



PPGCCA
Programa de
Pós-graduação
em Gestão em
Ciências Contábeis
e Administração

ISSN: 1983-6635



Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.

INFLUÊNCIA DA INTERNACIONALIZAÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS E EUROPEIAS

THE INFLUENCE OF INTERNATIONALIZATION ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF BRAZILIAN AND EUROPEAN COMPANIES

ANTONIO RODRIGUES ALBUQUERQUE FILHO

Centro Universitário Estácio do Ceará (FIC)
Doutorando em Administração e Controladoria
Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-2108-3979>
E-mail: antoniofilhoufc@hotmail.com

EDITINETE ANDRÉ DA ROCHA GARCIA

Universidade Federal do Ceará (UFC)
Doutora em Administração
Orcid: <http://orcid.org/0000-0002-5782-9579>
E-mail: editinete@ufc.br

ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS

Universidade Federal do Ceará (UFC)
Doutora em Engenharia de Produção
Orcid: <http://orcid.org/0000-0002-6480-5620>
E-mail: aivasconcelos.ufc@gmail.com

Submissão: 19/07/2022. Revisão: 28/01/2024. Aceite: 24/02/2024. Publicação: 11/04/2024.

Como citar: Albuquerque Filho, A. R., Garcia, E. A. R., & Vasconcelos, A.C. (2024). Influência da internacionalização no desempenho financeiro das empresas brasileiras e europeias. *RGO - Revista Gestão Organizacional*, 17(1), 06-33. <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v17i1.7170>.

RESUMO

Objetivo: analisar a influência da internacionalização no desempenho financeiro das empresas brasileiras e europeias.

Método/abordagem: Foram empregadas técnicas como estatística descritiva, testes de diferença entre médias e regressão linear múltipla, no tratamento dos dados de 2016 a 2020.

Principais Resultados: Os resultados sinalizaram que há diferenças estatisticamente significantes entre as empresas brasileiras e europeias na relação entre internacionalização e desempenho financeiro. Os resultados revelaram que a internacionalização afeta negativamente o desempenho financeiro nas empresas brasileiras, ao passo que nas empresas europeias a relação entre os construtos mostrou-se positiva.

Contribuições teóricas/práticas/sociais: Os achados da pesquisa contribuem com a ampliação das discussões sobre os temas internacionalização e desempenho financeiro, quanto a sua análise em empresas brasileiras e europeias, situadas em cenários econômicos

e institucional divergentes, fornecendo novas evidências da relação entre os construtos. Ademais, gestores podem perceber como as suas estratégias de internacionalização (vendas externas e ativos externos) podem ser usadas como direcionadores para a obtenção de um desempenho financeiro superior e sustentável.

Originalidade/relevância: A metodologia avançou na análise entre os construtos ao procurar corrigir o problema da endogeneidade, utilizando estimações mais robustas, como modelagens econométricas por meio do Generalized Method of Moments (GMM).

Palavras-chave: Internacionalização. Desempenho financeiro. Empresas brasileiras e europeias.

ABSTRACT

Purpose: analyze the influence of internationalization on the financial performance of Brazilian and European companies.

Method/approach: Techniques such as descriptive statistics, tests of difference between means, and multiple linear regression were employed in processing the data from 2016 to 2020.

Main findings: The results signaled statistically significant differences between Brazilian and European companies concerning the relation between internationalization and financial performance. The results revealed that internationalization negatively affects financial performance in Brazilian companies, whereas in European companies, the relationship between the constructs proved positive.

Theoretical, practical/social contributions: The research findings contribute to expanding discussions on the themes of internationalization and financial performance regarding their analysis in Brazilian and European companies located in divergent economic and institutional scenarios, providing new evidence of the relationship between the constructs. In addition, managers can see how their internationalization strategies (external sales and foreign assets) can be used as drivers to achieve superior and sustainable financial performance.

Originality/relevance: The methodology advanced concerning the analysis between the constructs by seeking to correct the endogeneity problem, using more robust estimates, such as econometric modeling using the Generalized Method of Moments (GMM).

Keywords: Internationalization. Financial performance. Brazilian and European companies.

1 INTRODUÇÃO

Ante o cenário competitivo e dinâmico dos mercados, é imperativo que as empresas tenham um perfil diferenciado que lhes concedam maior desenvolvimento e distinção quanto à capacidade e eficiência para criar, expandir e aplicar recursos (Tsai & Chen, 2010). Para tanto, são requeridas vantagens competitivas, com vistas a enfrentarem as complexidades das relações (Porter, 1985; Souza & Fenili, 2012). É nesse contexto que emerge a alternativa de internacionalização.

A internacionalização de uma empresa traduz-se como o processo em que qualquer operação de sua cadeia de produção resulte na comercialização em mercados externos (Welch & Luostarinen, 1998). Permite, adicionalmente, a expansão geográfica de suas atividades econômicas, desde a inserção em novos mercados à obtenção de novos recursos e ativos estratégicos (Andrade & Galina, 2013; Beamish, 1990).

Honório (2009) destaca que é possível mensurar o nível de internacionalização das empresas a partir de indicadores financeiros e não financeiros. Essa assertiva corrobora a possibilidade de identificar o nível de internacionalização, em termos de desempenho superior (Prahalad & Hamel, 1994).

Há algumas teorias que buscam explicar a internacionalização das atividades empresariais, dentre as quais se destacam a Teoria da Internalização e a Teoria do Paradigma Eclético. A Teoria da Internalização aponta que as empresas buscam maximizar os lucros a partir das oportunidades geradas pelas imperfeições de mercado, internalizando suas operações e limitando-se ao custo das trocas no mercado, de forma a atingir maior crescimento diante do monopólio de produtos de demanda crescente, até que os custos de transação dessas operações sejam inferiores aos custos de sua integração organizativa no mercado internacional (Bucley & Casson, 1998).

A abordagem da Teoria do Paradigma Eclético apresentada por Dunning (1980), por sua vez, busca explicar a habilidade e a propensão das empresas em ingressar em novos mercados, assim como os motivos que as levam a explorar suas vantagens (de propriedade, de localização e de internalização) por meio da produção (vendas externas) e estabelecimento no mercado externo (ativos externos), a fim de maximizar seus resultados.

A relação “internacionalização x desempenho” vêm sendo investigada desde Vernon (1971). Contudo, apesar de teoricamente, a associação entre os construtos seja consolidada na literatura, empiricamente, esta relação permanece inconclusiva. Os resultados obtidos evidenciaram comportamento positivo (Jain, Celo & Kumar, 2019; Sun, Prince & Ding, 2019), negativo (Chen & Tan, 2012; Lin, Liu & Cheng, 2011), não linear em forma de U (Lu & Beamish, 2001; Ruigrok & Wagner, 2003), U invertido (Miller, Lavie & Delios, 2016; Zhou, 2018), curvilínea em forma de S horizontal (Beamish, 2004; Rugman & Oh, 2010) e até mesmo não significantes estatisticamente (Buckley & Casson, 1997; Morck & Yeung, 1991).

Inicialmente, a suposição era de que a internacionalização contribui para o desempenho (Contractor, Kumar & Kundu, 2007), ou seja, a relação entre “Internacionalização e Desempenho” era suportada pelos benefícios que a internacionalização poderia conferir à empresa, como economias de escala, acesso à mão de obra barata e redução de custos (Albuquerque Filho et al., 2021). No entanto, pesquisadores evidenciaram que a internacionalização pode estar sujeita a riscos e falhas, reconhecendo possíveis desvantagens que afetariam o desempenho. Dentre estes riscos e falhas foram citados os custos associados a coordenação, controle e sistemas administrativos para a gestão de mercados com culturas diferentes (Campbell, Eden & Miller, 2012).

Ademais, há na literatura outros possíveis motivos que ocasionam os resultados divergentes e que resulta da fragilidade de compreender totalmente a relação de interdependência dos construtos (Wiersema & Bowen, 2011). O ponto de vista conceitual falho (Verbeke, Li & Goerzen, 2009), as diferenças metodológicas (Sullivan, 1994) e a relação monotônica linear entre os construtos (Ruigrok & Wagner, 2007) são apontados como falhos por não apresentarem o melhor caminho à construção da teoria.

Conquanto, este estudo expande a ótica de análise entre os construtos às empresas brasileiras e empresas europeias, sob a argumentação de que, devido a diferenças de ordens

econômica e institucional (Mathews, 2006), as empresas de diferentes países demonstram características particulares em termos de internacionalização (Kirca, Hult, Deligonul, Perry & Cavusgil, 2012).

A empresas de países emergentes, por exemplo, quando comparadas as empresas de países desenvolvidos, tendem a apresentar menos conhecimento, poucas empresas industriais com base de conhecimento para expansão em mercados internacionais, instituições mais fracas ou mesmo inexistentes, além de apontarem cenários econômicos e políticos estáveis e um mercado interno pequeno para proporcionar vantagens competitivas no processo de internacionalização (Albuquerque Filho et al., 2021; Sun et al., 2019). Destarte, este estudo considera que a relação “internacionalização x desempenho” pode demonstrar resultados diferentes quando envolve empresas de países desenvolvidos e emergentes. Isto posto, questiona-se: Qual a influência da internacionalização no desempenho financeiro das empresas brasileiras e europeias? O objetivo geral da pesquisa consiste em analisar a influência da internacionalização no desempenho financeiro das empresas brasileiras e europeias.

A realização deste estudo viabiliza-se por sua contribuição em aspectos científicos, assim como para a prática da administração. São poucos os estudos que se dedicaram a analisar a relação “Internacionalização x Desempenho” em países emergentes (Chang, 2007; Contractor, Kumar & Kundu, 2007; Thomas, 2006). Em países desenvolvidos, como Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, Japão e Espanha, estudos sobre este relacionamento são frequentemente desenvolvidos.

Neste espectro, a presente pesquisa busca contribuir com essa carência, fazendo uma análise entre as empresas brasileiras e europeias, visto que, conforme Andrade e Galina (2013), Luo e Tung (2007) e Mathews (2006), a relação entre os construtos se comporta de maneira distinta entre os países que possuem cenários econômico e institucional divergentes. Nesse interim, embora essa evidenciação seja conceitualmente estabelecida, não foram identificados esforços em tentar comprovar empiricamente as constatações abordadas.

Assim, este estudo busca avançar em relação ao estudo de Albuquerque Filho et al. (2021) ao verificar a influência da internacionalização no desempenho considerando a internacionalização mensurada de forma linear (NI) e não-linear quadrática (NI²) e cúbica (NI³), o desempenho financeiro mensurado pelo retorno sobre os ativos (ROA) e o retorno sobre as vendas (ROS), além de averiguar um interregno temporal distinto (2016 – 2020).

Ainda acerca das potenciais contribuições científicas do presente estudo, Sullivan (1994), respaldado por Jean, Deng, Kim e Yuan (2016), alerta que muitos estudos sobre a internacionalização, usando como amostras países desenvolvidos ou emergentes, como países europeus e Brasil, respectivamente, apresentam “alguns deslizos” metodológicos, principalmente em torno de estimações econométricas que não consideram os potenciais efeitos da endogeneidade da internacionalização sobre o desempenho corporativo.

Dessa forma, este estudo avança ao procurar corrigir esses erros, utilizando estimações mais robustas, como modelagens econométricas por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM), que também já foi utilizado por Hejazi e Santor (2010) e Sun et al. (2019). Deve-se destacar também a importância deste estudo para a prática da administração. Levando em consideração que os benefícios da internacionalização não surgem repentinamente, o posicionamento das empresas, quando de sua internacionalização, para tentar mitigar os possíveis custos de ser estrangeiro (Andrade & Galina, 2013; Li, 2007) são relevantes, até mesmo porque um dos motivos que as levam a ingressar no mercado internacional é a tentativa em compensar suas fraquezas competitivas (Luo & Tung, 2007).

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TEORIAS DA INTERNALIZAÇÃO E DO PARADIGMA ECLÉTICO

Dentre as bases teóricas mais influentes, que oferecem explicações sobre o motivo da inserção das empresas em mercados externos poder oferecer desempenhos financeiros mais elevados em mercados internacionais, a partir da prática de internacionalização de suas transações, têm-se a teoria da internalização (Buckey & Casson, 1998) e a teoria do paradigma eclético (Dunning, 1980). A escolha se deu pelo fato de as duas teorias considerarem a análise racional do *trade-off* custo-benefício da internacionalização (Thomas, 2006).

Conforme teoria da internalização, as empresas buscam maximizar os lucros a partir das oportunidades geradas pelas imperfeições de mercado, tais como custos de informação, oportunismo e especificidade dos ativos. Nessa linha, devido as operações de mercado que são imperfeitas e mais dispendiosas, as empresas são incentivadas a ultrapassarem suas limitações, internalizando suas operações, que será mais vantajoso do que recorrer ao mercado e transacionar com outras empresas (Hsu & Perreira, 2008).

Por conseguinte, a empresa internalizará suas operações e crescerá até que os custos de transação (como os custos de informação, de fiscalização e negócio) dessas operações sejam inferiores aos custos que resultem de sua integração organizativa. Portanto, essas falhas de mercado seriam as condições que levariam uma empresa a utilizar investimentos diretos (como a aquisição de ativos externos) como forma de entrada em mercados externos (Carneiro & Dib, 2007).

A teoria do paradigma eclético, por sua vez, busca explicar a habilidade e a propensão das empresas para ingressar em novos mercados, assim como os motivos pela qual elas escolhem explorar suas vantagens por meio da produção e estabelecimento no mercado externo. Dunning (1980) e Sun et al. (2019) elencam as vantagens de propriedade, as vantagens locais e as vantagens de internalização como os fatores que podem influenciar na escolha do modo de entrada no mercado internacional.

Com base na análise dessas vantagens, quanto maiores as vantagens proprietárias da firma, maior o incentivo que elas têm de explorá-las elas mesmas. Bem como, quanto maior a vantagem de localização, maior a propensão das empresas com os investimentos externos direto no exterior, internalizando suas operações (Dunning, 1980; Hejazi & Santor, 2010).

As vantagens de propriedade estão relacionadas a ativos específicos que a empresa possui e que conferem diferenciais competitivos em detrimento de suas concorrentes, permitindo-lhes angariar oportunidades de investimentos. As vantagens locais são oriundas da opção em se localizar num país que lhes possibilitem maiores vantagens como por exemplo, menores custos dos fatores de produção, a acessibilidade, a disponibilidade de conhecimento, a dimensão e potencial do mercado ou as políticas econômicas do governo. As vantagens de internalização, como exposto anteriormente, permitem que as empresas expandam sua cadeia de valor existente ou até mesmo incorporar novas, internalizando seus recursos que lhes proporcionam vantagens ao invés de vender nos mercados externos (Dunning, 1980; Sun et al., 2019).

Portanto, o processo de internacionalização visionado por essa teoria consiste em uma decisão racional de maximização dos resultados, que parte do *Trade off* de internalizar as atividades (ativos externos), ou externalizar as atividades (vendas externas).

2.2 INTERNACIONALIZAÇÃO E DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

A influência da internacionalização no desempenho financeiro corporativo pode ser explicada pela teoria da internalização e com base na teoria do paradigma eclético. Tais teorias defendem os benefícios e custos associados a internacionalização e, portanto, seu impacto subsequente no desempenho. As empresas se beneficiam da expansão internacional explorando, por exemplo, suas vantagens de propriedade e localização específicas da firma como pressupõe a teoria do paradigma eclético (Dunning, 1980; Garbe e Richter, 2009).

Ademais, alguns estudos argumentaram que durante a internacionalização as empresas conseguem utilizar seus recursos estratégicos para superar as imperfeições de mercado tais como custos de informação, oportunismo e especificidade dos ativos a fim de capitalizar seus lucros a partir das oportunidades geradas (Buckley & Casson, 1998; Dunning, 1980), corroborando a teoria da internalização.

A suposição inicial era de que a internacionalização gera benefícios para o desempenho (Contractor et al., 2007). As empresas que operam em mais de um país obtêm muitos benefícios estratégicos, que acabam não sendo adquiridos por empresas puramente nacionais (Thomas, 2006). Andrade e Galina (2013) e Kobrin (1991) avançam nessa discussão ao propor que, a empresa, ao atuar internacionalmente, pode obter benefícios na padronização de produtos, racionalização da produção e alocação mais eficiente dos recursos, corroborando Dunning (1980) e Wei e Lin (2021) quando ressaltam que a empresa busca investir no exterior na busca por maior eficiência.

Buckley e Casson (1998) e Albuquerque Filho, Freire, De Luca & Vasconcelos (2020) apontam que isso é possível graças a oportunidade de explorar os benefícios advindos da internalização nos mercados estrangeiros. Mediante isso, a relação “Internacionalização x Desempenho” era suportada pelos benefícios que a internacionalização poderia proporcionar a empresa, tais como vantagens em economia de escala e escopo, visto que as imperfeições de mercado favorecem a internalização das atividades sobre as transações de mercado, assim as empresas multinacionais podem se beneficiar das vantagens dos custos de transação ou vantagens do custo de produção (Andrade & Galina, 2013).

Outrossim, Garbe e Richter (2009) ressaltam que os motivos que conduzem as empresas ao mercado internacional correspondem a busca por recursos, mercados, maior eficiência e ativos estratégicos. Com base nessas motivações, destaca-se o evidenciado por Sun et al. (2019) quanto a relação positiva entre a internacionalização e o desempenho, a saber: a) retorno sobre seus intangíveis; b) maior poder de mercado; c) realização de investimentos de riscos; e d) diversificação de oportunidades de investimento.

Há também a possibilidade de acesso a recursos mais baratos ou escassos em outros países, como por exemplo, mão-de-obra, tecnologia ou competências específicas de um determinado país; aumento da capacidade de resposta aos clientes estrangeiros, devido a maior proximidade física, assim como, uma melhor compreensão dos mercados externos e culturas locais, que possibilitam um maior conhecimento quanto a necessidade dos clientes estrangeiros, aumento da possibilidade de monitoramento dos concorrentes estrangeiros e poder de barganha (Tang, Tang & Su, 2018). Por outro ponto, não menos importante, as empresas podem se beneficiar da aprendizagem, conhecimento e desenvolvimento de capacidades adquiridos por sua atuação em mercados internacionais (Albuquerque Filho et al., 2020).

Ante o exposto, os primeiros estudos sobre a relação entre os construtos destacavam recorrentemente que a expansão internacional afeta positivamente o desempenho financeiro das empresas. Contudo, os estudos começaram a levar em consideração os custos associados ao processo de internacionalização, devido a supervalorização dos benefícios da expansão internacional que passou a ser alvo de muitas críticas (Andrade & Galina, 2013; Almendra, Vasconcelos, Silva & De Luca, 2018).

De acordo com Bausch e Krist (2007) os custos associados a internacionalização compensarão, pelos menos em parte, os ganhos de internacionalização. Assim, a teoria da internalização reconhece os limites para a eficiência dos arranjos organizacionais, ao passo que a teoria do paradigma eclético ressalta que as vantagens de propriedade e localização são fundamentais nesse meio, pois as empresas vão se deparar com responsabilidades que envolverão estranheza e novidade (Zhou, 2018).

Nesse contexto, Li (2007) e Albuquerque Filho et al. (2021) enfatiza a importância dada aos custos nas últimas décadas, sendo os mais evidenciados: a falta de familiaridade com os mercados internacionais como as desvantagens em relação as empresas locais abrangendo desde instalação de fábricas até rede de negócios (Zhou, 2018), a responsabilidade potencial por ser estrangeiro destacando-se a falta de familiaridade com a cultura do lugar, falta de informação local e o tratamento discriminatório por parte do governo, clientes e fornecedores (Jain et al., 2019), custos burocráticos e ineficiência (Thomas & Eden, 2004), altos custos gerenciais distribuídos em poucos mercados e custo de agência (Hsu & Perreira, 2008).

Levando em consideração os custos destacados, alguns estudos pontuaram uma relação negativa entre a internacionalização e o desempenho das empresas (Chen & Tan, 2012; Lin, et al., 2011). Segundo Li (2007) e Wei e Lin (2021) tais resultados ocorrem pelo fato de que, eventualmente, os custos marginais intrínsecos à internacionalização podem superar os benefícios marginais, afetando negativamente o desempenho das empresas. Essas valhas podem levar a empresa a uma posição desfavorável, em comparação a suas concorrentes, refletindo na perda de competitividade (Lu & Beamish, 2004).

Devido à falta de consenso na relação entre “Internacionalização x Desempenho” os pesquisadores começaram a examinar ao *trade-off* custo-benefício e suas variações ao longo do processo de internacionalização (Bausch, 2007). As pesquisas começaram a conciliar os resultados dos estudos empíricos, remodelando a relação linear positiva ou negativa significativa e passaram a identificar resultados não-lineares na relação entre os construtos, sob a premissa de que as empresas obtêm tanto benefícios quanto custos quando se internacionalizam. Os resultados empíricos passaram a constatar relações não-lineares significativas em forma de U, U invertido e até mesmo uma relação curvilínea em forma de S horizontal (Sun et al., 2019).

A relação não-linear em forma de U, em geral, destaca que as empresas experimentam inicialmente um desempenho negativo ao se internacionalizarem, e posteriormente, à medida que aprendem com sua experiência internacional, por exemplo, começam a se beneficiar de sua expansão internacional, refletindo positivamente no seu desempenho (Miller et al., 2016). Essa linha de raciocínio implica que as empresas passam por um declínio do desempenho em sua fase inicial em decorrência dos custos iniciais de governança, aprendizagem e responsabilidade de ser estrangeiro, e posteriormente, a partir da internacionalização contínua adquirem novos conhecimentos e capacidades por meio do aprendizado e acesso a mais recursos, impulsionando seu desempenho (Zhou, 2018).

A relação curvilínea em forma de U invertido, aponta que a relação “Internacionalização x Desempenho” tem impacto inicial positivo, mas torna-se negativa à

medida que os níveis de internacionalização vão aumentando, isso porque uma maior dispersão geográfica aumenta os custos de coordenação, integração e gerenciamento das empresas (Brida, Driha, Ramón-Rodríguez & Such-Devesa, 2016).

A relação em forma de S horizontal demonstra que à medida que uma empresa se expande internacionalmente, ela está envolvida em um processo de oscilação que envolve pequenas quedas de desempenho e posteriormente em altas (Rugman & Oh, 2010). Nesse tipo de relação, a forma real da curva é mais precisamente representada como ondas múltiplas (Ruigrok, Amann & Wagner, 2007; Wei & Lin, 2021).

Dada a diversidade de estudos acerca da temática, o Quadro 2 apresenta algumas pesquisas recentes e relevantes e que foram identificadas através do site *scholar.google.com.br*. A busca dessas pesquisas deu-se por meio das palavras-chaves “internacionalização”, “expansão internacional”, “Multinacionalidade”, “Diversificação internacional” que tendem a se referir ao mesmo construto de gestão estratégica e “desempenho” – nos seus respectivos termos em inglês. No Quadro 2 são apresentados ainda os métodos empregados nos estudos, bem como os principais achados acerca da relação entre a internacionalização e desempenho empresarial

Tabela 1
Estudos empíricos sobre a relação “Internacionalização x Desempenho”.

Obra	Amostra	Proxy de desempenho	Metodologia principal	Resultados
Estudos empíricos com empresas de países desenvolvidos				
Ruigrok, et al. (2007)	87 companhias suíças de capital aberto	ROA	Modelos de regressão em painel Teste t (ANOVA)	Contatou-se uma relação não-linear em forma de S entre o desempenho e a internacionalização.
Hejazi e Santor (2010)	51 empresas canadenses	ROA, ROI e Q de Tobin	Modelos de regressão com dados em painel Método dos Momentos Generalizados Sistemico	Verificou-se uma associação entre desempenho empresarial avaliado pelo ROA e pelo ROI e internacionalização. Não foi possível afirmar que existe uma associação do desempenho medido pelo Q de Tobin e internacionalização.
Rugman e Oh (2010)	42 empresas americanas de capital aberto	ROA e ROS	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Identificou-se uma relação não-linear em forma de S entre internacionalização e desempenho. A variável de desempenho medida pelo (ROA e ROS) não foram afetadas de forma significativa pela internacionalização.
Sun et al. (2014)	568 empresas europeias de capital aberto	ROA	Modelos de regressão mínimos quadrados ponderados	Detectou-se uma relação não-linear e significativa em forma de U invertido entre internacionalização e desempenho.
Brida et al. (2016)	82 empresas espanholas	ROA	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Inferiu-se uma relação curvilínea em forma de U invertido entre a internacionalização e o desempenho.
Miller et al. (2016)	2692 empresas japonesas	ROA	Modelos de regressão de séries temporais com efeitos fixos	Evidenciou-se uma relação curvilínea em forma de U entre internacionalização e desempenho.

Sun et al. (2019)	1220 empresas de capital aberto	ROA	Modelos dinâmicos de regressão estimados pelo Método dos Momentos Generalizados Sistêmico	Sinalizou-se que a internacionalização aumenta o desempenho quando medido pelo ROA no longo prazo.
Wei e Lin (2021)	2.175 empresas	Q de Tobin	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Encontrou uma relação em forma de “S” entre a extensão da internacionalização e o desempenho da empresa, com variações baseadas em diferentes níveis de desempenho da empresa.
Estudos empíricos com empresas de países emergentes				
Gaur e Kumar (2009)	249 empresas indianas	ROA e ROS	Modelos de regressão em painel com efeitos aleatórios	Constatou-se a existência de uma relação linear positiva entre a internacionalização e o desempenho.
Chang e Rhee (2010)	276 empresas coreanas de capital aberto	ROIC	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Identificou-se uma relação linear positiva entre a internacionalização e o desempenho.
Chen e Hsu (2010)	224 empresas taiwandesas de alta tecnologia com capital aberto	EBIT	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Detectou-se uma relação não-linear e significativa em forma de U invertido entre internacionalização e desempenho.
Lin et al. (2011)	179 companhias taiwandesas de alta tecnologia	ROA, ROE e ROS	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Verificou-se uma relação linear negativa significativa entre internacionalização e desempenho.
Chen e Tan (2012)	887 companhias chinesas de capital aberto	Q de Tobin	Modelos de regressão em painel com efeitos aleatórios robustos.	Correlação linear negativa da internacionalização sobre o desempenho corporativo.
Tang et al. (2019)	70 empresas chinesas de capital aberto	ROA	Modelos de regressão em painel com efeitos fixos	Ponderou-se uma relação não-linear significantes em U invertido entre “Internacionalização x Desempenho”.
Jain et al. (2019)	32 maiores empresas indianas de software	ROS	Equações de Estimativa generalizada (<i>Generalized Estimating Equations – GEE</i>)	Sinalizou uma associação linear positiva entre a velocidade internacional e o desempenho.
Albuquerque Filho et al. (2021)	Empresas brasileiras e europeias	ROA	System <i>Generalized Method of Moments</i> (GMM-SYS)	Evidenciaram uma relação não significativa entre a internacionalização e o desempenho nas empresas brasileira e uma relação negativa para nas empresas europeias.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir do Quadro 1, é possível identificar 16 estudos, que tratam da temática “Internacionalização x Desempenho”. Infere-se que metade deles reuniu amostras de

empresas de países desenvolvidos (Canadá, Espanha, EUA, Japão, Suíça e empresas de países europeus) enquanto, a outra metade investigou amostras de empresas de países em desenvolvimento (China, Coréia, Índia e Taiwan). Ademais, observa-se também que os estudos empíricos recentes têm focado seus esforços em verificar a relação entre os construtos em países emergentes, que anteriormente eram mais visualizados em países desenvolvidos.

De acordo com Andrade e Galina (2013), Luo e Tung (2007) e Mathews (2006) a relação entre internacionalização e desempenho se associa de maneira divergente entre empresas de países que possuem cenários econômico e institucional diferentes. Em primeiro lugar, as empresas de países emergentes, em geral, apresentam custos menores com mão-de-obra, menos conhecimento e poucas empresas industriais com base de conhecimento com expansão internacional. Em segundo lugar, os países em desenvolvimento frequentemente possuem instituições mais fracas ou inexistentes. Terceiro, as economias emergentes geralmente apresentam cenários econômicos e políticos estáveis se comparadas às economias desenvolvidas, o que acaba impactando a internacionalização, visto que seu valor agregado é superior nas economias de alto risco. E em quarto, muitas vezes o mercado interno de países em desenvolvimento pode ser muito pequeno para proporcionar vantagens competitivas de escala (Sun et al., 2019).

Ante o exposto, torna-se pertinente realizar um estudo com empresas de países emergentes (empresas brasileiras) e empresas de países desenvolvidos (empresas europeias), focos deste estudo, visto que as diferenças entre os países com relação a esses construtos são consolidadas conceitualmente, mas não empiricamente. Assim, as hipóteses do estudo consistem em:

H₁: Em empresas brasileiras, a internacionalização afeta negativamente seu desempenho financeiro.

H₂: Em empresas europeias, a internacionalização afeta positivamente seu desempenho financeiro.

3 METODOLOGIA

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo compreendeu as empresas brasileiras e empresas europeias de capital aberto, respectivamente. A amostra do estudo abrange as empresas não-financeiras pautadas pela disponibilidade das informações relativas à variável de internacionalização, além das econômico-financeiras utilizadas no estudo. Os dados utilizados para composição das variáveis foram coletados da base Capital IQ® em 27/05/2021. A Tabela 1, evidencia a formação da amostra do estudo.

Tabela 2
Construção amostral da pesquisa

Construção da Amostra	Empresas Brasileiras	Empresas Europeias
População do estudo: Empresas listadas	375	894
(-) Empresas que não apresentam dados na base Capital IQ	(159)	(108)
= Empresas listadas com dados na base de dados Capital IQ	(216)	786
(-) Empresas que não possuem dados sobre internacionalização em nenhum dos períodos	(148)	(486)
= Amostra do estudo	68	300

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 2, observa-se que a amostra final de organizações com respectivos dados necessários para o estudo em relação a população total, no período analisado representa aproximadamente 18,14% e 33,56%, respectivamente. Assim, obteve-se 340 observações (empresas brasileiras) e 1500 observações (empresas europeias).

O período de análise compreende os anos de 2016 a 2020, formando um painel não balanceado. A escolha deste período levou em consideração o evidenciado pela Conferência das Nações Unidas sobre o Desenvolvimento do Comércio em que o dinamismo das transnacionais dos países em desenvolvimento é em grande parte devido ao surgimento de novos atores tornando-se pertinente utilizar dados recentes, visto que levará em consideração tanto o surgimento de “recém-chegados” quanto a intensificação de seu comprometimento internacional (Albuquerque Filho et al., 2020).

3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA

O desempenho financeiro corporativo corresponde a variável dependente. A maioria dos estudos empíricos recentes que trataram a temática em questão focou em medidas baseadas em contabilidade para operacionalização do desempenho corporativo. Uma justificativa possível, corresponde aos reflexos dos indicadores financeiros comumente analisados pelos gestores internos e importantes na constatação de riscos do negócio. Dessa forma, seguindo o proposto pelos trabalhos mencionados, o desempenho corporativo foi representado através da proxy relacionada ao retorno financeiro das firmas: o retorno sobre os ativos ou *Return on Assets* (ROA) e o retorno sobre as vendas ou *Return on Sales* (ROS).

Tabela 3
Variáveis dependentes

Construto	Indicador	Proxy	Base teórica
Desempenho financeiro corporativo	Retorno sobre os ativos (ROA)	Quociente entre o resultado líquido e o Ativo total	Hejazi e Santor (2010); Lin, et al. (2011); Lu e Beamish (2004)
	Retorno Sobre as vendas (ROS)	Quociente entre o resultado líquido e as vendas líquidas	Jain et al. (2019); Lin et al. (2011); Rugman e Oh (2010)

Fonte: Elaborada pelos autores.

A internacionalização foi tratada como variável independente. A internacionalização foi mensurada por meio de um índice composto que tende a apresentar resultados mais robustos, dentre outros fatores, por apresentar menor erro de predição, e, portanto, ser capaz de alcançar maior validade enquanto construto na relação “Internacionalização x Desempenho”. Assim, operacionalizou-se a internacionalização por meio de duas *proxies*: através do Quociente das vendas externas em relação às vendas totais (INTER₁) e por meio do quociente dos ativos externos em relação aos ativos totais (INTER₂), assim formou-se um índice identificado como Nível de Internacionalização (NI), que corresponde à média aritmética entre INTER₁ e INTER₂.

Alinhado à literatura especializada, o estudo adotou como variáveis de controle a diversificação dos produtos (DIVERS) mensurada através do índice de Herfindahl (Chen & Hsu, 2010). Esse índice foi calculado a partir da Equação 1, em que β_i corresponde a proporção do valor do Ativo da empresa i em relação ao valor total da amostra.

Tabela 4
Variáveis de internacionalização

Construto	Indicador	Proxy	Base teórica
Internacionalização	Internacionalização das vendas (INTER ₁)	Quociente das vendas externas em relação as vendas totais	Andrade e Galina (2013); Brida et al. (2016) e Chen e Hsu (2010)
	Internacionalização dos ativos (INTER ₂)	Quociente dos ativos externos em relação aos ativos totais	Brida et al. (2016); Chen e Tan (2012)
	Nível de Internacionalização	Média aritmética das variáveis INTER ₁ e INTER ₂	-

Fonte: Elaborada pelos autores.

$$HHI = \sum_{i=1}^n \beta_i^2 \quad (\text{Equação 1})$$

Para o cálculo da Equação 1, utilizou-se os valores do Ativo, assim como procederam Chen e Hsu (2010) e Moura et al. (2013) pois, segundo eles, no decorrer dos períodos o valor do Ativo tem menor oscilação do que o de qualquer outra variável, como, por exemplo, a Receita Operacional. O resultado desse construto varia entre o intervalo 0 e 1.

O tamanho da empresa (TAM) representado pelo Logaritmo Natural do valor do Ativo total (Chen & Tan, 2012) a idade (IDAD) obtida pelo número total de anos desde seu início (Tang et al., 2018); a alavancagem (ALAV) que corresponde ao quociente entre o total de dívidas e o patrimônio líquido (Chen & Tan, 2012); o crescimento (CRES) obtido por meio da variação anual da receita líquida da empresa *i* no período *t*, em relação a *t* – 1 (Hejazi & Santor, 2010); risco (RISC) mensurado a partir quociente entre dívidas totais e ativo total (Hejazi & Santor, 2010) e por *dummies* de Ano, Empresa e Covid-19 que equivale a um conjunto de variáveis *dummies* que atribuem valor 1 para um ano específico e 0 para os demais.

No que tange ao tamanho, Octaviana et al. (2019) destaca que que as grandes empresas tiveram maiores retornos em comparação com empresas menores. A idade da empresa, por sua vez, é uma variável relevante na determinação do desempenho, sinalizando que quanto mais tempo a empresa estiver consolidada no mercado maior será seu desempenho financeiro (Coad et al., 2018). Ademais, as empresas com desempenho superior tendem a ajustar seus índices de alavancagem mais rapidamente, influenciando subsequente seu crescimento (Ho et al., 2021), ao passo que, o estabelecimento de um sistema de gerenciamento e controle de riscos melhora a gestão e aumenta o desempenho e a criação de valor (Asmarawati & Pangeran, 2021).

3.3 MODELO EMPÍRICO

A realização dos testes estatísticos foi operacionalizada a partir do emprego dos softwares SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*) e o STATA (*Data Analysis and Statistical Software*). Os modelos empíricos de regressão resultante, para a análise de dados em painel, utilizados para testar as hipóteses desse estudo foram os apresentados nas Equações 2 e 3:

$$ROA_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 NI_{it} + \beta_{3-5} \sum CONTR_{it} + \eta_i + \omega_t + u_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

$$ROS_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 ROS_{i,t-1} + \beta_2 NI_{it} + \beta_{3-5} \sum CONTR_{it} + \eta_i + \omega_t + u_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

Em que: *ROA* e *ROS* = Desempenho corporativo; *NI* = Exprime o nível de internacionalização, representada pela média aritmética entre as vendas externas em relação as vendas totais e pelo quociente entre os ativos externos em relação a ativos totais; *CONTR_{ij}* = Representa as variáveis de controle do modelo econométrico, relativas à empresa *i* no período *t*, representadas por Diversificação de produtos (*DIVERS*), tamanho (*TAM*), idade (*IDAD*), alavancagem (*ALAV*), crescimento (*CRESC*) e risco (*RISC*); β = coeficientes do modelo; *i* = empresa; *t* = tempo; η = efeito específico da firma (heterogeneidade não observada); ω = componente temporal (*dummies* de ano) e; u = termo de erro.

A estimação dos parâmetros dos modelos regressivos ocorreu por meio da análise de regressão linear múltipla com estimação pelo *System Generalized Method of Moments* (*GMM-SYS*), o qual proporciona maior eficiência, dada sua robustez de estimação na presença de endogeneidade e de autocorrelação serial a partir da utilização de variáveis instrumentais sequencialmente exógenas.

O viés de endogeneidade, na concepção de Bowen (2007), poderia explicar os resultados divergentes entre os construtos. Bowen e Wiersema (2007) em uma revisão sobre o estudo da relação entre “Internacionalização x Desempenho” identificaram que apenas um estudo (Lu & Beamish, 2004) reconheceu a questão da endogeneidade, mas não adotou um modelo central que levasse a internacionalização como regressor endógeno, assumindo que a endogeneidade era qualitativamente similar as estimativas do modelo de regressão OLS. Nessa ideia, uma regressão OLS levará os estimadores a serem inconsistentes e inválidos (Hamilton & Nickerson, 2003).

A endogeneidade de uma variável pode ser oriunda principalmente de três fatores: omissão de variáveis, que acontece quando não se inclui no modelo variáveis de controle que podem estar relacionadas com a variável dependente e explicativas; erros de mensuração (efeito feedback), que ocorrem quando não se dispõe de uma *proxy* capaz de captar com exatidão um construto que está sendo utilizado como variável explicativa; e simultaneidade, que ocorre quando uma variável explicativa na equação é função da variável dependente, havendo o efeito da causalidade reversa (Wooldridge, 2001).

Segundo Bowen e Wiersema (2007), a omissão de características específicas da empresa, a “causalidade reversa” relacionada as decisões dos gerentes em relação a profundidade ou ao fôlego da expansão internacional das empresas e que estão ligadas ao resultado esperado de desempenho de tais decisões (Hejazi & Santor, 2010) podem se configurar como fontes de endogeneidade.

Ademais, destaca-se que foi realizado o teste de endogeneidade proposto por Hausman, cuja Hipótese Nula (H_0) atesta que todas as variáveis instrumentais são não correlacionadas com o erro, enquanto a Hipótese Alternativa (H_1) indica que pelo menos uma das variáveis instrumentais não é exógena. Assim, como o teste foi significativo (Hausman significativo a 5%), rejeita-se a hipótese nula, sinalizando que há problemas de endogeneidade entre as variáveis.

Dessa forma, buscando-se mais robustez para as análises, esta seção explica como o Método dos Momentos Generalizados Sistêmico (*GMM - Sys*) desenvolvido por Arellano e Bover (1995), é capaz de mitigar fontes de endogeneidade, como a heterogeneidade não observada, o efeito feedback (ou endogeneidade dinâmica) e a simultaneidade (ou causalidade reversa).

As estimações em *GMM* seriam capazes de reduzir significativamente os efeitos advindos da endogeneidade dos regressores, por considerar, a “influência direta de valores

passados da variável de resposta sobre seus valores contemporâneos” (Sonza & Kloeckner, 2014).

Sonza e Kloeckner (2014, p. 327), fundamentados por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), ressaltam que “o conjunto de instrumentos disponível no estimador GMM-Sys é maior e permite estimativas mais precisas”. No GMM-Sys os instrumentos são defasados temporalmente para fazê-los exógenos aos efeitos fixos, sendo, portanto, uma combinação das transformações em primeiras diferenças com as transformações em níveis, resultando em um sistema de equações. (Roodman, 2009). Ou seja, o GMM é escolhido por lidar em com a endogeneidade e por ser robusto para a heteroscedasticidade, bem como por satisfazer as premissas distribucionais (Wooldridge, 2001).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 5 apresenta a análise descritiva das variáveis do estudo no quinquênio 2016-2020.

Tabela 5
Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de variação
Empresas brasileiras					
ROA	0,0111	-0,9464	0,5430	0,1415	128,63
ROS	0,0122	-0,0056	0,6540	0,1305	59,318
INTER 1	0,4290	0,0040	0,8745	0,1645	0,3834
INTER 2	0,2938	0,0010	0,8650	0,1568	0,5336
NI	0,2070	0,0001	1,0107	0,1760	1,0538
TAM	6,6202	2,2337	12,606	1,9723	0,2979
CRESC	-188,83	-38806	10641	2593,7	13,735
DIVERS	0,0344	0,0001	0,6080	0,2018	5,8662
RISC	0,3764	0,0000	1,9001	0,3175	0,8435
ALAV	0,3191	-421,54	135,16	24,557	76,957
IDAD	68	5	146	59	0,8676
Empresas europeias					
ROA	0,5183	-7,9976	2,0031	0,3068	16,76
ROS	0,5240	-0,0056	0,7545	0,3577	14,90
INTER 1	0,5320	0,0115	9,3423	0,1443	0,2712
INTER 2	0,4234	0,1065	9,0320	0,1423	0,3360
NI	0,4424	0,0005	0,9980	0,2150	0,6279
TAM	5,9130	0,4017	12,455	2,6083	0,4411
CRESC	-87,271	-68597	35007	2888,4	-33,0969
DIVERS	0,0006	0,0011	0,0264	0,0022	3,6666
RISC	0,2366	0,0000	5,5802	0,2921	1,2345
ALAV	0,8694	-880,70	389,42	26,266	30,211
IDAD	58	1	498	64	1,1034

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que tange as medidas de desempenho financeiro (ROA e ROS), conforme Tabela 5, as empresas brasileiras sinalizaram um desempenho financeiro positivo. Assim, o desempenho mensurado pelo ROA evidenciou um valor médio de 0,0111 enquanto o ROS destacou um valor médio de 0,0122. Similarmente, nota-se que as empresas europeias,

também apresentam desempenho financeiro médio positivo (ROA = 0,5183; ROS= 0,5240), mas com comportamento heterogêneo entre si (coeficientes de variação altos).

É possível constatar ainda, pela Tabela 5, que o nível de internacionalização das empresas brasileiras ainda é mediano (INTER 1 = 0,4290; INTER 2 = 0,2938; NI = 0,2070), sendo que há empresas que ainda se encontram em fase inicial de internacionalização (mínimo – INTER 1 = 0,0040; INTER 2= 0,0010; NI = 0,0001). Outrossim, as empresas brasileiras da amostra apresentam dispersões baixas (como observado pelo coeficiente de variação) em relação aos seus níveis de internacionalização, o que reflete em níveis de internacionalização homogêneos. Nas empresas europeias, o nível de internacionalização é relevante (INTER 1 = 0,5320; INTER 2 = 0,4234; NI = 0,4424), do qual há empresas que se encontram em nível avançado (máximo INTER 1 = 9,3423; INTER 2 = 9,0320; NI = 0,9980) de internacionalização.

No que compete as variáveis de controle, nas empresas brasileiras o tamanho (TAM) foi o construto mais evidenciado pelas empresas, visto que sua média (6,6202) e amplitude (10,3723) se destacaram com relação aos demais construtos. Nas empresas da Europa, o tamanho também se destacou com maior média (5,9130) e amplitude (12,0533).

A seguir, aa Tabela 6 destaca-se a estatística descritiva das variáveis dependentes (ROA e ROS), independentes (INTER1, INTER2 e NI) e de controle específicas da empresa (TAM, CRESC, ALAV, RISC, DIVERS e IDADE) ao longo dos anos (2016-2020). Além disso, apresenta também o teste de média (*t student*) para identificar diferenças e similaridades entre as variáveis das empresas brasileiras e europeias.

Por meio da Tabela 6, observa-se que a maioria das variáveis apresentou diferenças estatisticamente significantes de médias entre as empresas brasileiras e europeias. Em relação as variáveis de internacionalização (INTER1, INTER2 e NI) foram maiores em empresas europeias comparativamente às empresas brasileiras.

No contexto brasileiro, Stal (2010) elucida que o processo de internacionalização ainda é limitado devido ao isolamento geográfico que favorece a comercialização apenas com os parceiros do Mercosul e do idioma que dificulta a comunicação nesse processo. Em relação as empresas europeias, o fato de apresentarem pequenos mercados locais, acabam sendo forçadas a expandir suas atividades para outros mercados, inclusive aqueles não relacionados culturalmente (Albuquerque Filho et al., 2020).

Tabela 6
Estatística descritiva e teste de médias entre as variáveis

Variáveis	Estatística descritiva										
	Empresas brasileiras					Empresas europeias					Teste T
	Média										
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	Sig.
ROA	-0,1040	-0,0174	0,0829	0,0808	0,0993	0,7158	0,5189	0,5519	0,7100	0,7282	0,000**
ROS	0,1132	0,1120	0,1340	0,1348	0,1410	0,5412	0,5670	0,5620	0,6080	0,7045	0,000***
INTER1	0,4826	0,5085	0,4085	0,3584	0,3422	0,5886	0,5573	0,5063	0,5600	0,5505	0,000**
INTER2	0,3018	0,3148	0,2358	0,2109	0,2090	0,4687	0,4558	0,4526	0,4717	0,4900	0,000**
NI	0,3922	0,4116	0,3221	0,2846	0,2756	0,5286	0,5066	0,4795	0,5158	0,5212	0,000**
TAM	8,0416	8,1957	7,9302	7,7177	7,6604	6,5450	6,3033	6,7090	6,7580	6,5680	0,002***
CRESC	-0,1025	-0,2842	0,1440	0,2189	0,1497	-0,3137	-0,1755	0,3553	0,5094	0,5111	0,184
ALAV	2,2285	7,4752	3,5407	1,2749	1,1402	3,0038	1,0343	-4,8902	0,6743	0,3910	0,235
RISC	0,3778	0,4312	0,3916	0,3098	0,3060	0,3747	0,5631	0,2651	0,2703	0,2697	0,000***
DIVERS	0,2227	0,2807	0,2280	0,0212	0,0215	0,0003	0,0003	0,0003	0,0004	0,0004	0,249
IDADE	62	68	64	60	61	48	50	53	54	50	0,647

Fonte: Elaborada pelos autores; Significância ao nível de ***1%; **5%.

As variáveis de controle TAM e RISC são superiores nas empresas brasileiras em comparação às empresas europeias, com diferenças estatisticamente significantes ao nível de 1%. Em relação ao tamanho, Chen e Tan, 2012 destacam que empresas maiores tendem a contribuir com o desempenho da empresa em relação aos retornos financeiros originados pelo processo de internacionalização.

Ademais, Almendra et al. (2018) destacam que a internacionalização das firmas brasileiras ainda é incipiente, devido a isso, a um maior volume de exportações e ativos externos (Andrade & Galina, 2013; Chen & Tan, 2012) dificultam a entrada das empresas em outros países e conseqüentemente aumenta seu risco. Assim, Almendra et al. (2018) sinalizam que a redução do risco se apresenta como um dos benefícios da internacionalização (que na amostra brasileira é menor). A seguir, a Tabela 7 apresenta os resultados da regressão linear múltipla da influência da internacionalização no desempenho financeiro das empresas brasileiras.

Tabela 7
Influência da internacionalização no desempenho financeiro (ROA) das empresas brasileiras

Variáveis	Modelo 1 ROA	Modelo 2 ROA	Modelo 3 ROA
ROA _{t-1}	-0,1424***	-0,0534***	-0,0743***
NI	-0,2939**	-0,8714	-2,8244**
NI ²	-	0,9865	9,9716
NI ³	-	-	-8,7132
TAM	0,0310	0,0314	0,0330
CRESC	0,0000	0,0000	0,0000
ALAV	0,0000	0,0000	0,0003
RISC	-2,2781***	-0,2844**	-0,2225**
DIVERS	-0,5563	-0,5633	-0,3752
IDADE	-0,0000	-0,0000	-0,0002
_cons	Omitida	Omitida	Omitida
Efeitos fixos do tempo	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos da firma	Sim	Sim	Sim
Covid 19	Sim	Sim	Sim
Nº empresas	68	68	68
Nº de obs.	237	237	237
Wald Chi ²	39,71***	42,73***	39,58***
J Hansen Test	52,18	59,20	51,67
Arellano-Bond AR(1)	-1,54**	-1,65*	-1,77**
Arellano-Bond AR(2)	0,21	0,43	-1,23

Significância ao nível de ***1%; **5%.

Fonte: Elaborada pelos autores

Com base na Tabela 7, nota-se que, pelo teste de Wald Chi², os três modelos foram significantes ao nível de 1%. Com relação a robustez das estimações, os testes de autocorrelação dos resíduos -AR de Arellano e Bond (1991) não rejeitam a hipótese de ausência de autocorrelação dos resíduos de segunda ordem, indicando que os instrumentos são exógenos. Por sua vez, o teste J de Hansen que compreende a validação dos instrumentos – legitimaram todas as estimações, considerando um nível de significância de 10%, o que reforça a exogeneidade dos instrumentos utilizados, evidenciando que os instrumentos do sistema GMM são válidos.

Ademais, o coeficiente positivo de ROA_{t-1} obtido nos modelos evidencia que o desempenho financeiro da firma em t-1 contribui para a formação do desempenho financeiro

da firma em t. Tal resultado fortalece a importância da utilização de modelos dinâmicos nos estudos de negócios e estratégias internacionais, mostrando que especificações estáticas podem estar sujeitas ao viés de omissão de variáveis relevantes (Viana Júnior, Caixe & Ponte, 2019).

O Modelo 1 na Tabela 7 apresenta o efeito linear da internacionalização (NI) no desempenho financeiro (ROA). Nele, infere-se que há uma relação negativa ($\beta = -0,2939$) e estatisticamente significativa entre os construtos ao nível de 5%. Esse achado corrobora os resultados de Chen e Tan (2012) que analisaram uma amostra com empresas chinesas e com Lin e Cheng (2013) que analisaram a relação entre os construtos em empresas taiwandesas.

No Modelo 2, tem-se o efeito não linear quadrático da relação entre Internacionalização e o desempenho. Os resultados sinalizam um coeficiente do termo quadrático e linear não significante. Assim, não se pode inferir que a relação entre a internacionalização e o desempenho é em forma de “U” no modelo quadrático corroborando os achados de Andrade e Galina (2013) que analisaram uma amostra de empresas brasileiras.

Em relação ao Modelo 3, que apresenta a relação não linear cúbica entre os construtos, coeficiente do termo cúbico de NI não é significativo ($\beta = -8,7132$, $p > 0,10$), o coeficiente do termo quadrático de NI também não é significativamente ($\beta = 9,9716$, $p > 0,10$) e o coeficiente de NI é significativamente e negativo ($\beta = -2,8244$, $p < 0,01$). Assim, esse resultado evidencia que a relação entre a internacionalização e o desempenho financeiros nas empresas brasileiras é linear e negativo.

Em relação as variáveis de controle, apenas o risco mostrou-se estatisticamente significativo, evidenciando um efeito negativo no desempenho das empresas brasileiras. As empresas de países emergentes tendem a aceitar maiores riscos na busca de mercados não usuais e menos competitivos (Andrade & Galina, 2013).

Destaca-se que, embora as empresas multinacionais de países emergentes venham ganhando cada vez mais destaque no mercado global (Stal, 2010), existem as dificuldades econômicas e institucionais, (Mathews, 2006; Kirca et al., 2012) que acabam interferindo no seu processo de internacionalização.

No cenário brasileiro, alguns motivos que podem justificar a relação negativa entre o nível de internacionalização e o desempenho financeiro (ROA) corresponde ao isolamento geográfico, que favorece apenas a internacionalização com os parceiros do Mercosul, problemas de comunicação (idioma) e os efeitos adversos da distância psíquica, o que dificultada seu processo de internacionalização (Stal, 2010), devido à dificuldade em ultrapassar as diferenças culturais, econômicas, geográficas, regulatórias, legais e principalmente as questões éticas e de práticas de negócios (Albuquerque Filho et al., 2020).

A partir da Tabela 8, o teste de Wald Chi² demonstra que os quatro modelos foram significantes a 1%. No que tange aos testes de Arellano e Bond (1991) – AR1 e AR2, e o teste de Hansen, estes não legitimaram a validade dos instrumentos dos modelos 2 e 3 aos níveis convencionais de significância (1% ou 5%), evidenciando a não robustez dos resultados apresentados por estes modelos. Por outro lado, o modelo 1 apresenta estimações adequadas, apresentando coeficientes significantes positivos e negativos para alavancagem (ALAV) e risco (RISC) sobre o desempenho financeiro (ROS) das empresas brasileiras, respectivamente. Não foram encontradas relações significantes entre a internacionalização e o desempenho financeiro mensurado pelo ROS.

Tabela 8
Influência da internacionalização no desempenho financeiro (ROS) das empresas brasileiras

Variável	Modelo 1 ROS	Modelo 2 ROS	Modelo 3 ROS
ROSt-1	0,0788	0,0824	0,1137
NI	5,8790	1,2328	8,2335
NI ²	-	-0,0470	9,8945
NI ³	-	-	16,650
TAM	0,4092	1,0022	2,6065
CRESC	-0,0011	-0,000	-0,0001
DIVERS	-22,040	-22,515	-79,815
RISC	-12,981***	-14,466**	-13,874**
ALAV	0,5246*	1,2253**	1,0403**
IDAD	0,0334	-0,0352	0,0049
_constante	Omitida	Omitida	Omitida
	-	-	-
Covid 19	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos tempo	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos da firma	Sim	Sim	Sim
Nº de Observações	237	237	237
Wald Chi ²	37,71***	40,73***	37,58***
J Hansen Test	63,86	67,02***	63,85
Arellano-Bond AR(1)	-0,00***	-0,81	-0,72
Arellano-Bond AR (2)	-0,11	0.13	0,09

Significância ao nível de ***1%; **5%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

É possível que o resultado dessa relação (NI x ROS) pode ser um reflexo decorrente do fato de que em países emergentes o sistema legal, à governança corporativa e a transparência das instituições são mais falhas do que os países desenvolvidos (Jain et al., 2019). Ou ainda devido as dificuldades advindas da falta de integração e organização, falta de experiência global e competências administrativas após o processo de internacionalização (Andrade & Galina, 2013; Luo & Tung, 2007).

A seguir a Tabela 9, demonstra os resultados da regressão linear múltipla da influência da internacionalização no desempenho financeiro (ROA) das empresas europeias. Na Tabela 9, infere-se que o teste de Wald Chi² demonstra que os três modelos foram significantes a 1%. A adequação dos modelos quanto aos pressupostos do GMM-Sys evidencia a robustez das estimações, visto que os testes de autocorrelação dos resíduos – (AR) de Arellano e Bond (1991) para a autocorrelação de primeira e segunda ordem nos resíduos respectivamente, rejeitou e aceitou a hipótese nula de ausência de correlação serial. Além disso, os p-valores do teste de Hansen para sobreidentificação (a estatística J) nos modelos não rejeitaram a hipótese nula de validade dos instrumentos, evidenciado a validade dos instrumentos dos modelos. Além disso, o coeficiente positivo de ROA_{t-1} nos modelos evidencia que o desempenho financeiro da firma em t-1 contribui para a formação do desempenho financeiro da firma em t.

Tabela 9
Influência da internacionalização no desempenho financeiros das empresas europeias

Variáveis	Modelo 1 ROA	Modelo 2 ROA	Modelo 3 ROA
ROA _{t-1}	0,4221***	0,5315***	0,5313***
NI	5,5670**	0,5231**	1,0555**
NI ²	-	0,3322	1,9020
NI ³	-	-	-1,2281
TAM	0,0817	0,0792***	0,0841***
CRESC	0,0000	-0,0000	-0,0000
ALAV	-0,1231	-0,0020	-0,0020
RISC	-1,6870	-0,9961***	-0,9888***
DIVERS	-1,844	-2,1800	-1,9223
IDADE	0,0041	0,0006	0,0006
_cons	1,4825	-0,1901	-0,3132
Efeitos fixos do tempo	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos da firma	Sim	Sim	Sim
Covid 19	Sim	Sim	Sim
N° empresas	300	300	300
N° de obs.	1182	1182	1182
Wald Chi ²	240,00***	475,12***	523,23***
J Hansen Test	51,13	39,67	38,23
Arellano-Bond AR (1)	-0,91*	-1,77***	-1,42*
Arellano-Bond AR (2)	0,96	-0,47	-0,53

Significância ao nível de ***1%; *10%.

Fonte: Elaborada pelos autores

Os resultados Tabela 9 revelam que para as empresas europeias o NI foi positivo e estatisticamente significativo nos três modelos, ou seja, há apoio para a hipótese de que a internacionalização influencia positivamente o desempenho financeiro das empresas europeias (H₂). Em relação as variáveis NI² e NI³ não foram estatisticamente significantes, não sendo possível fazer inferências sobre a relação internacionalização x desempenho. Esse resultado corrobora Sun et al. (2019) que analisaram um conjunto de empresas americanas e Hejazi e Santor (2010) que verificaram uma amostra com empresas canadenses e encontraram um efeito positivo entre os construtos.

Por outro lado, difere de Miller et al. (2016) que analisaram empresas japonesas e Sun et al. (2014) que verificaram empresas europeias e encontraram uma relação não linear em forma de U, enquanto Rugman e Oh (2010) com uma amostra de empresas americanas e Ruigrok et al. (2007) com um conjunto de empresas da Suíça encontraram uma relação em forma de S entre os construtos. As variáveis de controle apontam nos Modelos 2 e 3, com significância de 1%, que o tamanho afeta de maneira positiva o desempenho financeiro, ao passo que o risco afeta negativamente.

Como as empresas europeias da amostra registraram níveis de internacionalização homogêneos é razoável supor que, essas empresas por obterem vantagens competitivas sobre seus concorrentes, em geral obtidas por uso de tecnologia avançada ou preferência de mercado, viam seu crescimento para absorver aumentos de produção (Bartlett, 2004), e isso acabou refletindo nas inserções dessas empresas em novos mercados. Nesse caso, ao ingressar em novos mercados, os benefícios marginais inerentes ao processo de internacionalização superam os custos marginais, com impacto positivo no desempenho da própria empresa (Li, 2007).

As empresas podem colher benefícios da expansão de suas operações internacionalmente, aproveitando sua vantagem de propriedade e localização específicas,

conforme postulado pela teoria do paradigma eclético (Dunning, 1998). Além disso, as empresas são capazes de utilizar seus recursos estratégicos durante a internacionalização para superar as imperfeições do mercado, como custos de informação, oportunismo e especificidade de ativos, maximizando assim seus lucros com as oportunidades resultantes (Buckley & Casson, 1988; Dunning, 1988), o que reforça a teoria da internalização.

No caso das empresas europeias, sugere-se que os custos de internacionalização são superados devido seus recursos estratégicos ao passo que nas empresas brasileiras, apesar de seus recursos estratégicos, as suas vantagens de propriedade e localização acabam por dificultar o processo de internacionalização.

Ribeiro, Serra e Bertolini (2016), por exemplo, destaca que a diversificação de negócios é uma boa alternativa para as empresas brasileiras alcançarem resultados satisfatórios em sua internacionalização. Para os autores, uma maior diversificação de negócios nas empresas amplia de forma considerável suas opções de entrada e de manutenção nos diversos setores de atividade.

A Tabela 10, demonstra os resultados da regressão linear múltipla da influência da internacionalização no desempenho financeiro (ROS) das empresas europeias.

Tabela 10

Influência da internacionalização no desempenho financeiro (ROS) das empresas europeias

Variável	Modelo 1 ROS	Modelo 2 ROS	Modelo 3 ROS
ROSt-1	-0,0507	0,0185	0,009
NI	4,5330**	1,3490	15,045
NI ²	-	-0,0919	11,890
NI ³	-	-	19,880
TAM	50,247**	38,279**	45,529**
CRESC	0,0015	0,0028	-0,0016
DIVERS	-25116	-17623	-12474
RISC	-15,257	11,357**	92,198**
ALAV	18,122	17,618	29,768
IDAD	-85,099	-78,973	-172,16
_constante	Omitida	Omitida	724,07
Covid 19	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos tempo	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos da firma	Sim	Sim	Sim
Nº de Observações	1158	1158	1158
J Hansen Test	38,88**	92,32**	68,19**
Wald Chi ²	74,81*	92,32*	68,19
Arellano-Bond AR (1)	-0,98**	-1,27	-1,28
Arellano-Bond AR (2)	-1,00	-1,06	-1,09

Significância ao nível de ***1%; **5%.

Fonte: Elaborada pelos autores

A tabela 10, evidencia que os modelos foram significantes (Wald Chi²). Entretanto, pelos menos um dos pressupostos do GMM-SYS foi violado em todos os modelos, exceto no modelo 1. Nota-se pelo modelo 1 que o nível de internacionalização (NI) apresentou significância estatística com o desempenho financeiro (ROS) nas empresas europeias. Esse achado coaduna com o de Gaur e Kumar (2009) e Jain et al. (2019). Assim, a partir dos resultados evidenciados, a H₁ (Em empresas brasileiras, a internacionalização afeta negativamente seu desempenho financeiro) foi aceita quando o desempenho financeiro é mensurado pelo ROA, ao passo que, a H₂ (Em empresas europeias, a internacionalização afeta

positivamente seu desempenho financeiro) também foi aceita tanto para o desempenho financeiro mensurado pelo ROA quanto pelo ROS.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa analisa a influência da internacionalização no desempenho financeiro das empresas brasileiras e europeias. A análise desses construtos entre o Brasil e os países da Europa, é essencial à medida que se trata de países institucionalmente distantes.

No que tange a internacionalização e o desempenho, os resultados demonstraram diferenças estatisticamente significantes entre as empresas brasileiras e europeias, sinalizando uma maior internacionalização e maior desempenho em empresas europeias comparativamente às empresas brasileiras. Ademais, os resultados da regressão, evidenciaram que a internacionalização afeta negativamente o desempenho financeiro das empresas brasileiras, quando mesurado pelo ROA, ao passo que nas empresas europeias a relação entre os construtos deu-se de forma positiva, tanto para o desempenho mesurado pelo ROA quanto pelo ROS.

Em termos gerais, a relação negativa entre a internacionalização e o desempenho financeiro (ROA) nas empresas brasileiras pode decorrer do fato de essas empresas enfrentarem forte concorrência no mercado internacional, além de apresentarem deficiência em relação as competências essenciais e ativos estratégicos necessários no processo de ingresso em novos mercados, refletindo na redução do ciclo de vida de seus produtos disponibilizados no ambiente em que atuam. Assim, ao ingressar em novos mercados, eventualmente os custos marginais inerentes ao processo de internacionalização superam os benefícios marginais, com impacto negativo no desempenho da própria empresa, tornando-se necessário diferenciais de competitividade capazes de alavancar seu nível de internacionalização até trazer crescimento positivo para os resultados empresariais.

No que tange as empresas europeias, devido às limitações de produção de seus mercados, procuram se internacionalizar na busca por economia de escala, insumos com menores custos, transferência de conhecimento entre as subsidiárias e redução dos riscos através da pulverização das operações em outros países. Tais benefícios podem ser obtidos desde o início do processo de internacionalização dessas empresas, na medida que podem ser impulsionados por sua tecnologia avançada ou preferência de mercado, impactando subsequentemente seu desempenho financeiro.

Ressalta-se, então, a contribuição da pesquisa no contexto brasileiro e no contexto europeu, em face das especificidades da realidade de cada país em termos econômicos e institucionais. A internacionalização, pode ou não impacta o desempenho financeiro das empresas, e isso, pode acontecer devido o país de origem da empresa. De acordo com Bloemer, Brijs e Kasper (2009), Koschate-Fischer, Diamantopoulos e Oldenkotte (2012) a imagem do país de origem pode ser uma ferramenta estratégica relevante exprimindo um componente intangível que pode influenciar diferentes decisões relacionadas ao país como viagens, investimentos, aquisição de produtos, além de ser visionado como sendo uma característica que afeta a disposição do consumidor a pagar mais.

Esse fator pode ser uma possível alternativa que possa explicar o resultado obtido pelas empresas brasileiras, uma vez que os consumidores não estão dispostos a comprar produtos que são originados de país emergentes, ao até mesmo pelo fato de o processo de internacionalização ser algo recente nas empresas brasileiras, que começaram esse processo de forma tardia (Andrade & Galina, 2013; Kirca et al., 2012).

Dessa forma, gerencialmente, destaca-se que é necessário entender como os vários fatores institucionais facilitam ou dificultam os resultados da internacionalização, assim como sua relação com o desempenho financeiro das empresas. Nesse cenário, este estudo ajuda os gestores a compreenderem melhor o processo de internacionalização, tendo em vista que seus benefícios não surgem repentinamente, principalmente em empresas de países desenvolvidos que precisam superar suas fraquezas competitivas e acessar mais oportunidades para adquirir tecnologias avançadas, ativos estratégicos, habilidades e recursos de gestão.

No entanto, salienta-se ainda que os resultados e considerações expostos, apresentam subsídios para análise de organizações somente no mercado das empresas brasileiras listadas na B3 e aquelas listadas na Nyse Euronext, limitando-se a essas organizações. Para pesquisas futuras, sugere-se o uso de medidas distintas para mensuração da internacionalização ou até mesmo a relação desta com outros fatores organizacionais relevantes para a tomada de decisão como a qualidade da informação, governança corporativa, ciclo de vida. Sugere-se ainda, a replicação do estudo em outros mercados para análise de semelhanças e diferenças considerando suas particularidades.

REFERÊNCIAS

- Albuquerque Filho, A. R., Garcia, E. A. R., Vasconcelos, A. C., & Lima, A. C. (2021). Efeito moderador da ambidestria da inovação na relação entre internacionalização e desempenho em empresas brasileiras e europeias. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 15(3), 329-353. <https://dx.doi.org/10.17524/repec.v15i3.2880>
- Albuquerque Filho, A.R, Freire, M.M.A, De Luca, M.M.M, & Vasconcelos, A.C (2020). Influência da internacionalização e da inovação na competitividade empresarial. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais (Internext)*, 15 (1), 1-18. <https://doi.org/10.18568/internext.v15i1.521>
- Almendra, R. S., de Vasconcelos, A. C., Silva, R. B., & De Luca, M. M. M. (2018). Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(3), 73-91. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i3.38090>
- Andrade, A. M. F. D., & Galina, S. V. R. (2013). Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(2), 239-262.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Asmarawati, S.G, & Pangeran, P. (2021). Gerenciamento de riscos baseado na ISO 31000 e Balanced Scorecard para melhorar o desempenho da empresa: um estudo de caso na

empresa de turismo e viagens da Indonésia YNK. *Jornal Internacional de Entendimento Multicultural e Multirreligioso*, 8 (3), 376-388. <http://dx.doi.org/10.18415/ijmmu.v8i3.2341>

- Barlett, C. A. (2004). Transnational management: Text, cases, and readings in cross-border management.
- Bausch, A., & Krist, M. (2007). The effect of context-related moderators on the internationalization-performance relationship: Evidence from meta-analysis. *Management international review*, 47(3), 319-347. <https://doi.org/10.1007/s11575-007-0019-z>
- Beamish, R. (1990). The Persistence of Inequality: An Analysis of Participation Patterns Among Canada's High-Performance Athletes. *International Review for the Sociology of Sport*, 25(2), 143-155.
- Bloemer, J., Brijs, K., & Kasper, H. (2009). The CoO-ELM model: A theoretical framework for the cognitive processes underlying country of origin-effects. *European Journal of Marketing*. <https://doi.org/10.1108/03090560910923247>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bowen, H. P., & Wiersema, M. F. (2007). International and product diversification: Their interrelationship and impact on firm performance. *Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper*, 6(1), 1-49.
- Bowen, H. P. (2007). The empirics of multinationality and performance. In *Regional aspects of multinationality and performance*. Emerald Group Publishing Limited, 12(3), 113-142. [https://doi.org/10.1016/S1064-4857\(07\)13006-](https://doi.org/10.1016/S1064-4857(07)13006-)
- Bowen, H. P., & Wiersema, M. F. (2007). International and product diversification: Their interrelationship and impact on firm performance. *Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper*, 6(1), 1-49.
- Brida, J. G., Driha, O., Ramón-Rodríguez, A. B., & Such-Devesa, M. J. (2016). The inverted-U relationship between the degree of internationalization and the performance: The case of Spanish hotel chains. *Tourism Management Perspectives*, 17, 72-81. <https://doi.org/10.1016/j.tmp.2015.12.016>
- Buckley, P. J., & Casson, M. C. (1998). Analyzing foreign market entry strategies: Extending the internalization approach. *Journal of international business studies*, 29, 539-561.
- Buckley, P. J. (2002). Is the international business research agenda running out of steam?. *Journal of international business studies*, 33(2), 365-373. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8491021>
- Buckley, P. J., & Casson, M. C. (1998). Analyzing foreign market entry strategies: Extending the internalization approach. *Journal of international business studies*, 29(3), 539-561. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490006>



- Campbell, J. T., Eden, L., & Miller, S. R. (2012). Multinationals and corporate social responsibility in host countries: Does distance matter? *Journal of International Business Studies*, 43(1), pp. 84-106. Doi: <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.45>
- Carneiro, J., & Dib, L. A. (2007). Avaliação comparativa do escopo descritivo e explanatório dos principais modelos de internacionalização de empresas. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais (Internext)*, 2(1), 1-25.
- Chang, J. (2007). International expansion path, speed, product diversification and performance among emerging-market MNEs: evidence from Asia-Pacific multinational companies. *Asian Business & Management*, 6(4), 331-353. <https://doi.org/10.1057/palgrave.abm.9200228>
- Chang, S. J., & Rhee, J. H. (2010). Rapid FDI expansion and firm performance. *Journal of International Business Studies*, 42, 979-994. <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.30>
- Chang, S. J., & Rhee, J. H. (2011). Rapid FDI expansion and firm performance. *Journal of International Business Studies*, 42(8), 979-994. <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.30>
- Chen, H., & Hsu, C. W. (2010). Internationalization, resource allocation and firm performance. *Industrial Marketing Management*, 39(7), 1103-1110. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2009.10.001>
- Chen, S., & Tan, H. (2012). Region effects in the internationalization–performance relationship in Chinese firms. *Journal of world business*, 47(1), 73-80. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2010.10.022>
- Coad, A., Holm, J. R., Krafft, J., & Quatraro, F. (2018). Firm age and performance. *Journal of Evolutionary Economics*, 28, 1-11.
- Contractor, F. J., Kumar, V., & Kundu, S. K. (2007). Nature of the relationship between international expansion and performance: The case of emerging market firms. *Journal of World Business*, 42(4), 401-417. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2007.06.003>
- Deng, Z., Kim, D., & Yuan, X. (2016). Assessing endogeneity issues in international marketing research. *International Marketing Review*, 33, 483-512. <https://doi.org/10.1108/IMR-02-2015-0020>
- Dunning, J. H. (1980). Toward an eclectic theory of international production: Some empirical tests. *Journal of international business studies*, 11(1), 9-31.
- Dunning, J. H. (1988). The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions. *Journal of international business studies*, 19(1), 1-31. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490372>
- Garbe, J. N., & Richter, N. F. (2009). Causal analysis of the internationalization and performance relationship based on neural networks—advocating the transnational structure. *Journal of international management*, 15(4), 413-431. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2008.10.002>



- Gaur, A. S., & Kumar, V. (2009). International diversification, business group affiliation and firm performance: Empirical evidence from India. *British Journal of Management*, 20(2), 172-186. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00558.x>
- Gaur, A. S., Kumar, V., & Singh, D. (2014). Institutions, resources, and internationalization of emerging economy firms. *Journal of World Business*, 49(1), 12-20. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2013.04.002>
- Hamilton, B. H., & Nickerson, J. A. (2003). Correcting for endogeneity in strategic management research. *Strategic organization*, 1(1), 51-78. <https://doi.org/10.1177/1476127003001001218>
- Hejazi, W., & Santor, E. (2010). Foreign asset risk exposure and performance: An analysis of Canadian banks. *Journal of International Business Studies*, 41(5), 845-860. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.86>
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y., & Qin, Y. (2021). The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments. *The British Accounting Review*, 53(5), 100989. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.100989>
- Honório, L. C. (2009). Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 162-175.
- Hsu, C. C., & Pereira, A. (2008). Internationalization and performance: The moderating effects of organizational learning. *Omega*, 36(2), 188-205. <https://doi.org/10.1016/j.omega.2006.06.004>
- Jain, N. K., Celso, S., & Kumar, V. (2019). Internationalization speed, resources and performance: Evidence from Indian software industry. *Journal of Business Research*, 95, 26-37. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.09.019>
- Jean, R. J. B., Deng, Z., Kim, D., & Yuan, X. (2016). Assessing endogeneity issues in international marketing research. *International Marketing Review*, 33(3), 483-512. <https://doi.org/10.1108/IMR-02-2015-0020>
- Kirca, A. H., Hult, G. T. M., Deligonul, S., Perry, M. Z., & Cavusgil, S. T. (2012). A multilevel examination of the drivers of firm multinationality: A meta-analysis. *Journal of Management*, 38(2), 502-530.
- Kobrin, S. J. (1991). An empirical analysis of the determinants of global integration. *Strategic Management Journal*, 12(S1), 17-31.
- Koschate-Fischer, N., Diamantopoulos, A., & Oldenkotte, K. (2012). Are consumers really willing to pay more for a favorable country image? A study of country-of-origin effects on willingness to pay. *Journal of International Marketing*, 20(1), 19-41.
- Lee, S., Upneja, A., Özdemir, Ö., & Sun, K. A. (2014). A synergy effect of internationalization and firm size on performance: US hotel industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-09-2012-0173>



- Li, L. (2007). Multinationality and performance: A synthetic review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 117-139.
- Lin, W. T., Liu, Y., & Cheng, K. Y. (2011). The internationalization and performance of a firm: Moderating effect of a firm's behavior. *Journal of international management*, 17(1), 83-95.
- Lin, W. T., & Cheng, K. Y. (2013). Upper echelon compensation, performance, and the rhythm of firm internationalization. *Management Decision*, 51(7), 1380-1401. <https://doi.org/10.1108/MD-04-2012-0291>
- Lu, J. W., & Beamish, P. W. (2004). International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. *Academy of management journal*, 47(4), 598-609.
- Lu, J. W., & Beamish, P. W. (2001). The internationalization and performance of SMEs. *Strategic management journal*, 22(6-7), 565-586.
- Luo, Y., & Tung, R. L. (2007). International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. *Journal of international business studies*, 38(4), 481-498.
- Mathews, J. A. (2006). Dragon multinationals: New players in 21st century globalization. *Asia Pacific journal of management*, 23(1), 5-27.
- Miller, S. R., Lavie, D., & Delios, A. (2016). International intensity, diversity, and distance: Unpacking the internationalization–performance relationship. *International Business Review*, 25(4), 907-920. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.12.003>
- Morck, R., & Yeung, B. (1991). Why investors value multinationality. *Journal of Business*, 165-187.
- Moura, G. D., Mecking, D. V., & Scarpin, J. E. (2013). Competitividade de mercado, ativos intangíveis e eficiência na combinação dos ativos fixos em companhias abertas listadas na BM&Fbovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(3), 19-35. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v32i3.18406>
- Octaviana, L., Hasnawati, S., & Hendrawaty, E. (2019). The Analysis Effect of Leverage, Asymmetric Information and Corporate Governance to Firm Value in Manufacture Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Entrepreneurship*, 2(1), 89-96.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: The Free Press. 557.
- Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1994). Strategy as a field of study: Why search for a new paradigm?. *Strategic management journal*, 15(S2), 5-16. <https://doi.org/10.1002/smj.4250151002>
- Ribeiro, I., Serra, F. A. R., & Bertolini, G. R. F. (2016). Influências da experiência internacional e da diversificação de negócios no grau de internacionalização das Multinacionais Brasileiras. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais: Internext*, 11(3), 36-48.



- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The stata journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Rugman, A. M., & Oh, C. H. (2010). Does the regional nature of multinationals affect the multinationality and performance relationship?. *International Business Review*, 19(5), 479-488. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2009.02.012>
- Ruigrok, W., Amann, W., & Wagner, H. (2007). The internationalization-performance relationship at Swiss firms: A test of the S-shape and extreme degrees of internationalization. *Management International Review*, 47(3), 349-368. <https://doi.org/10.1007/s11575-007-0020-6>
- Sonza, I. B., & de Oliveira Kloeckner, G. (2014). Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. *Revista de Administração*, 49(2), 322-338. <https://doi.org/10.5700/rausp1149>
- Stal, E. (2010). Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas. *INMR-Innovation & Management Review*, 7(3), 120-149
- Souza, E. C. L., & Fenili, R. R. (2012). Internacionalização de empresas: perspectivas teóricas e agenda de pesquisa. *Revista de Ciências da Administração*, 103-118.
- Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of international business studies*, 25(2), 325-342. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490203>
- Sun, W., Price, J., & Ding, Y. (2019). The longitudinal effects of internationalization on firm performance: The moderating role of marketing capability. *Journal of Business Research*, 95, 326-337. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.014>
- Sun, X. Q., Shen, H. W., & Cheng, X. Q. (2014). Trading network predicts stock price. *Scientific reports*, 4(1), 3711. <https://doi.org/10.1038/srep03711>
- Tang, C., Tang, Y., & Su, S. (2019). R&D internationalization, product diversification and international performance for emerging market enterprises: An empirical study on Chinese enterprises. *European Management Journal*, 37(4), 529-539. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2018.11.003>
- Thomas, D. E., & Eden, L. (2004). What is the shape of the multinationality-performance relationship?. *Multinational Business Review*, 12(1), 89-110. <https://doi.org/10.1108/1525383X200400005>
- Thomas, D. E. (2006). International diversification and firm performance in Mexican firms: a curvilinear relationship?. *Journal of Business Research*, 59(4), 501-507.
- Tsai, C. T.; Chen, K. F. (2010). When transformational leadership and learning orientation impact on innovation behavior: the importance of ambidextrous organization. *Paper presented at the International Conference on Business and Information*, 34(4), 529-539.



- Verbeke, A., Li, L., & Goerzen, A. (2009). Toward more effective research on the multinationality-performance relationship. *Management International Review*, 49(2), 149-161. <https://doi.org/10.1007/s11575-008-0133-6>
- Vernon, R. (1971). Sovereignty at bay (pp. 44-59). Pelican.
- Viana, D. B. C. C., Caixe, D. F., & Ponte, V. R. M. R. (2019). Efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre concentração de controle e valor de mercado: evidências empíricas na América Latina. *BBR. Brazilian Business Review*, 16, 400-415. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.4.6>
- Wei, S. Y., & Lin, L. W. (2021). The Relationship between Extent of Internationalization and Firm Performance (Taiwan 1992–2017). *Mathematical Problems in Engineering*, 2021, 1-20.
- Welch, L. S., & Luostarinen, R. (1988). Internationalization: Evolution of a concept. *Journal of general management*, 14(2), 34-55. <https://doi.org/10.1177/030630708801400203>
- Wiersema, M. F., & Bowen, H. P. (2011). The relationship between international diversification and firm performance: why it remains a puzzle. *Global Strategy Journal*, 1(1-2), 152-170. <https://doi.org/10.1002/gsj.5>
- Wooldridge, J. M. (2001). Applications of generalized method of moments estimation. *Journal of Economic perspectives*, 15(4), 87-100.
- Zhou, C. (2018). Internationalization and performance: evidence from Chinese firms. *Chinese Management Studies*, 37(4), 529-539. <https://doi.org/10.1108/CMS-02-2021-0069>