. New York, Free Press, 1990.
- QIAN, G. Multinationality, product diversification, and profitability of US emerging and medium sized enterprises. *Journal of Business Venturing*, v. 17, p. 611-634, 2002.
- RAITHEL, S.; SARSTEDT, M.; SCHARF, S.; SCHWAIGER, M. On the value relevance of customer satisfaction. Multiple drivers and multiple markets. *Journal of the Academy of Marketing Science*, v. 40, n. 4, p. 509-525, 2012.
- RHOU, Y.; KOH, Y. International expansion of U.S. full-service restaurants: Positive and increasing effects on financial performance. *International Journal of Hospitality Management*, v. 39, p. 41-49, 2014.
- RIBEIRO, R. B.; PEREIRA, V. S.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Capital, Internacionalização e Países de Destino de Empresas Brasileiras: Uma Análise da Hipótese Upstream-Downstream. *BBR, Brazilian Business Review*, Vitória, v. 14, n. 6, p. 575-591, 2017.
- RIECK, O.; CHEAH, J.; LAU, A.; LEE, S. The relationship between degree of internationalization and firm performance in the telecommunications industry. *In ITS Europe 16th European Regional Conference*, p. 4-6, 2004.
- RINGLE, C.; SILVA, D.; BIDO, D. S. Modelagem de Equações Estruturais com utilização do Smartpls. *Revista Brasileira de Marketing*, v. 13, n. 2, p. 54-71, 2014.
- RUGMAN, A.M.; LECRAW, D.L.; BOOTH, L.D. *International Business: Firm and Environment*. McGraw-Hill, New York, 1985.
- RUIGROK, W.; WAGNER, H. Internationalization and performance: a meta-analytic review and future research directions. *Academy of International Business meeting*, Estocolmo, Suécia, 2004.
- SANNA-RANDACCIO, F.; VEUGELERS, R. Multinational knowledge spillovers with decentralised R&D: a game-theoretic approach. *Journal of International Business Studies*, v. 38, n. 1, p. 47-63, 2007.
- SAPIENZA, H.J.; AUTIO, E.; GEORGE, G.; ZAHRA, S. A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth. *Academy of Management*
Revista de Negócios, v. 26, n. 2, p. 39-56, April, 2021.

Review, v. 31, n. 4, p. 914–933, 2006.

SATTA, G.; PAROLA, F.; PERSICO, L. Temporal and Spatial Constructs in Service Firms' Internationalization Patterns: The Determinants of the Accelerated Growth of Emerging MNEs. *Journal of International Management*, v. 20, n. 4, p. 421-435, 2014.

SHMUELI, G.; RAY, S.; VELASQUEZ ESTRADA, J.M.; SHATLA, S.B. The elephant in the room: evaluating the predictive performance of PLS models. *Journal of Business Research*, v. 69, n. 10, p. 4552-4564, 2016.

SIDDHARTHAN, N. S; LALL, S. Recent Growth of the largest US multinationals, *Oxford Bulletin of Economic Statistics*, v. 44, p. 1-13, 1982.

SIM, A; PANDIAN, J. An exploratory study of internationalization strategies of Malaysian and Taiwanese firms. *International Journal of Emerging Markets*, v. 2, n. 3, p. 252-273, 2007.

STINCHCOMBE, A. L. *Social Structures and Organizations*, in *Handbook of Organizations*, J. G. March (Ed.), p. 142-193. Chicago: Rand McNally, 1965.

SUNDARAM, A.; BLACK, J. The environment and internal organization of multinational enterprises. *Academy of Management Review*, v. 17, p. 729–757, 1992.

THOMAS, D. E.; EDEN, L. What is the shape of the multinationality-performance relationship? *The Multinational Business Review*, p. 89-110, 2004.

TONG, T.W.; REUER, J.J. Real options in multinational corporations: organizational challenges and risk implications. *Journal of International Business Studies*. v. 38, n. 2, p. 215–230, 2007.

VERMEULEN, F; BARKEMA, H. Pace, rhythm, and scope: process Dependence in building a profitable Multinational corporation, *Strategic Management Journal*, v. 23, p. 637–653, 2012.

VERNON, R. International investment and international trade in the product cycle. *The Quarterly Journal of Economics* [S.I.], v. 80, n. 2,

p. 190-207, 1966.

VERNON, R. *Sovereignty at Bay: The Multinational Spread of US Enterprises*. Basic Books, New York, 1971.

WILLIAMSON, P.; RAMAMURTI, R.; FLEURY A.; FLEURY. *Conclusion: Rethinking the implications of EMNEs' rise*. The competitive advantage of emerging market multinationals. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013.

ZAHEER, S. Overcoming the Liability of Foreignness. *Academy of Management Journal*, v. 38, n. 2, p. 341-363, 1995

ZAHRA, S. A.; IRELAND, R. D.; HITT, M. A. International expansion by new venture firms: International diversity, mode of market entry, technological learning and performance. *Academy of Management Journal*, v. 43, p. 925-950, 2000.

ZEITHAML, A.; PARASURAMAN, A.; BERRY, L. Problems and strategies in services marketing. *Journal of Marketing*, v. 49, p. 2, p. 33-46, 1985.