

I NTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS E RIQUEZA DOS ACIONISTAS

Received: 27/05/2019

Approved: 23/12/2019

1 Cláudio Francisco Rezende
2 Vinicius Silva Pereira
3 Antonio Sergio Torres Penedo

Objetivo: Investigar a relação entre a internacionalização das empresas e a riqueza de seus acionistas.

Método: A seleção da amostra foi realizada na Base de dados da Economatica, considerando empresas brasileiras listadas na B3. O critério utilizado para identificar uma empresa multinacional foi a medida do grau de internacionalização DOI (UNCTAD 1995), utilizada pela Fundação Dom Cabral. O período de análise considerado neste trabalho foi de 2006 a 2013. Utilizou-se regressão com dados em painel.

Originalidade/Relevância: Uma das razões que leva as empresas a investirem no exterior é a busca por eficiência, a fim de gerar retorno para os seus proprietários. Portanto, surge a oportunidade de avaliar se a expansão internacional exerce influência sobre o aumento do valor da empresa das multinacionais de economias em desenvolvimento, sob a premissa de que, ao se internacionalizar, as empresas não só expandem o mercado em que atuam, mas passam a lidar com contextos diferentes daqueles apresentados às empresas domésticas, o que pode também influenciar na riqueza dos acionistas.

Resultados: Identificou-se que quanto maior o grau de internacionalização das empresas, maior o valor adicionado aos seus acionistas. Este resultado sugere que a decisão de internacionalizar pode aumentar a riqueza do acionista e, portanto, deve ser almejada pelos gestores.

Contribuições teóricas/metodológicas: Especificamente, foi estimado que em média anual a riqueza dos acionistas aumenta 219,1% para cada aumento de 1% no grau de internacionalização. Este resultado sugere que os acionistas percebem que seu retorno aumenta no caso das empresas se diversificarem investindo seu capital em ativos direcionados para mercados internacionais. Pode-se inferir que o mercado percebe que sua riqueza aumenta com o nível de caixa, investimento adicional em caixa, incremento em juros, dividendos e financiamento líquido. Ao contrário, o mercado considera que o aumento de endividamento reduz sua riqueza.

Contribuições sociais / para a gestão: Contribuir com conhecimentos práticos e teóricos sobre mercado de capitais na sociedade. Pretende-se orientar gestores na tomada de decisões sobre o conflito de agência entre acionistas e administradores.

Palavras-chave: Investimento. Rentabilidade. Tecnologia da Informação. Setor Bancário Brasileiro.

Como Citar:

Rezende, C., Pereira, V., & Penedo, A. (2020). Internacionalização de Empresas e Riquezas dos Acionistas. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies [FSRJ]*, 12(1), 152-174. doi: <https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2020.v12i1.440>

¹ Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Minas Gerais, (Brasil). Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN, Minas Gerais, (Brasil). E-mail: claudiochico1@hotmail.com Orcid id: <http://orcid.org/0000-0001-8709-3884>

² Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Minas Gerais, (Brasil). Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN, Minas Gerais, (Brasil). E-mail: viniciuss56@gmail.com Orcid id: <http://orcid.org/0000-0002-4521-9343>

³ Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Minas Gerais, (Brasil). Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN, Minas Gerais, (Brasil). E-mail: drpenedo@gmail.com Orcid id: <http://orcid.org/0000-0001-7763-8457>

I NTERNATIONALIZATION OF COMPANIES AND WEALTH OF SHAREHOLDERS

Abstract

Purpose: To investigate the relationship between the internationalization of companies and the wealth of their shareholders.

Theoretical framework: The sample selection was carried out in the Economática database, considering Brazilian companies listed in B3. The criterion used to identify a multinational company was the measure of the degree of internationalization DOI (UNCTAD 1995), used by Fundação Dom Cabral. The analysis period considered in this work was from 2006 to 2013. A panel data regression was used.

Design/methodology/approach: One of the reasons that drives companies to invest abroad is the search for efficiency, in order to generate returns for their owners. Therefore, the opportunity arises to assess whether the international expansion influences the increase in the value of the company of multinationals in developing economies, under the premise that, when internationalizing, companies not only expand the market in which they operate, but also dealing with contexts different from those presented to domestic companies, which can also influence the wealth of shareholders.

Findings: It was found that the greater the degree of internationalization of companies, the greater the value added to their shareholders. This result suggests that the decision to internationalize can increase shareholder wealth and, therefore, should be sought by managers.

Originality/value: Specifically, it has been estimated that, on an annual average, the wealth of shareholders increases by 219.1% for each 1% increase in the degree of internationalization. This result suggests that shareholders perceive that their return increases if companies diversify by investing their capital in assets directed to international markets. It can be inferred that the market perceives that its wealth increases with the level of cash, additional investment in cash, increase in interest, dividends and net financing. On the contrary, the market considers that the increase in indebtedness reduces its wealth.

Research, Practical & Social implications: Contribute practical and theoretical knowledge about the capital market in society. It is intended to guide managers in making decisions about the agency conflict between shareholders and managers.

Keywords: Investment. Profitability. Information Technology. Brazilian Banking Sector.

How to cite the article:

Rezende, C., Pereira, V., & Penedo, A. (2020). Internationalization of Companies and Wealth of Shareholders. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 12(1), 152-174. doi:<https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2020.v12i1.440>

1. INTRODUÇÃO

Na literatura econômica e dos negócios, a abordagem acerca da Internacionalização tem se acentuado desde a segunda metade do século XX, período de intensificação do processo de globalização, embora ela não tenha surgido neste período, pois, tal remonta desde o mercantilismo e retoma, pois, um processo crescente e secular de internacionalização econômica. Ademais, em princípio, os participantes principais eram os países, agora as organizações aparecem como protagonistas. O acirramento da interdependência dos países a partir deste marco em termos de volume de bens e serviços, aliado à dinamização de fluxos internacionais de capitais, do trabalho e da rápida e ampla difusão da tecnologia de ponta corroboram este processo, acarretando mudanças sociais e político-econômicas nos diversos setores da economia, na gestão e no desenvolvimento das empresas (Cerceau & Lara, 1999).

De acordo com Stal e Campanário (2010), historicamente, identificam-se três marcos no processo de globalização da economia pós Segunda Guerra Mundial: inicialmente, com o domínio de Europa e Estados Unidos, até a década de 1970; a segunda, liderada pelo Japão e pelos "tigres asiáticos", prolongando até a década de 1980; e a década seguinte preponderou o domínio das multinacionais do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China). A expansão das empresas multinacionais, portanto, notadamente a dos países periféricos, se intensificou a partir da década de 1980, sobressaindo as organizações asiáticas com exportações de produtos sofisticados existentes em pequenos mercados domésticos. Como efeito da liberação econômica nos anos da década de 1990, já em seu início, emergiram os produtos de empresas da América Latina para concorrer com as firmas estrangeiras nos mercados globais.

No que diz respeito a essa temática, tem-se que no período entre 1990 e 2011, foi registrado um aumento de 988% no número de empresas multinacionais no mundo, conforme a *United Nations Conference on Trade and Development* [UNCTAD] (2013). Nesta mesma rota, a expansão do movimento de internacionalização de corporações de países emergentes nas últimas duas décadas foi intensa, se considerar que dos vinte primeiros países que mais receberam fluxos de investimento estrangeiro direto (IDE) em 2012, nove eram economias em desenvolvimento, sendo que o Brasil ocupava a quarta colocação no *ranking* global.

No mercado brasileiro, desde então, tem-se observado acréscimos no número de empresas com atuação ou com intenções transnacionais. Com base nos dados do Ranking das Multinacionais Brasileiras 2013 da Fundação Dom Cabral, as empresas nacionais, que já pertenciam aos mercados globais, aumentaram seus graus de

internacionalização. Os dados relativos ao intervalo entre 2010 e 2012, com evolução de 16% para 18%, ratificam esta informação. Com relação às empresas até então não internacionalizadas, a referida pesquisa cita uma evolução de 167% na quantidade de companhias que se internacionalizaram pelo modo de entrada patrimonial, via subsidiárias ou por meio de franquias, comparando-se as duas últimas décadas, quais sejam, as de 2003-2012 *versus* 1992-2001. No que tange ao cenário de internacionalização das empresas brasileiras, as medidas tomadas pelo Brasil nos 1990's foram favoráveis à competitividade. As empresas que conseguiram suportar e adaptar aos choques existentes desde a década anterior tiveram maior êxito. Xavier e Turolla (2012) citam como exemplos destes choques: o Plano Real; a âncora cambial; a volatilidade nos principais preços econômicos; e a elevação na carga tributária.

Para Dunning (2000), uma das razões que leva as empresas a investirem no exterior é a busca por eficiência, a fim de gerar retorno para os seus proprietários. Portanto, surge a oportunidade de avaliar se a expansão internacional exerce influência sobre o aumento do valor da empresa das multinacionais de economias em desenvolvimento, sob a premissa de que, ao se internacionalizar, as empresas não só expandem o mercado em que atuam, mas passam a lidar com contextos diferentes daqueles apresentados às empresas domésticas, o que pode também influenciar na riqueza dos acionistas.

Desta forma, o presente trabalho pretende ser um desafio ao preencher uma lacuna ainda incipiente na literatura de finanças, isto é, incorporar o grau de internacionalização no contexto de criação de riqueza para o acionista e capital de giro. Para tanto, pretende responder o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre o grau de internacionalização de empresas e a riqueza dos acionistas? Ou seja, será que quanto maior/menor for o grau de internacionalização de determinada empresa maior/menor será a riqueza gerada ao acionista? A preocupação fulcral deste estudo foi testar se a intensidade da internacionalização das empresas multinacionais brasileiras tem relação positiva à formação de riqueza aos acionistas, isto é, identificar se o grau de internacionalização de empresas brasileiras agrega riqueza aos proprietários, medida pelo excesso de retorno das ações.

2. LITERATURA

2.1. Teorias de internacionalização de empresa

Segundo Andersen (1993), o modelo de Internacionalização Uppsala - *The Uppsala Internationalization Model* (U-M) foi desenvolvido por Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) em empresas suecas no ano de 1970 e, em linhas gerais,

como assinalado por Oviatt e Mcdougall (2005), corresponde a um modelo dinâmico de aprendizagem que considera a internacionalização, eminentemente, como um processo de conhecimento cumprindo diversos estágios. A experiência possibilita o incremento à aprendizagem dos atores internacionais, bem como o conhecimento relativo ao mercado estrangeiro e, somente a partir daí, que eles iniciam ou aumentam o seu compromisso no mercado externo e mais tarde expandem-se para mercados mais distantes psiquicamente.

Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) observaram que as trajetórias das empresas em mercados internacionais apresentavam algumas características comuns, denominadas de cadeia de abastecimento e distâncias psíquicas, o que em linhas gerais, significa que quanto maior o grau de conhecimento da firma sobre o mercado, maior será a tendência em investir recursos nesse mercado. À medida que a experiência vai sendo adquirida com atividades internacionais, os negócios no exterior vão se ampliando, até mesmo em mercados mais distantes (Honório, 2009). O conceito distância psíquica tem sido definido como fatores que impedem ou perturbam o fluxo de informações entre a empresa e o mercado, incluindo fatores como diferença na linguagem, cultura, os sistemas políticos, o nível de educação ou o nível de desenvolvimento industrial.

Mais tarde este modelo foi aperfeiçoado por Johanson e Vahlne (1977; 1990; 2003), no qual, variáveis como conhecimento, mercado alvo e comprometimento do mercado, entendendo-se por possibilidade de utilização de recursos em outros mercados, integraram a definição do processo de internacionalização. Usando a perspectiva de rede, Johanson e Vahlne (2003) propuseram que a observância de desenvolvimento de relacionamentos com clientes e fornecedores estrangeiros, formando assim uma rede, constitui um fator determinante sobre a natureza da entrada e possível expansão internacional. Essas redes constituídas além das fronteiras nacionais, juntamente com o conhecimento do tipo, moderam a velocidade com a qual as oportunidades de empreendimento internacional são exploradas (Oviatt & Mcdougall, 2005).

O modelo da Inovação (I-M) foca na sequência de aprendizagem (modelo Upsalla) conectada à adoção de uma inovação, ou seja, a decisão de internacionalização é considerada como uma inovação pela empresa. Entende-se por inovação: melhorias na tecnologia; na maneira como as coisas são feitas e nos métodos adotados e; vantagens competitivas obtidas mediante todo o processo de inovação, antecipando as necessidades do mercado externo (Andersen, 1993).

No entanto, Oviatt e Mcdougall (2005) apontaram uma inconsistência no U-M e também no I-M. Avanços tecnológicos como no transporte, comunicação e os computadores permitem que atores empresariais formem novos empreendimentos que internacionalize rapidamente, sem o rigor de cumprimento de etapas. Alguns fatores, como influências ambientais, condições da indústria e do pensamento dos atores empreendedores determinam a velocidade do envolvimento internacional. Estes autores sustentaram que importa a velocidade com que uma oportunidade de empreendimento é internacionalizada.

A teoria de ciclo de vida do produto consiste numa abordagem de Vernon (1996), na compreensão de um fundamento lógico sequencial de empresas dos EUA, em se diversificarem pelo processo de internacionalização. De acordo com Kovacs e Moraes (2005), Vernon (1996) assinalou que o tempo de inovação, os efeitos de economia de escala e os papéis de desconhecimento e incerteza como influenciadores do padrão de troca e do processo de internacionalização, têm privilégios em relação à doutrina de custos comparativos.

Tendo como ponto de partida uma inovação da empresa, que foi inserida no mercado doméstico com possibilidade de absorção da demanda externa, ativada pelo modo de entrada via exportação, finalizando com a constituição de subsidiárias em outros países, tal diversificação internacional é uma forma de estender o ciclo de vida de um produto. Pressupõe essa teoria que em países centrais, as empresas não têm restrição ao acesso aos princípios científicos na introdução de novos produtos. Não obstante, considera-se que o acesso ao conhecimento e a assimilação do executivo não seja simultânea. Neste contexto, aconselha-se que a percepção do empreendedor em relação à identificação de oportunidade seja aliada ao acesso à comunicação (Vernon, 1996).

A Teoria Eclética da Produção, na visão de Fleury e Fleury (2007), preconiza que os investimentos externos de uma empresa têm como sustentação os custos de transação e de informação, o oportunismo dos agentes e as especificidades dos ativos. Três conjuntos de vantagens competitivas da Teoria do Paradigma Eclético ou Teoria Eclética da Produção, apontados por Fleury e Fleury (2007) são: vantagens específicas de propriedade; vantagens específicas de localização e; vantagens específicas de internalização.

Dunning (1980) relata que as duas primeiras vantagens dão sustentação inicial do Paradigma Eclético e a terceira é efeito de gastos com o câmbio reduzidos, da propriedade da informação e diminuição da incerteza, do maior controle da oferta, dos mercados e da maior probabilidade de acordos contratuais e de negócios.

A Teoria Eclética da Produção tem como base, para analisar as escolhas de modos de entrada na internacionalização, o modelo multi-teórico, o qual se fundamenta em três teorias: negócios internacionais; RBV– *Resource Based View* e custos de transação. A Teoria Eclética da Produção considera que as empresas se internacionalizam por meio de exportação, licenciamento, investimento externo direto e implantação de subsidiárias ou aquisição, mas não explica o processo de *joint venture*. Enquanto o modelo de Uppsala visa explicar os padrões e modos de estabelecimento de operações orientadas para o mercado, a abordagem eclética volta-se para a orientação da produção (Dunning, 1980).

2.2. O grau de internacionalização (DOI)

Os debates dos assuntos acerca da internacionalização não se restringem apenas aos seus conceitos e teorias. Existe, no âmbito da literatura pertinente a este tema, a proposta de atingir um consenso de qual seria a medida adequada para o grau de internacionalização das empresas com envolvimento em negócios internacionais. Ao longo dos tempos, notadamente nas décadas de 1970 e 1980, surgiram pesquisas que adotaram uma medida unidimensional para mensurar o grau de internacionalização, com destaque às vendas no estrangeiro em proporção às vendas totais (FSTS).

As Medidas bidimensionais também foram alvos de pesquisas acerca dos assuntos pertinentes à literatura da internacionalização. Hassel *et al.* (2003), por exemplo, utilizaram uma amostra das 100 maiores empresas na Alemanha para mostrar empiricamente a existência de duas dimensões distintas da internacionalização das empresas, combinando-as em um único índice agregado. Essa adoção traz consigo uma vantagem e uma desvantagem. Se, por um lado, um índice pode definir a localização das empresas em diferentes níveis de internacionalização e geralmente medir o grau de internacionalização, por outro, ele pode esconder informações importantes sobre o processo de internacionalização.

Hassel *et al.* (2003) referiram à participação das atividades no exterior como a real dimensão da internacionalização e da orientação para o mercado de capital internacional como a dimensão financeira. Perceberam-se três variáveis para medir tanto a dimensão real da internacionalização, assim como a dimensão financeira.

Para Dörrenbächer (2000), os índices de internacionalização, ou indicadores compostos, são formados pela combinação de indicadores individuais. Ainda que existam trabalhos que se baseiam em indicadores individuais, os indicadores compostos são mais sugestivos para medir a internacionalização das empresas. Para Dörrenbächer (2000) e Hassel *et al.* (2003), apenas três indicadores compostos medem a internacionalização, segundo a literatura que trata deste assunto:

transnationality index (UNCTAD, 1995); *transnational activity spread index* (Ietto-Gillies, 1998); e *degree of internationalization scale* – DOI (Sullivan, 1994).

O índice UNCTAD é calculado pela média aritmética de três proporções: vendas externas sobre as vendas totais; ativos externos sobre ativos totais e; número de funcionários externos sobre número de funcionários totais (FSTS; FETE, FATA). O índice Ietto-Gillies é medido pela combinação de dois índices. Além do índice UNCTAD, este índice pode ser derivado pela divisão do número de países estrangeiros em que a empresa tem filiais, com o número total de países do mundo em que ela tenha estoque de Investimento Direto Estrangeiro (IED) menos um, pois exclui o país de origem (Dörrenbächer, 2000 & Hassel *et. al.*, 2003).

Sullivan (1994) desenvolveu o terceiro índice baseado numa amostra de 74 empresas internacionais norte-americanas. O *Degree of Internationalization* (DOI) é um índice constituído com nove indicadores abrangendo três dimensões: estrutura; desempenho e itens de atitude. Em detalhe, o índice é composto dos seguintes indicadores: a proporção de exportação sobre vendas totais; ativos estrangeiros sobre ativos totais e filiais estrangeiras em relação às subsidiárias totais; a experiência internacional dos gestores e; a dispersão psíquica internacional das operações.

Sullivan (1994) utilizou uma análise fatorial com base em Nunnally (1978). Estatisticamente, os resultados sugerem que um índice forneça uma medida significativa do DOI de uma firma, adotando cinco variáveis que o constitui – FSTS (exportações totais sobre vendas totais), FATA (ativos externos sobre ativo total), OSTs (filiais no exterior sobre total de filiais), PDIO (experiência internacional dos gestores), TMIE (dispersão psíquica internacional das operações).

A tabela 01 resume os indicadores compostos para medir o grau de internacionalização das empresas. Na primeira coluna está o índice UNCTAD (1995), que foi utilizado como a medida de internacionalização neste trabalho. A segunda coluna contém o índice de Ietto – Gilles (1998) e a última coluna o índice de Sullivan (1994).

Tabela 01 - Indicadores compostos usados para medir a Internacionalização Empresarial.

Índice de Transnacionalidade (UNCTAD 1995)	Índice de propagação de Atividades Transnacionais (Jetto-Gilles 1998)	Grau de Internacionalização em Escala. (Sullivan, 1994)
= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3	= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3 Multiplicado por Número de países estrangeiros em que uma empresa possui filiais como proporção do número total de países onde ocorreu o investimento estrangeiro direto - 1 (= país de origem da empresa)	= exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + filiais no exterior/total de filiais + experiência internacional dos gestores + dispersão psíquica internacional das operações

Fonte. Dörrenbächer (2000).

2.3. Internacionalização e Riqueza dos acionistas e hipóteses

Existem pesquisas que confirmaram a relação riqueza dos acionistas e internacionalização. Como exemplo, a aquisição foi o modo de entrada escolhido por Corhay e Rad (2000) para testar o efeito da internacionalização e a riqueza dos acionistas por empresas holandesas, partindo de quatro hipóteses. A primeira hipótese refere-se às fusões internacionais criando valor para os acionistas das empresas adquirentes. A segunda hipótese considera que as aquisições criam mais valor caso o tamanho da firma alvo é grande em relação à empresa adquirente. A criação de maior valor quando empresas adquirentes e as de destino estão na mesma linha de negócios, define a terceira hipótese. A quarta hipótese diz que aquisições transfronteiriças que envolvam empresas com alto nível de exposição externa, devem criar menos valor.

Corhay e Rad (2000) encontraram evidências, mesmo que fracas, que estratégias de diversificação por aquisições internacionais são geralmente atividades corporativas criadoras de riquezas. Eles observaram ainda que, para as aquisições da Europa Ocidental, os benefícios da internacionalização são maiores para as empresas que têm relativamente menor exposição internacional e realizam aquisições fora de suas principais atividades.

No caso brasileiro do mercado de fusões e aquisições para empresas transnacionais, o objetivo principal de Ellwanger (2014) foi analisar a reação do mercado acionário brasileiro ao anúncio de tal evento e como resultado deduziu que estes processos geram valor para a empresa ou mesmo para o acionista.

Numa pesquisa realizada por Loncan e Nique (2010), eles analisaram a relação entre o grau de internacionalização, medido pelo total de vendas internacionais sobre vendas totais, e a *performance* contábil e de mercado para cinco multinacionais brasileiras. Como resultados, encontraram uma relação positiva significativa entre os retornos em termos de ROA (retorno sobre ativos) e Tobin's Q (*performance* de

mercado) e o grau de internacionalização medido pelas vendas no exterior sobre as vendas totais (FSTS).

Uma possível explicação para a relação direta entre a internacionalização e a riqueza dos acionistas, encerra a contribuição deste trabalho para a teoria de finanças. A *proxy* utilizada na mensuração da riqueza dos acionistas, determinada pelo excesso de retorno da ação da empresa a um retorno *benchmark*, o Ibovespa, não coincide com nenhum desses trabalhos supramencionados e ao tempo em que consideraram a variável internacionalização de acordo com o modo de entrada patrimonial, por exemplo fusão e aquisição (Ellwanger, 2014b & Corhay; Rad, 2000), ou pela existência de subsidiária no exterior, ou por uma medida unidimensional (Loncan; Nique, 2010), neste trabalho usou-se a medida do grau de internacionalização e multidimensional.

Outra diferença deste trabalho se refere à abordagem da riqueza dos acionistas ao considerar o modelo de *valuation* representado pelo fluxo de caixa livre padrão, que conta com o investimento da empresa em seu capital de giro operacional líquido e em seu investimento fixo líquido, cujo desenvolvimento tem origens no trabalho de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) e, oportunamente, utilizado para o raciocínio da hipótese deste trabalho.

A formação de valor para a empresa pode ser apresentada de acordo com a expressão fornecida por Brigham e Davies (2007) ou Ehrhardt e Brigham (2009) da seguinte maneira:

$$V_{\text{firm}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

Na equação (1), $FCF_t = NOPAT_t - \Delta NOWC_t - \Delta \text{fixed Assets}_t$, sendo que $NOPAT_t$ é lucro operacional depois do imposto de renda no tempo t , $\Delta NOWC_t$ é o investimento em capital de giro operacional líquido, e $\Delta \text{fixed Assets}_t$ é o investimento em ativo a longo prazo. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) disseram que por esta expressão, nota-se que o investimento em gestão de capital de giro operacional líquido é um determinante do valor da empresa. Não obstante, não há clareza que a influência nos fluxos de caixa livre futuro ficará por conta da relação do investimento em capital de giro operacional líquido, assim como os investimentos em ativos a longo prazos, considerando que eles reduzem fluxo de caixa livre correntes.

Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), entretanto, reescreveram o modelo do fluxo de caixa residual aos acionistas (ERCF) como na equação (2):

$$V_{firm} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ERCF_t}{(1+r_e)^t} \quad (2)$$

Na equação (2), $ERCF_t = FCF_t$ - fluxo de caixa livre aos não sócios e r_e representa o custo de capital próprio. Este modelo sinaliza o aumento da riqueza do acionista somente se a empresa aumentar excesso de retorno aos acionistas. A partir dele, os referidos autores julgaram que o investimento em capital de giro operacional líquido impacta no excesso de retorno para os acionistas, pois um maior ou menor investimento em capital de giro influenciará a magnitude de caixa disponível para ser distribuído em forma de dividendos e recompra de ações. Conquanto, mesmo que o fluxo de caixa gerado num exercício seja condição suficiente para apropriação dos acionistas, não necessariamente eles serão distribuídos imediatamente, e esta retenção de caixa pode favorecer fundos internos direcionados para projetos de investimentos rentáveis em detrimento à emissão de dívidas e à emissão de novas ações.

Portanto, infere-se que o processo de internacionalização de empresas brasileiras agrega valor ao retorno aos acionistas com menor distribuição de dividendos e maiores retenção de lucro, corroborando a "teoria do pássaro na mão", canalizando-os para os projetos de investimentos mais rentáveis. Neste sentido, as seguintes hipóteses são consideradas:

H1a: Não existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas.

H1b: Existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas.

3. METODOLOGIA

3.1. Descrição das variáveis

Nesta seção encontram-se as variáveis utilizadas no estudo. Primeiramente, é apresentada a variável dependente do excesso de riqueza dos acionistas. Em seguida, são apresentadas as variáveis de controle e a variável teste DOI. Os determinantes da riqueza dos acionistas são intrínsecos às características da firma. Do modelo original de Faulkender e Wang (2006), uma das adaptações foi a inauguração da variável teste DOI, sem muitas alterações para e restante.

3.2. Variável dependente: excesso de retorno dos acionistas

A variável dependente utilizada neste capítulo é a estimativa do excesso de retorno, similarmente utilizada por Faulkender e Wang (2006), os quais usaram a

notação $r_t - R_t^B$ para o excesso de retorno de uma ação durante o período fiscal do ano t , onde r_t é o retorno realizado sobre a ação da empresa durante o ano fiscal t e R_t^B , o *benchmark* para a ação extraído do modelo dos 25 portfólios, formado pelo tamanho e *book-to-market*, de Fama e French (1993). O mesmo método para a variável dependente foi usado por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

Para este trabalho, no entanto, adotou-se o índice BOVESPA na representação do *benchmark* do excesso de retorno da ação, que é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos em sua metodologia, e seu objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro (B3, 2019).

3.3. Variáveis de controle

As variáveis de controle podem ser encontradas nos modelos de trabalhos citados que tratam da riqueza dos acionistas, sendo eles: a) reserva de caixa da empresa; b) despesa de juros da empresa; c) dividendos totais da empresa; d) alavancagem de mercado da empresa; e) financiamento líquido da empresa; f) ganhos da empresa antes de juros e itens extraordinários; g) ativo total líquido de caixa e; h) ativos intangíveis.

A maioria destas variáveis faz parte do modelo seminal de Faulkender e Wang (2006). Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) utilizaram estas variáveis no trabalho deles. Salienta-se que as variáveis de interação do caixa com a variação marginal do caixa e a interação do acréscimo de caixa com a alavancagem não foram contempladas neste trabalho.

3.4. Definição da População e Seleção da Amostra

Para este estudo, a fonte de dados em nível da firma das empresas não-financeiras listadas na bolsa B3 no período de 2006 a 2013, foi a Economática. Os dados secundários para a variável de teste DOI foram extraídos da Fundação Dom Cabral e do Anuário Exame 500 e a escolha deste período justifica-se pelo fato desses dados estarem disponíveis na Fundação Dom Cabral, apenas a partir do ano de 2006. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras, por possuir características diferentes, o que poderiam prejudicar as análises dos resultados.

Após a coleta dos dados secundários foi construído um painel de dados. Não foi feita nenhuma exclusão de empresas a despeito da presença de dados faltantes (*missing values*), considerando o painel de dados não-balanceado. Os *outliers* foram tratados pelo método de "winsorização" a 0,5% em ambas as caudas. A amostra

apresentou uma média por ano de 655 empresas ao final, após as exclusões das empresas financeiras. O número final de observações por ano foi de 5240.

Tanto as empresas multinacionais assim como as empresas domésticas pertencem à amostra. Se a empresa possuir um grau de internacionalização maior que 0%, ela é classificada como multinacional, caso contrário, se o DOI for igual a 0%, ela se trata de uma empresa doméstica. No painel de dados, classificou-se 1 para as empresas multinacionais e 0 para as domésticas.

Para testar a hipótese deste capítulo em analisar a relação estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas, foi utilizada uma análise de regressão de dados em painel, expresso pelo modelo 1. Este modelo reproduz quase na íntegra os determinantes da riqueza dos acionistas utilizados nas referências da literatura, com a adição da variável teste DOI. Portanto, este modelo acrescenta a variável DOI na equação (9) de Faulkender e Wang (2006), combinada com a equação (5) do modelo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

$$r_{it} - R_t^B = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{i(t-1)} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NA_{it} + \beta_5 \Delta RD_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta D_{it} + \beta_8 L_{it} + \beta_9 NF_{it} + \beta_{10} DOI_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Modelo 1}$$

A notação ΔX (X representando cada variável dos modelos que acompanha Δ) se refere a mudanças inesperadas em X sobre o ano atual. De acordo com Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), a utilização de mudanças em X fornece estimativas similares para várias mudanças esperadas. Além disso, todas as variáveis, exceto L_{it} , foram divididas pelo valor de mercado defasado da empresa ($M_{i,t-1}$) para fins de padronização. Almeida (2014) relata que essa padronização permite interpretar os coeficientes estimados da regressão como sendo a variação monetária no valor de mercado decorrente da variação de uma unidade monetária, em cada uma das variáveis independentes.

Os coeficientes do Modelo 1 dos dados em painel foi estimado por meio de efeitos fixos. O termo "efeitos fixos" deve-se ao fato de que, embora o intercepto possa diferir entre os indivíduos, o intercepto de cada indivíduo não varia com o tempo; ele é invariante no tempo (GUJARATI; PORTER, 2011). Para a verificação do modelo de especificação mais adequado (*pooled*; efeitos fixos; ou efeitos aleatórios) utilizou-se o teste de Chow (*pooled versus* efeitos fixos), o teste Breusch Pagan (*pooled versus* efeitos aleatórios) e o teste de Hausman (efeitos fixos versus efeitos aleatórios) e o modelo de efeitos fixos se apresentou com a melhor especificação.

Para verificar os problemas de multicolinearidade, realizou-se o teste de *variance inflation factor* (vif). Observou-se que os valores de vif para as variáveis de controle do Modelo 1 ficaram em 10,86 (valor médio encontrado). Segundo Gujarati e Porter

(2011), valores de VIF superiores a 10 devem ser excluídos do modelo e desse modo, quanto menor o valor, menores os problemas com multicolinearidade. Porém, por se tratar de um modelo já testado por Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) e o problema de multicolinearidade não foi com a variável de teste DOI, preferiu-se manter o modelo original até mesmo para efeito de comparação.

Com efeito, pretende-se confrontar os resultados obtidos neste trabalho com aqueles produzidos pelos autores supramencionados, a fim de certificar se a introdução da variável de teste provocou ou não alteração em relação aos modelos originais. Para isto, ao final deste trabalho, foi apresentado uma tabela em que estão os sinais dos coeficientes das variáveis dos modelos, bem como a significância estatísticas delas.

Na sequência, testou se o modelo possuía problemas de autocorrelação e heterocedasticidade pelos testes de Wooldridge e White, respectivamente. Para ambos os testes, os p -valor apresentaram resultados iguais a zero. Dessa forma, e com base nos testes, rejeita-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação e heterocedasticidade. Assim, para resolver este problema, infere-se que a estimação do modelo deve ser corrigida para estes problemas utilizando-se a opção *robust* do software Stata 13.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS

A estatística descritiva desta seção teve intenção de descobrir a existência de diferenças significativas entre as médias da riqueza dos acionistas das empresas multinacionais e das empresas domésticas. A técnica utilizada foi o teste *diff* (utilizando o software Stata 13), que se trata de um teste para avaliar se dentre as variáveis *dummies* de controle (empresas multinacionais ou empresas domésticas), existiriam diferenças significativas entre as médias.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas - número de observações, média, desvio-padrão e intervalo de confiança - das empresas multinacionais e domésticas, objetivando confrontar seus resultados e realizar o teste t para verificar se as médias da variável dependente são estatisticamente diferentes uma da outra em relação ao excesso de retorno.

A preocupação fundamental foi determinar qual grupo dessas empresas tem melhor participação na geração de riqueza aos acionistas. Como se pode notar, na Tabela 2, em média, as empresas multinacionais produzem mais valor aos acionistas em comparação às domésticas, respectivamente, 30,96% e 24,94%, além de apresentarem um desvio-padrão menor, 120,20% e 130,23%. Todavia, a evidência do teste estatístico da diferença dos dois grupos não se mostrou estatisticamente

significativa (p -valor = 0,2641). Deste fato, infere-se preliminarmente, que a condição da empresa em ser internacionalizada ou não é indiferente em termos de excesso de retorno.

Tabela 2 - Teste *diferença* entre grupos de empresas em relação ao excesso de retorno aos acionistas

A Tabela 2 realiza o teste de t para identificar se as médias da variável independente é estatisticamente diferente uma da outra. Excesso de retorno ($r_{it} - R_{it}^B$).

Grupo	N	Média	Erro Padrão.	Desvio-padrão	[95% Intervalo de Confiança]	
Domésticas	717	24,29406	4,86348	130,2287	14,74567	33,84244
Multinacionais	1097	30,96045	3,629186	120,2022	23,83951	38,08139
Diff		-6,666395	5,967468		-18,37023	5,037444

p-valor= 0,2641

Fonte. Elaboração própria.

Havia uma expectativa da existência de diferenças entre estes grupos de empresas em relação ao excesso de retorno aos acionistas. O trabalho de Hughes, Logues e Sweeney (1975) produziu uma pista desta existência ao concluir que a média de retornos das multinacionais demonstraram menores do que as empresas domésticas, num artigo onde foram comparadas 46 empresas multinacionais e 50 empresas domésticas, todas americanas. Da mesma maneira, Agmon e Lessard (1977), num estudo de 217 empresas americanas divididas em 10 categorias de grau de internacionalização, perceberam que o mercado concebe a internacionalização da empresa americana como diversificação geográfica e nível de envolvimento internacional, com aumento de risco (beta) e, por extensão, em retornos maiores.

Numa pesquisa mais recente, Denis, Denis e Yost (2002) analisaram o efeito da diversificação pela internacionalização e da diversificação setorial sobre o valor em empresas americanas no período de 1984 a 1997 e concluíram que as corporações que diversificaram pela internacionalização costumavam negociar suas ações com descontos, comparativamente a seus pares domésticos do mesmo setor.

Antes de apresentar os resultados dos coeficientes e sinais da variável dependente e das variáveis independentes do modelo 1, a Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de Pearson, com a finalidade de identificar possíveis relações lineares entre as variáveis, ou seja, a existência de multicolinearidade. Quanto mais o coeficiente de correlação ρ das variáveis, os quais são os valores expressos na matriz de correlação se aproximar de 1 ou -1, maior será a relação linear entre elas. De acordo com Gujarati e Porter (2011), se a multicolinearidade for perfeita ($\rho=1$), os

coeficientes das variáveis serão indeterminados e seus erros padrão, infinitos. Se a multicolinearidade for menos que perfeita ($-1 < \rho < 1$), os coeficientes de regressão, embora determinados, possuirão grandes erros padrão e, neste caso, os coeficientes não poderão ser estimados com grande precisão ou exatidão.

Tabela 3. Matriz de correlação das variáveis independentes

A Tabela 3 calcula a matriz de correlação para observar o comportamento das variáveis independentes e identificar sinais de colinearidade.

	$r_{if_R_{it}^p}$	C_{t-1}	ΔC_t	ΔE_t	ΔNAt	ΔNNA_t
$r_{R_{it}^p}$	1,0000					
C_{t-1}	0,3218	1,0000				
ΔC_t	0,0904	-0,1434	1,0000			
ΔE_t	0,2831	0,2878	0,1442	1,0000		
ΔNa_t	-0,2716	-0,3107	-0,1469	-0,3494	1,0000	
ΔNNA_t	-0,0542	-0,1976	0,1809	0,0405	0,0130	1,0000
ΔRD_t	0,3279	0,3762	0,1204	0,3384	-0,3577	-0,0599
ΔI_t	-0,2378	-0,3455	-0,1276	-0,3322	0,3595	0,0130
ΔD_t	0,2994	0,3182	0,0934	0,3111	-0,3342	-0,0636
L_t	-0,2135	-0,3054	-0,1534	-0,3212	0,3679	-0,0240
NF_t	0,1117	0,0647	0,0328	0,2131	-0,2135	0,0042
DOI_t	0,1587	0,2066	0,1134	0,1393	-0,1304	-0,0165
	ΔRD_t	ΔI_t	ΔD_t	L_t	NF_t	DOI_t
ΔRD_t	1,0000					
ΔI_t	-0,3174	1,0000				
ΔD_t	0,3964	-0,2904	1,0000			
L_t	-0,3112	0,3515	-0,2707	1,0000		
NF_t	0,2373	-0,1915	0,2532	-0,1284	1,0000	
DOI_t	0,1722	-0,1241	0,1671	-0,1035	0,0711	1,0000

Fonte: Elaboração Própria.

Como relatado no teste de vif na seção anterior, constatou-se o problema de multicolinearidade no Modelo 1. Não obstante, neste trabalho optou-se por não excluir nenhuma delas, tampouco realizar um tratamento por análise de fatores. A justificativa pela não exclusão de nenhum regressor foi para não comprometer os resultados do

modelo, devido ao fato dele ser embasado em modelos já testados. Pela Tabela 3 notam-se algumas correlações acima de 0,3 entre excesso de retorno e variáveis de controle, que foram as variáveis mais problemáticas em termos de multicolinearidade. Porém, com a matriz de correlação percebe-se que a magnitude da correlação entre as variáveis não é preocupante, ou seja, nenhuma correlação individual acima de 0,4. Além do mais, há baixa correlação entre as variáveis de controle do Modelo 1 com a variável DOI.

Percebe-se que a variável de teste DOI possui uma associação positiva com o excesso de retorno aos acionistas, mesmo que o coeficiente de correlação não seja muito alto, isto pode de algum modo validar a hipótese deste trabalho de que existe uma relação direta estatisticamente significativa entre o grau de internacionalização da empresa e a riqueza dos acionistas.

Os resultados do teste econométrico do modelo 1 estão expressos na Tabela 4. Verificou-se entre as variáveis de controle, uma relação estatisticamente significativa positiva com o excesso de riqueza dos acionistas: o nível de caixa e sua variação; juros; dividendos e financiamento líquido. A alavancagem apresentou-se como uma relação significativa negativa. A variável lucratividade é positiva no modelo 1, porém não estatisticamente significativa, assim como as variáveis ativo total líquido de caixa e ativos intangíveis.

Para efeito de comparação com os modelos de referência, o resultado dessa regressão indicou uma inclinação positiva e significativa (valor-p < 0,001) no investimento adicional em caixa, e o sinal e significância dos demais coeficientes são consistentes com a maioria das estimativas da coluna 5 da Tabela 02 em Faulkender e Wang (2006, p. 17) e da coluna 2 da Tabela 03 em Kieschnik, Laplante e Moussawi (2013). Face ao resultado desta investigação, conclui-se que uma unidade monetária extra de caixa mantido pela empresa, acrescenta valor aos acionistas. Acréscimos no caixa e títulos negociáveis da empresa são fontes de recursos internos utilizáveis nos investimentos da empresa, sendo preferível pelas empresas brasileiras, e, de fato, compatível com a teoria *pecking order*. Um dos objetivos primários de Faulkender e Wang (2006) porém, foi medir o valor marginal médio do caixa para a empresa, e com a variação do caixa interagindo com nível de caixa atual e com a alavancagem ($C_{t-1} * \Delta C_t$ e $L_t * \Delta C_t$). Estimaram que o valor adicional do caixa é sensível tanto ao montante do caixa mantido da empresa, quanto para a proporção da estrutura de capital relativa ao endividamento na formação de valor. Ambos os coeficientes destas interações se mostraram negativos, ou seja, acréscimos de caixa dado um nível atual de caixa e endividamento, reduz riqueza aos acionistas. Este trabalho não considerou estas

interações, assim como Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Porém, torna-se oportuno mencionar que acréscimos ao caixa além do necessário para pagamento de necessidades futuras, pode gerar um excesso de liquidez, uma vez que não é distribuído aos sócios ou aplicado em investimentos mais rentáveis. Do lado do endividamento, o fluxo de caixa direcionado para detentores de dívidas restringe fluxo de caixa aos acionistas, fato este que reduz sua riqueza.

Tabela 4 - Resultados das regressões em painel do modelo 1

A Tabela 4 apresenta os coeficientes das regressões em painel, do modelo 1, estimados por efeitos fixos. Apresenta também os p-valores dos testes Breusch e Pagan, Chow e Hausman que testam as adequações de se estimar por efeitos fixos *versus* efeitos aleatórios *versus* pooled OLS.

Variáveis	Excesso de Retorno dos Acionistas ($r_t - R_{it}^B$)
	Modelo (1)
Constante	12.72
C_{t-1}	42.33***
ΔC_t	33.32***
ΔE_t	0.330
ΔNA_t	0.0846
ΔRD_t	-0.653
ΔI_t	0.192**
ΔD_t	0.109***
L_t	-0.517*
NF_t	0.000487**
DOI	219.1***
Breusch-Pagan	p < 0.0500
Chow	p < 0.0000
Hausman	p < 0.0000
R² Ajustado	0,794

Nota. Os coeficientes das variáveis de controle por indústria e anos foram omitidos da Tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significativas ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis:** dependente: $r_t - R_{it}^B$ - excesso do retorno da ação. *Independentes:* C_{it} - caixa; I_{it} - despesa da empresa com juros; D_{it} - o dividendo total pago pela empresa; L_{it} - alavancagem; NF_{it} - financiamento líquido da empresa; E_{it} - lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários; NA_{it} - ativo total menos caixa; RD_{it} - dispêndio com P&D da empresa; DOI_{it} - grau de internacionalização da empresa

Fonte: Elaboração própria.

A primeira constatação é consistente com a primeira hipótese dos autores, a qual as empresas com pouco ou nenhum caixa disponível, provavelmente, incorrerá em custos maiores de uso de fontes externas e, portanto, receberia maior benefício utilizando fundos internos adicionais, ratificando a *Pecking Order Theory*, uma vez que, se os gestores face a um contínuo aumento de caixa sem direcioná-lo para investimentos adicionais e/ou para distribuição de dividendos ou recompra de ações, atuariam na contramão dos interesses dos acionistas.

A segunda constatação corrobora a segunda hipótese, em que o valor marginal do caixa é decrescente à quantidade de dívida. Desta evidência, presume-se que os detentores das dívidas se beneficiarão com o aumento na quantidade de caixa que a empresa possuir. Deste fato, parte do valor associado à empresa se reverte para os credores (Faukender; Wang, 2006). Ao contrário, o valor do caixa aos acionistas é maior quando a empresa possui menores graus de endividamento, num ambiente de pouca possibilidade de falência atribuído a uma pequena alavancagem.

Em suma, num cenário de elevado grau de endividamento, os acionistas identificam maiores adições em suas riquezas quando as empresas preferem as origens de recursos internos para seus investimentos, confirmando a teoria *pecking order*. Reportando à riqueza do acionista ser associada ao fluxo de caixa como fonte interna direcionada para projetos de investimentos rentáveis em detrimento à emissão de dívidas e à emissão de novas ações, presume-se que a internacionalização de empresas apresenta estas características. Esta última verificação tem consistência com a hipótese deste capítulo (existe uma relação estatisticamente significativa positiva entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas). A estimativa do sinal do coeficiente da variável DOI no modelo 1 da Tabela 3 identificou evidências de uma relação direta e significativa (valor-p < 0,01) do grau de internacionalização com a variável excesso de retorno dos acionista ($r_{it} - R_{it}^B$) e confirmou que quanto maior o grau de internacionalização de empresas multinacionais, maior o valor adicionado aos acionistas. Ressalta-se ainda que, mesmo com o problema de multicolinearidade do Modelo 1, em que algumas variáveis como ΔC_t poderiam retirar a significância da variável DOI, isso não ocorreu, ou seja, esta relação entre DOI e excesso de retorno parece ser mesmo forte, pois mesmo em um modelo com variáveis colineares, não houve comprometimento do resultado.

Certificou-se também que o sinal positivo e significativo da relação entre o grau de internacionalização das empresas e a riqueza dos acionistas, confirma a hipótese da preferência ao fluxo de caixa como recurso de financiamento interno ser alocado para investimentos com valores presentes líquidos positivos e maiores distribuições de

dividendos futuros, confirmando a teoria do “pássaro na mão”, conforme mencionado anteriormente.

A tabela 5 apresenta a comparação dos sinais dos coeficientes das variáveis dependentes deste trabalho com os modelos anteriores. Esta tabela serve para conferir os principais resultados encontrados por Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), ratificando se eles mantiveram os mesmos sinais e significância estatística ou não.

Tabela 5 – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 1

Autores	Deste Trabalho	Faulkender e Wang (2006)	Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013)
C_{t-1}	+	+	+
ΔC_t	+	+	+
ΔE_t		+	+
ΔNA_t		+	+
ΔRD_t		+	+
ΔI_t	+	-	-
ΔD_t	+	+	
L_t	-	-	-
NF_t	+	+	+
DOI	+		

Fonte: Elaboração Própria

A relação positiva do caixa e investimento adicional no caixa, além do nível de endividamento e do financiamento líquido foram coincidentes em todos os modelos. A lucratividade e os ativos líquidos de caixa tiveram sinais positivos em todos os modelos, no entanto, neste trabalho eles não apresentaram significância estatística. Por outro lado, a variável dividendo é positiva em quase todos os modelos, com a ressalva de não ser significativa no modelo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Cumpre mencionar também que a variável correspondente a juros apresentou uma relação inversa à riqueza dos acionistas em todas as outras pesquisas, exceto nesta que foi positiva.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho tratou de investigar a relação do grau de internacionalização e o excesso de riqueza aos acionistas e o resultado corroborou a hipótese da qual o grau

de internacionalização reflete uma relação positiva estatisticamente significativa com a formação de riqueza aos acionistas.

Para testar esta relação utilizou-se como base o modelo de Faulkender e Wang (2006), os quais procuraram analisar o efeito do investimento em caixa e o endividamento na riqueza dos acionistas, acrescentando a variável DOI ao modelo dos referidos autores. Desta forma, adicionalmente, verificou se os efeitos encontrados por eles se mantiveram com a inserção da internacionalização no contexto da análise. Outros autores que deram suporte para este estudo foram Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), os quais também partiram da mesma metodologia dos primeiros. Foi constatado que a maioria dos resultados corroborou com os trabalhos em questão, mas nem todos, pois foram identificadas ao final, diferenças ou quanto ao sinal observado ou quanto à significância estatística.

Ainda não há um consenso sobre qual seria a melhor medida do grau de internacionalização para ser testada nos modelos. Foram apresentadas várias alternativas de mensuração do nível de internacionalização das empresas (unidimensional, bidimensional e multidimensional). A opção deste trabalho foi pela proposta da UNCTAD (1995) com base em três dimensões, conforme discutida na seção 2.2.4.

Especificamente, foi estimado que em média anual a riqueza dos acionistas aumentam 219,1% para cada aumento de 1% no grau de internacionalização. Este resultado sugere que os acionistas percebem que seu retorno aumenta no caso das empresas se diversificarem investindo seu capital em ativos direcionados para mercados internacionais.

Ainda pode-se inferir, a partir dos resultados encontrados neste trabalho, que o mercado percebe que sua riqueza aumenta com o nível de caixa, investimento adicional em caixa, incremento em juros, dividendos e financiamento líquido. Ao contrário, o mercado considera que o aumento de endividamento reduz sua riqueza. Estes resultados encontraram consistências com os trabalhos de Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

Mesmo que as variáveis do modelo testado tenham mostrado sinais de problemas com multicolinearidade, a decisão de não adotar alguma forma de tratamento como exclusão de variáveis ou análise fatorial pareceu ser acertada, haja vista que uma forte significância estatística da variável teste DOI foi confirmada.

A relação positiva entre o grau de internacionalização e riqueza dos acionistas observada é consistente com a teoria de finanças *Pecking Order Theory*, porque o fluxo de caixa utilizado como fonte de recurso interno é preferível por tornar os

investimentos rentáveis possíveis, vis a vis as fontes de emissão de dívidas e emissão de novas ações. A internacionalização de empresas é tida como uma forma de diversificação de ativos em busca, entre outras coisas, de maior rentabilidade e retorno aos seus acionistas. Sob esta ótica, essa constatação tem o apoio de Lintner (1956) e Gordon (1959), desde que um melhor desempenho de empresas multinacionais brasileiras, medido por uma *performance* de mercado, seja efeito de uma retenção de lucros para investimento, em detrimento de distribuição de dividendos e recompra de ações momentânea aos acionistas, sendo coerente com a *Agency Theory*, acerca do que pressupõe teoria do “pássaro na mão”. Assim, sugere-se para trabalhos futuros testar empiricamente o efeito da internacionalização na distribuição de dividendos e recompra de ações.

6. REFERÊNCIA

Agmon, T., & Lessard, D. R. (1977). Investor recognition of corporate international diversification. *The Journal of Finance*, 32(4), 1049-1055.

Almeida, J. R., & Eid Jr, W. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*, 67(5), 924-934.

Andersen, O. (1993). On the internationalization process of firms: A critical analysis. *Journal of international business studies*, 24(2), 209-231.

Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2007). *Intermediate Financial Management*:: Thomson-South Western.

Cerceau, J., & Lara, J. E. (1999). Estratégias de Internacionalização de Empresas: uma abordagem teórica. *EnANPAD, XXIII, Foz do Iguaçu*.

Corhay, A., & Rad, A. T. (2000). International acquisitions and shareholder wealth Evidence from the Netherlands. *International review of financial analysis*, 9(2), 163-174.

Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The journal of Finance*, 57(5), 1951-1979.

Dörrenbächer, C. (2000). Measuring corporate internationalisation. *Intereconomics*, 35(3), 119-126.

Dunning, J. H. (1980). Toward an eclectic theory of international production: Some empirical tests. *Journal of international business studies*, 11(1), 9-31.

Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2016). *Corporate finance: A focused approach*. Cengage learning.

Ellwanger, K. (2014). Fusões e aquisições de empresas transnacionais: um estudo de eventos sobre o retorno ao acionista. *Revista Eletrônica em Gestão, Educação e Tecnologia Ambiental*, 18(1), 504-520.

Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.

FLEURY, A., & FLEURY, M. T. L. (2007). Internacionalização e os países emergentes. *São Paulo: Atlas, 84*.

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics, 99-105*.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. Amgh Editora.

Hassel, A., Höpner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B., & Zugehör, R. (2003). Two dimensions of the internationalization of firms. *Journal of Management Studies, 40(3), 705-723*.

Honório, L. C. (2009). Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. *RAE-revista de administração de empresas, 49(2)*.

Hughes, J. S., Logue, D. E., & Sweeney, R. J. (1975). Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 10(4), 627-637*.

Ietto-Gillies, G. (1998). Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations. *Transnational corporations, 7, 17-40*.

Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1990). The mechanism of internationalisation. *International marketing review, 7(4)*.

Johanson, J., & Vahlne, J. E. (2003). Business relationship learning and commitment in the internationalization process. *Journal of international entrepreneurship, 1(1), 83-101*.

Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalization of the firm—four Swedish cases. *Journal of management studies, 12(3), 305-323*.

Nunnally, J. (1978). Psychometric methods.

Oviatt, B. M., & McDougall, P. P. (2005). Defining international entrepreneurship and modeling the speed of internationalization. *Entrepreneurship theory and practice, 29(5), 537-554*.

Stal, E., & Campanário, M. D. A. (2010). Empresas multinacionais de países emergentes: o crescimento das multilatinas. *Economia global e gestão, 15(1), 55-73*.

Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of international business studies, 25(2), 325-342*.

UNCTAD, G. (2013). World investment report, global value chains: Investment and trade for development.

Vernon, R. (1992). International investment and international trade in the product cycle. In *International Economic Policies and their Theoretical Foundations (Second Edition)* (pp. 415-435).

Xavier, A. N., & Turolla, F. A. (2006). A Internacionalização da Empresa Brasileira: A literatura e alguns fatos estilizados. *Anais do IV Ciclo de Debates em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia, PUCSP, São Paulo*.