

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

ALOISIO PEREIRA JÚNIOR

**PERSPECTIVA CONTINGENTE E VALOR ESTRATÉGICO DO CAIXA NA
RELAÇÃO ENTRE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DOS NEGÓCIOS E
DESEMPENHO ORGANIZACIONAL**

UBERLÂNDIA

2022

ALOISIO PEREIRA JÚNIOR

**PERSPECTIVA CONTINGENTE E VALOR ESTRATÉGICO DO CAIXA NA
RELAÇÃO ENTRE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DOS NEGÓCIOS E
DESEMPENHO ORGANIZACIONAL**

Tese apresentada à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito para obtenção do título de doutor em Administração.

Área de concentração: Gestão Organizacional e Regionalidade

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira

UBERLÂNDIA

2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

P436p
2022

Pereira Júnior, Aloisio, 1986-

Perspectiva contingente e valor estratégico do caixa na relação entre diversificação geográfica dos negócios e desempenho organizacional [recurso eletrônico] / Aloisio Pereira Júnior. - 2022.

Orientador: Vinícius Silva Pereira.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2023.7001>

Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Pereira, Vinícius Silva, 1982-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

André Carlos Francisco
Bibliotecário – CRB-6/3408


UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração
 Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902
 Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br


ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico, número 02, PPGADM				
Data:	21 de dezembro de 2022	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:	18:00
Matrícula do Discente:	11923ADM002				
Nome do Discente:	Aloísio Pereira Júnior				
Título do Trabalho:	PERSPECTIVA CONTINGENTE E VALOR ESTRATÉGICO DO CAIXA NA RELAÇÃO ENTRE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DOS NEGÓCIOS E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniu-se na webconferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores Doutores: Marcelo Fodra (FAGEN/UFU), Antonio Sérgio Torres Penedo (FAGEN/UFU), Thayse Machado Guimarães (IFTM), Donizete Reina (PPGCON/UFES), André Barra Neto (PPGGO/UFCat) e Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira (FAGEN/UFU), orientador do candidato.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. Vinícius Silva Pereira, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

Aprovado

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Vinícius Silva Pereira, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/12/2022, às 18:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Antônio Sérgio Torres Penedo, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/12/2022, às 18:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Fodra, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/12/2022, às 18:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Donizete Reina, Usuário Externo**, em 22/12/2022, às 08:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Thayse Machado Guimarães, Usuário Externo**, em 22/12/2022, às 16:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **André Barra neto, Usuário Externo**, em 27/12/2022, às 12:42, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4114527** e o código CRC **9FA6A547**.

Às minhas flores amadas Tânia, Maria Flor e Ana Rosa.

AGRADECIMENTOS

Ao Mestre, por me conceder a vida e a oportunidade de poder realizar mais este objetivo, que ao longo da vida parecia distante ou talvez inatingível.

À minha família, por me ensinar os valores e princípios basilares para o exercício da cidadania.

À minha esposa, Tânia, pelo companheirismo, pela força e pelo amor no curso deste longo trajeto, por remar o barco junto comigo. Chegar até aqui só foi possível pela sua genialidade em utilizar o tempo a nosso favor.

Às minhas filhas, Maria Flor e Ana Rosa, inspiração que faz a vida ter ainda mais sentido.

Ao meu orientador, Vinícius Silva Pereira, pela atenção, pelo respeito, pela serenidade e competência em me auxiliar a desenvolver esta tese.

Aos membros da banca de qualificação, Antônio Penedo e Marcelo Fodra pelas relevantes contribuições a este trabalho e aos membros da banca de defesa, Thayse Machado, André Barra e Donizete Reina por terem dedicado um tempo dentro de seus afazeres para participarem deste importante momento na minha formação acadêmica.

Ao PPGA e à coordenação, pelo profissionalismo e pela seriedade em ofertar um excelente programa de Doutorado em Administração, que busca tratar com responsabilidade a educação pública, resultando em um ensino de qualidade.

Ao Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Triângulo Mineiro – IFTM – por me apoiar com o afastamento para a conclusão do Doutorado, especificamente no período de escrita da tese.

Os lábios da sabedoria estão fechados, exceto aos ouvidos do
Entendimento.
O Caibalion

RESUMO

O estudo da relação entre diversificação internacional e desempenho organizacional é bastante explorado na literatura de negócios internacionais, porém estudos anteriores têm apresentado resultados inconclusivos. Além disso, o estudo da diversificação geográfica dos negócios dentro de um mesmo país, neste estudo, denominada diversificação regional, ainda se encontra em um estágio ainda incipiente. Portanto, na presente tese estruturada em três ensaios, um teórico e dois empíricos, foram analisados os efeitos da diversificação geográfica internacional e regional no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3. No primeiro ensaio, com base na hipótese *Upstream-Downstream*, teoria da Contingência e Visão Baseada em Recursos (VBR) pretendeu-se fazer uma revisão da literatura para propor um *framework* para analisar os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas com base no dinamismo, na complexidade e munificência do seu ambiente operacional. No segundo ensaio, realizou-se um estudo empírico para verificar se a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas é mediada pela moderação entre caixa e contingências ambientais. Foram analisadas empresas exportadoras brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2020 e realizadas análises multivariadas com dados em painel com efeitos fixos e dinâmicos, nesse caso, utilizando-se o método System-GMM, por meio do modelo de mediação moderada proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005). Os resultados indicam que o caixa, moderado pela instabilidade e crescimento do setor, medeia a relação entre a diversificação internacional e o desempenho das empresas exportadoras. Os achados sugerem que os gestores de empresas exportadoras devem analisar os custos e benefícios da liquidez na expansão dos negócios para o mercado externo, levando em consideração o ambiente de tarefas no qual a empresa atua. No terceiro ensaio, no âmbito da diversificação regional, buscou-se verificar se a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais da cidade da subsidiária influencia o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, conforme a localização da (s) sua (s) subsidiária (s), com dados do ano de 2020. A análise dos dados foi realizada por meio de regressões lineares múltiplas, pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os resultados mostram que a interação entre o caixa e tamanho de mercado da cidade de localização da subsidiária da empresa tem relação com o seu desempenho. Como análise complementar verificou-se que o tamanho de mercado e o desenvolvimento sustentável do local da sede da empresa estão negativa e positivamente associados, respectivamente, com o desempenho das empresas da amostra. Assim, no presente trabalho defende-se a tese de que o caixa moderado pelas contingências ambientais medeia a relação entre diversificação internacional e desempenho, assim como o caixa modera a relação entre os determinantes de localização subnacional e desempenho organizacional.

Palavras-chave: Diversificação Internacional; Diversificação Regional; Contingências Ambientais; Determinantes de Localização Subnacional; Desempenho Organizacional.

ABSTRACT

The study of the relationship between international diversification and organizational performance is widely explored in the international business literature, but previous studies have shown inconclusive results. In addition, the study of geographic diversification of businesses within the same country, in this study, called regional diversification, is still at an incipient stage. Therefore, in this thesis structured in three essays, one theoretical and two empirical, the effects of international and regional geographic diversification on the performance of Brazilian companies listed on B3 were analyzed. In the first essay, based on the Upstream-Downstream hypothesis, Contingency theory and Resource-Based View (RBV) it was intended to review the literature to propose a framework to analyze the effects of international diversification on the performance of companies based on dynamism, in the complexity and munificence of its operational environment. In the second essay, an empirical study was carried out to verify whether the relationship between international diversification and firm performance is mediated by the moderation between cash and environmental contingencies. Brazilian export companies listed on B3 were analyzed from 2010 to 2020 and multivariate analyzes were performed with panel data with fixed and dynamic effects, in this case, using the System-GMM method, through the moderate mediation model proposed by Muller, Judd and Yzerbyt (2005). The results indicate that cash, moderated by the sector's instability and growth, mediates the relationship between international diversification and the performance of exporting companies. The findings suggest that managers of exporting companies should analyze the costs and benefits of liquidity in expanding business to the foreign market, taking into account the task environment in which the company operates. In the third essay, within the scope of regional diversification, we sought to verify whether the interaction of cash with the location determinants of the subnational regions of the subsidiary's city influences the performance of Brazilian companies listed on B3, according to the location of their (s) subsidiary(s), with data from the year 2020. Data analysis was performed using multiple linear regressions, using the Ordinary Least Squares (OLS) method. The results show that the interaction between cash and market size of the company's subsidiary's location city is related to its performance. As a complementary analysis, it was verified that the market size and the sustainable development of the company's headquarters location are negatively and positively associated, respectively, with the performance of the companies in the sample. Thus, in this paper, the thesis is defended that cash moderated by environmental contingencies mediates the relationship between international diversification and performance, just as cash moderates the relationship between the determinants of subnational location and organizational performance.

Keywords: International Diversification; Regional Diversification; Environmental Contingencies; Subnational Location Determinants; Organizational Performance.

LISTA DE FIGURAS E QUADROS

Figura 1: Estruturação dos cenários da diversificação internacional <i>versus</i> dimensões ambientais.....	29
Figura 2: Modelo conceitual: diversificação internacional e desempenho com dinamismo/complexidade ambientais.....	30
Figura 3: Modelo conceitual: diversificação internacional e desempenho organizacional com munificência ambiental.....	33
Figura 4: Diversificação internacional e desempenho: modelo conceitual.....	46
Figura 5: Efeitos moderadores do ambiente de tarefas da empresa.....	55
Figura 6: Determinantes de localização da região subnacional, caixa e desempenho: modelo conceitual.....	71
Figura 7: Efeitos Moderadores da retenção de caixa da empresa.....	79
Quadro 1: Dimensões ambientais e suas respectivas mensurações.....	27
Quadro 2: Sistematização dos resultados por cenário.....	35
Quadro 3: Variáveis do estudo de diversificação internacional.....	48
Quadro 4: Variáveis do estudo de diversificação regional.....	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Médias, desvios-padrão e correlações.....	51
Tabela 2: Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Dinamismo (instabilidade).....	52
Tabela 3: Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Munificência (capacidade).....	52
Tabela 4: Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Munificência (crescimento).....	53
Tabela 5: Resultados da análise de efeitos fixos e GMM-System para os modelos de mediação moderada.....	57
Tabela 6: Médias, desvios-padrão e correlações.....	74
Tabela 7: As dez cidades com maior e menor população e IDSC – local da sede.....	75
Tabela 8: As dez cidades com maior e menor população e IDSC – local da subsidiária.....	75
Tabela 9: Distribuição das empresas por mesorregiões brasileiras.....	76
Tabela 10: Resultados das regressões referentes à localização da sede e subsidiária.....	78

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
CAI	Retenção de Caixa
CAP	Capacidade
CGL	Capital de Giro Líquido
CNAE	Código Nacional de Atividades Econômicas
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CRE	Crescimento
DAV	Despesas Administrativas e de Vendas
END	Endividamento
EXP	Grau de Internacionalização
FLC	Fluxo de Caixa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICC	Coefficiente de Correlação Intraclasse
IDSC-BR	Índice de Desenvolvimento Sustentável das Cidades
INST	Instabilidade
INV	Investimento
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
ONU	Organização das Nações Unidas
PCS	Programa Cidades Sustentáveis
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
POP	População da Região Subnacional
RLM	Regressão Linear Multinível
ROA	Retorno sobre Ativos
ROE	Retorno sobre Patrimônio Líquido
SDSN	<i>Sustainable Development Solution Network</i>
TAM	Tamanho da firma
VBR	Visão Baseada em Recursos
VEN	Crescimento das Vendas
FIV	Fatores de Inflação de Variância

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 2: VISÃO BASEADA EM RECURSOS E PERSPECTIVA CONTINGENTE NA RELAÇÃO ENTRE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DOS NEGÓCIOS E DESEMPENHO FINANCEIRO	17
2 Introdução do Capítulo 2	17
2.1 Diversificação geográfica dos negócios e desempenho financeiro	19
2.1.1 Diversificação internacional: hipótese <i>upstream-downstream</i>	21
2.1.2 Diversificação internacional e desempenho financeiro: perspectiva contingente.....	22
2.1.3 Diversificação internacional e desempenho financeiro: VBR	24
2.2 Ambiente operacional das empresas	26
2.3 Diversificação internacional e as dimensões ambientais do país de origem	28
2.3.1 Diversificação internacional e o dinamismo/complexidade do país de origem	29
2.3.2 Diversificação internacional e a munificência do país de origem	32
2.4 Considerações Finais	36
CAPÍTULO 3: OS EFEITOS DA DIVERSIFICAÇÃO INTERNACIONAL, CAIXA E CONTINGÊNCIAS AMBIENTAIS NO DESEMPENHO SOB A ÓTICA DA MEDIÇÃO MODERADA	38
3 Introdução do Capítulo 3	38
3.1 Referencial teórico	40
3.1.1 Diversificação internacional e desempenho	40
3.1.2 A relação entre diversificação internacional e retenção de caixa	42
3.1.3 A relação entre diversificação internacional e desempenho com efeito mediador do caixa moderado pelas contingências ambientais	43
3.2 Métodos	47
3.2.1 Dados e amostra	47
3.2.2 Variáveis do estudo	48
3.2.3 Técnica analítica	50
3.3 Discussão dos resultados	51
3.3.1 Teste de robustez	57
3.4 Considerações Finais	58
CAPÍTULO 4: OS EFEITOS DOS FATORES DE LOCALIZAÇÃO DAS REGIÕES SUBNACIONAIS E CAIXA NO DESEMPENHO	61
4 Introdução do Capítulo 4	61
4.1 Referencial teórico	64
4.1.1 Regiões subnacionais e desempenho.....	64

4.1.2 Determinantes de localização, caixa e desempenho	68
4.2 Métodos.....	71
4.2.1 Dados e Amostra.....	71
4.2.2 Variáveis do estudo	72
4.3 Discussão dos resultados	74
4.4 Considerações Finais	80
CAPÍTULO 5: CONCLUSÃO	82
REFERÊNCIAS	85

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

A empresa pode expandir o seu negócio pela diversificação geográfica dentro de um país (diversificação regional) e entre países (diversificação internacional). Por mais de 40 anos os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas têm sido objeto de estudo de pesquisadores da área de negócios internacionais com resultados inconclusivos. Além disso, de forma ainda incipiente, pesquisas também têm estudado a diversificação geográfica utilizando os conceitos de diversificação internacional para investigarem a diversificação regional (TSAI; REN; EISINGERICH, 2018).

A diversificação internacional pode ser uma importante estratégia de crescimento (LIN et al., 2018) e redução de riscos para as empresas (RUGMAN, 1976; KWOK; REEB, 2000), conforme preceitua a hipótese *Upstream-downstream*. Para reduzir os riscos e a pressão competitiva, a tendência é de que empresas de uma economia emergente se internacionalizem para outros mercados (LIN, 2018), pois enfrentam desafios e incertezas devido à imaturidade do mercado doméstico e às mudanças estruturais da economia (NACHUM, 2004). Com isso, características do ambiente das empresas podem permitir ou exigir que elas busquem e explorem as oportunidades de diversificação internacional (RUIGROK et al., 2013).

A teoria Contingencial dispõe que a eficácia da organização está ligada à conformidade entre as suas características internas e contingências externas (WANG; SINGH, 2014). Nesse sentido, a combinação de recursos e o ambiente organizacional influenciam o desempenho da empresa (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020). Em adição, segundo a teoria Visão Baseada em Recursos (VBR), a forma com que as empresas utilizam seus recursos pode garantir crescimento e vantagem competitiva (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991). Nesse sentido, é crescente o número de empresas que entendem o caixa como um relevante recurso para assegurar o processo de crescimento e desenvolvimento do negócio, sem estarem sujeitas a restrições financeiras (ROCCA; CAMBREA, 2018).

Apesar de a relação entre a retenção de caixa e desempenho das empresas ser bastante explorada por pesquisas anteriores (por exemplo, FRESARD, 2010; FORTI; PEIXOTO; FREITAS, 2011; ROCCA; CAMBREA, 2018; ROCCA et al., 2019; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020; DOAN, 2020), o caixa não foi estudado no contexto de diversificação regional, bem como no de diversificação internacional e contingências ambientais (ambiente de tarefas organizacionais).

Na presente pesquisa, o ambiente de tarefas organizacionais, conforme Dess e Beard (1984), é classificado em três dimensões: dinamismo, complexidade e munificência. O

dinamismo ambiental está associado à taxa de imprevisibilidade da mudança no ambiente externo das organizações; a complexidade é conceituada como o grau de heterogeneidade das atividades ambientais que a empresa desenvolve para assegurar a sua sobrevivência no ambiente; e a munificência é o nível de escassez ou abundância de recursos críticos necessários às atividades e ao desenvolvimento sustentável das organizações.

Pelo exposto, indaga-se que influência a diversificação internacional/regional, o caixa e as contingências ambientais exercem sobre o desempenho das empresas, sendo o caixa analisado sob a perspectiva da mediação entre diversificação internacional e desempenho e também sob o ponto de vista da moderação na relação entre determinantes de localização das regiões subnacionais e desempenho. Região subnacional pode ser um estado federado ou uma província, por exemplo (HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020).

Portanto, os objetivos da pesquisa consistem, primeiro, em fazer uma revisão da literatura para apresentar um *framework* para analisar os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas com base no dinamismo, na complexidade e munificência do ambiente de tarefas das empresas, integrando os aspectos teóricos da hipótese *Upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR. Em segundo lugar, realizar um estudo empírico para verificar se a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas é mediada pela moderação entre caixa e contingências ambientais e, em terceiro lugar, verificar se a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais da cidade da subsidiária influencia o desempenho das empresas.

Com isso, assume-se, no presente trabalho, a tese de que a interação do caixa com as contingências ambientais medeia a relação entre a diversificação internacional e desempenho, assim como o caixa modera a relação entre os determinantes de localização das regiões subnacionais e desempenho das empresas.

Para alcançar os seus objetivos a tese é estruturada em três ensaios, sendo um ensaio teórico e dois empíricos, cada um representado por um capítulo.

No primeiro ensaio, capítulo 2, é proposto um *framework* para analisar os efeitos da diversificação internacional e contingências ambientais no desempenho financeiro das empresas de países emergentes. Com base na hipótese *Upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR, propõe-se que o grau de dinamismo, complexidade e munificência ambiental do país de origem das empresas multinacionais influencia os efeitos do grau de diversificação internacional no desempenho financeiro, com resultados distintos em função do ambiente de tarefas organizacionais do país de origem.

No segundo ensaio, capítulo 3, investiga-se a utilização do caixa como um recurso estratégico para as empresas aproveitarem as oportunidades da diversificação internacional e enfrentarem as contingências ambientais. A partir de análises realizadas por meio de regressões de dados em painel com empresas exportadoras listadas na B3, seguindo o procedimento metodológico proposto por Baron e Kenny (1986) e Muller, Judd e Yzerbyt (2005) para a análise da mediação moderada, sugere-se que o caixa moderado pelo ambiente de tarefas das empresas medeia a relação entre diversificação internacional e desempenho.

No terceiro ensaio, capítulo 4, aborda-se a utilização do caixa como variável moderadora na relação entre determinantes de localização das regiões subnacionais e desempenho. A partir de análises realizadas por meio de regressões lineares múltiplas com empresas listadas na B3, sugere-se que o caixa é um recurso versátil e estratégico para as empresas se diversificarem regionalmente.

Desse modo, ao se investigar a liquidez no contexto da diversificação internacional/regional, das contingências ambientais no país de origem das empresas e determinantes de localização das regiões subnacionais em que as suas subsidiárias estão inseridas, a tese contribui oferecendo evidências empíricas dos efeitos do caixa na relação entre diversificação internacional/regional e desempenho.

A pesquisa contribui para a teoria por expandir os estudos dos efeitos da diversificação internacional/regional no resultado das empresas, sugerindo que a liquidez tem valor estratégico para as empresas no processo de expansão dos negócios, incluindo, principalmente, a variável caixa como mediadora na relação entre diversificação internacional e desempenho. Também por aplicar os conceitos de diversificação internacional ao se investigar os efeitos da diversificação regional no desempenho das empresas, o que ainda é emergente na literatura.

A contribuição empírica da pesquisa reside no fato de se examinar o ajuste estratégico do caixa da empresa no processo de diversificação internacional/regional, considerando o ambiente de tarefas do país de origem da empresa, bem como os determinantes de localização das regiões subnacionais, levando a implicações práticas importantes sobre o processo de tomada de decisão de constituição e gestão da liquidez. Os gestores devem analisar as contingências ambientais e os determinantes de localização das regiões subnacionais na definição do nível de reservas de caixa para garantirem a expansão dos negócios e aumentarem o desempenho da empresa.

A pesquisa contribui para a sociedade, pois examina a diversificação dos negócios das empresas em função do ambiente de tarefas organizacional. A diversificação das empresas para ambientes econômicos mais estáveis e generosos em recursos pode contribuir para o aumento

do desempenho e consequentes investimentos. Junto à diversificação dos negócios pode-se fomentar a criação de emprego, geração de renda e o estabelecimento de políticas públicas de fomento do capital de giro das empresas no processo de diversificação dos negócios.

Por fim, como a pesquisa analisa o desempenho das empresas em função dos determinantes de localização das regiões subnacionais e caixa por região geográfica, contribui para o entendimento de como o ambiente e a diversificação regional podem contribuir para o desempenho das empresas. É possível identificar as regiões/ambientes mais adequados para as empresas diversificarem os seus negócios. Regiões com maior atratividade de mercado e desenvolvimento econômico podem ser potenciais destinos de investimentos e atividades empresariais, incentivando investimento público em melhorias das condições socioeconômicas das regiões para atratividade de empresas.

CAPÍTULO 2: VISÃO BASEADA EM RECURSOS E PERSPECTIVA CONTINGENTE NA RELAÇÃO ENTRE DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DOS NEGÓCIOS E DESEMPENHO FINANCEIRO

Resumo do Capítulo 2

Recentes meta-análises mostraram que a relação entre diversificação internacional e desempenho pode ser moderada pelo ambiente no qual a empresa está inserida. Segundo a Teoria Contingencial, o desempenho das empresas depende do ajuste entre a estrutura, processos e ambiente organizacional. Conforme a Teoria Visão Baseada em Recursos, a forma com que a empresa gerencia os seus recursos contribui para o seu crescimento e garantia de vantagem competitiva, sendo que os recursos podem ser acessados no ambiente onde a empresa atua. Assim, o presente ensaio teórico propõe um *framework* teórico para analisar os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas com base no dinamismo, complexidade e munificência do ambiente operacional das empresas, integrando os aspectos teóricos da hipótese Upstream-downstream, teoria Contingencial e VBR. Este trabalho contribui com a teoria propondo a integração de aspectos teóricos de diferentes teorias na análise da relação entre diversificação internacional e desempenho e permitindo o delineamento de oportunidades de futuras pesquisas.

Palavras-chave: Diversificação Internacional; Desempenho; Recursos; Ambiente.

2 Introdução do Capítulo 2

A diversificação geográfica constitui-se de uma estratégia de redução de risco (RUGMAN, 1976) e de aumento do desempenho (LIN et al., 2018). Porém, não basta se diversificar internacionalmente, segundo a hipótese *Upstream-downstream*, a mitigação do risco depende do local de origem e de destino das operações das empresas (KWOK; REEB, 2000). Para reduzir riscos e a pressão competitiva, a tendência é de que empresas de uma economia emergente se diversifique para outros mercados (LIN et al., 2018), pois enfrentam desafios e incertezas devido à imaturidade do mercado doméstico e mudanças estruturais da economia (NACHUM, 2004).

Nesse contexto, características do ambiente das empresas podem permitir ou exigir que elas busquem e explorem as oportunidades de diversificação internacional (RUIGROK et al., 2013). De acordo com a teoria Contingencial, o desempenho das empresas depende do ajuste entre a estrutura, os processos e o ambiente organizacional (DRAZIN; VAN De VEN, 1985).

Dess e Beard (1984) classificaram o ambiente organizacional em três dimensões: munificência, dinamismo e complexidade. A munificência ambiental se diferencia de dinamismo e complexidade, uma vez que o ambiente dinâmico é mais desafiador e o complexo mais difícil de gerenciar (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), portanto prejudiciais ao

desempenho (BAUM; WALLY, 2003). Já a munificência ambiental se refere à escassez ou abundância de recursos críticos necessários a apoiar o crescimento sustentável das empresas (ALDRICH, 1979; CASTROGIOVANNI, 1991).

Assim, sob a perspectiva contingencial, em ambientes dinâmicos e complexos, as empresas se diversificam internacionalmente para reduzirem o risco (KWOK; REEB, 2000) e melhorarem o seu desempenho (NACHUM, 2004; LIN et al., 2018). A diversificação internacional pode gerar efeitos positivos no desempenho, pois permite às organizações explorarem mercados existentes em diferentes países (YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016) e internalizarem os recursos do ambiente que suportem o crescimento e a vantagem competitiva (PENROSE, 1959).

Segundo a teoria Visão Baseada em Recursos (VBR), a maneira pela qual as empresas adquirem e exploram os seus recursos versáteis, valiosos, heterogêneos e dinâmicos pode melhorar o seu desempenho (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991), inclusive por meio da diversificação internacional (PERGELOVA et al., 2019). Ambientes mais munificentes permitem que as empresas tenham acesso a recursos externos para suportarem o seu crescimento sustentável (ALDRICH, 1979), fornecendo reservas contra ameaças competitivas e ambientais, tendo efeitos positivos no desempenho (BAUM; WALLY, 2003).

O estudo da relação entre diversificação internacional e desempenho é bastante explorado na literatura de negócios internacionais. Estudos anteriores reportaram relação positiva, negativa, em forma de U, U-invertido e em forma de S para a relação entre diversificação internacional e desempenho e, portanto, são ainda inconclusivos (DIKOVA; VESELOVA, 2021). Recentes meta-análises mostraram que essas relações podem ser moderadas pelo ambiente no qual a empresa está inserida, modificando a relação da diversificação internacional com o desempenho.

Esses resultados inconclusivos podem ser decorrentes de não se considerar adequadamente os efeitos do contexto do ambiente dos países de origem das empresas na relação entre diversificação internacional e desempenho (MARANO et al., 2016). Estudos anteriores (BAUSCH; KRIST, 2007; KIRCA et al., 2011) mostraram que o país de origem das multinacionais pode alterar a relação, geralmente positiva, entre a diversificação internacional e o desempenho.

Os efeitos das condições do ambiente do país de origem das multinacionais ainda permanecem como um tópico a ser mais explorado em pesquisas sobre diversificação internacional de empresas (MEZIAS et al., 2008). Diante do exposto, torna-se relevante

investigar a utilização de recursos por parte das empresas para enfrentarem as contingências ambientais, considerando-se as oportunidades de diversificação internacional e os seus efeitos no desempenho.

Por conseguinte, o objetivo do presente ensaio teórico é apresentar um *framework* para analisar os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas com base no dinamismo, na complexidade e munificência do ambiente operacional das empresas, integrando os aspectos teóricos da hipótese *Upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR.

Este estudo contribui para a teoria por sugerir a interlocução entre as teorias Hipótese *Upstream-downstream*, Contingencial e VBR, oferecendo uma lente mais ampla para a análise da diversificação internacional e entendimento mais aprofundado do seu efeito no desempenho com base no dinamismo, na complexidade e disponibilidade de recursos do ambiente operacional das empresas, abordando o país de origem e de destino de suas atividades.

Assim, contribui para o campo por considerar o estudo da diversificação internacional multifacetado, no qual características da empresa e do ambiente operacional devem ser integrados de forma que a relação entre a diversificação dos negócios e o desempenho seja compreendida pela conciliação de diferentes vertentes teóricas.

Ainda, contribui para o campo ao propor novas linhas de pesquisa quanto à diversificação dos negócios, considerando as características regionais do ambiente operacional das empresas dentro de um mesmo país, lançando mão de conceitos da literatura de negócios internacionais e Geografia Econômica no desenvolvimento de pesquisas de diversificação intrapaís.

2.1 Diversificação geográfica dos negócios e desempenho financeiro

A diversificação geográfica é um tópico muito estudado na literatura de negócios internacionais (LU et al., 2015). A diversificação geográfica tem sido estudada do ponto de vista da diversificação internacional (por exemplo, RUGMAN, 1976; KWOK; REEB, 2000; NACHUM, 2004; QIAN et al., 2008; QIAN et al., 2010; YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016; LIN et al., 2018) e no nível de região subnacional de localização das subsidiárias das empresas diversificadas internacionalmente (CASTELLANI; GIANGASPERO; ZANFEI, 2013; HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020).

Pesquisas anteriores têm aliado os conceitos da literatura de negócios internacionais à Geografia Econômica para investigarem o processo de diversificação internacional com base na localização das subsidiárias em regiões subnacionais dos países anfitriões (DUNNIG, 1998;

MEYER; NGUYEN, 2005; CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010; CHIDLOW et al., 2015; HSU; CHEN; CASKEY, 2017; TENG et al., 2017; OLIVEIRA, 2020; HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020).

Mais recentemente, de forma ainda incipiente, Tsai, Ren e Eisingerich (2018) estudaram a diversificação geográfica utilizando os conceitos de diversificação internacional propostos por Qian et al. (2010) para investigarem a diversificação geográfica dentro de um único país. Existem lacunas no estudo da diversificação dos negócios intrapaís, em que, por exemplo, pesquisas na área de diversificação regional podem utilizar os conceitos da diversificação internacional, quanto às regiões subnacionais, e investigarem os seus efeitos no desempenho das empresas.

Por mais de 40 anos, os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas têm chamado a atenção de pesquisadores na área de finanças e são ainda inconclusivos (DIKOVA; VESELOVA, 2021). Além disso, estudos dessa relação em mercados emergentes têm sido pouco explorados e os resultados têm variado consideravelmente (BANALIEVA; SARATHY, 2011; MARANO et al., 2016). Estudos que, por exemplo, encontraram relação linear positiva (NACHUM, 2004), curvas em forma de U (CONTRACTOR; KUMAR; KUNDU, 2007), relação em U-invertido (ELANGO, 2006), curvas em S (KUMAR; SINGH, 2008; XIAO et al., 2013) e não relação entre diversificação internacional e desempenho (AYBAR; ARUL, 2005).

Nessa linha, estudos anteriores investigaram os efeitos da diversificação internacional no desempenho, analisando características da empresa (HSU; CHEN; CHENG, 2013; CHEN et al., 2014; ZHANG et al., 2014), do setor (WANG et al., 2012) e do país (ELANGO, 2006; THOMAS, 2006; BANALIEVA; SARATHY, 2011), tendo em vista a diversificação internacional com diversos fatores, além de sua relação direta com o desempenho.

Marano et al. (2016) apontam que os resultados inconclusivos sobre a relação entre diversificação internacional e desempenho são decorrentes de não se considerar adequadamente os efeitos do contexto ambiental dos países de origem das empresas. Recentes meta-análises (BAUSCH; KRIST, 2007; KIRCA et al., 2011; MARANO et al., 2016) identificaram que o país de origem das empresas multinacionais pode alterar o efeito geralmente positivo da diversificação internacional no desempenho.

A diversificação internacional pode ser definida como a expansão dos negócios de uma empresa além das fronteiras de seu país para diferentes países e regiões geográficas (CAPAR; KOTABE, 2003), constituindo-se uma estratégia de crescimento (YUAN; QIAN;

PANGARKAR, 2016; LIN et al., 2018) e também de redução de risco para as empresas (RUGMAN, 1976; KWOK; REEB, 2000; NACHUM, 2004).

2.1.1 Diversificação internacional: hipótese *upstream-downstream*

Markowitz (1952), em sua teoria dos portfólios, apresenta o conceito de diversificação como um instrumento de redução de risco. Segundo esse autor, a distribuição dos investimentos em mais de um ativo reduz o risco, pois permite um risco menor do que o apurado para cada ativo isoladamente. Para Markowitz (1952), quando o retorno de uma carteira diversificada corresponde à média ponderada dos retornos de seus títulos individuais, sua variância será menor do que a variação média de seus componentes.

Baseado nos conceitos de diversificação da teoria dos portfólios de Markowitz (1952), Rugman (1976) demonstrou empiricamente que a diversificação internacional permite às empresas maximizarem o seu nível geral de lucro/retorno e reduzirem a exposição ao risco em relação ao lucro. As empresas estudadas apresentaram estabilidade do lucro ao longo do tempo se comparadas às suas contrapartes que venderam seus produtos em um único mercado nacional. O estudo mostrou que a variação dos lucros (medida do risco) diminuiu em função do aumento das operações estrangeiras das multinacionais.

No entanto, não basta diversificar internacionalmente para as empresas reduzirem o risco. A redução do risco depende das condições de mercado de origem e de destino das empresas. Kwok e Reeb (2000) sugeriram a hipótese *upstream-downstream*, segundo a qual os efeitos da diversificação internacional sobre o risco total e sistemático das empresas variam de acordo com o mercado doméstico e de destino.

Os resultados empíricos do estudo sustentam essa hipótese, demonstrando que as empresas que se diversificam de economias mais estáveis para economias menos estáveis (hipótese *downstream*) aumentam o seu risco total e sistemático. Por outro lado, empresas de economias menos estáveis que se diversificam para economias mais estáveis (hipótese *upstream*) diminuem o seu risco. Evidências empíricas mais recentes (MITTOO; ZHANG, 2008; SAITO; HIRAMOTO, 2010) validaram a hipótese *upstream-downstream* para empresas sediadas no Canadá e Brasil e contribuem para o entendimento de que a diversificação internacional aumenta ou reduz o risco conforme condições do mercado de origem e de destino das multinacionais.

Com isso, a diversificação internacional surge como um fator importante em economias de alto risco, sujeitas às incertezas provenientes da instabilidade e das rápidas mudanças

estruturais (NACHUM, 2004). Para Vitrenko et al. (2020) o ambiente institucional é único em cada país, afetando o desenvolvimento dos negócios e o comportamento das empresas. As empresas de mercados emergentes tendem a expandir seus negócios para outros mercados para mitigarem os riscos e a pressão competitiva inerentes à economia emergente (LIN et al., 2018).

A influência do ambiente externo em economias emergentes é mais acentuada do que em economias desenvolvidas, isto porque a fragilidade de suas instituições gera incerteza e um ambiente aleatório, resultando em tensões para as empresas (PUFFER; MCCARTHY; BOISOT, 2010). Assim, características do ambiente das empresas podem permitir ou exigir que elas busquem e explorem as oportunidades de expansão para fora de sua região de origem (RUIGROK; GEORGAKAKIS; GREVE, 2013).

2.1.2 Diversificação internacional e desempenho financeiro: perspectiva contingente

O ambiente exerce significativo impacto na estrutura e estratégia organizacional (KEATS; HITT, 1985). Segundo a teoria contingencial, não há uma estrutura organizacional única que seja substancialmente efetiva para as organizações (DONALDSON, 1998), mas que o desempenho organizacional depende do ajuste entre a estrutura, os processos e o ambiente organizacional (DRAZIN; VAN De VEN, 1985), isto é, da conformidade entre as características internas das organizações e contingências externas (WANG; SINGH, 2014), que são fatores ambientais enfrentados pelas organizações (HATCH, 2013).

A base da teoria contingencial foi formulada por Lawrence e Lorsch (1967) que estudaram a influência do ambiente na estrutura organizacional. De forma seminal, Lawrence e Lorsch (1967) verificaram a relação entre as características estruturais das empresas e o ambiente (condições econômicas e de mercado), concluindo que em ambientes dinâmicos as empresas eficientes possuíam maior diferenciação e integração. A diferenciação relaciona-se à medida em que os gerentes agem como quase empreendedores, enquanto a integração é a medida em que os setores atuam sincronizados com os objetivos organizacionais (CHENHALL, 2003). Lawrence e Lorsch (1967) demonstraram também que as organizações mais adequadas ao seu ambiente obtiveram melhor desempenho.

A teoria contingencial concentra na questão de como características organizacionais influenciam uma à outra e resultam em diferenças de desempenho (SIRMON; HITT; IRELAND, 2007). Por conseguinte, características organizacionais, isto é, fatores contingenciais, tais como, estratégia, tamanho, incerteza com relação às tarefas e à tecnologia refletem a influência do ambiente em que a organização está inserida, sendo que para a

organização ser efetiva deve adequar a sua estrutura a seus fatores contingenciais, e assim ao ambiente (DONALDSON, 1998).

Pesquisadores têm investigado como as condições do ambiente afetam as configurações organizacionais, tais como, estratégia (YASAI-ARDEKANI, 2017; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), alianças domésticas (PARK; MEZIAS, 2005), diversificação de produtos (WAN, 2005) e diversificação internacional (MEZIAS; PARK; CHOI, 2008). Condições de mercado domésticas como oportunidade de crescimento limitada, forte concorrência, saturação do mercado, dinamismo, hostilidade e turbulência direcionam as empresas a buscarem oportunidades além de seus mercados domésticos (SONG; LEE, 2020; VITRENKO et al., 2020).

Além disso, oportunidades de negócios dependem dos recursos que uma empresa pode acessar no ambiente (HOBDAI et al., 2017). Empresas multinacionais de economias emergentes tentam superar a baixa disponibilidade de recursos do país de origem buscando recursos no exterior (NACHUM, 2004; HOBDAI et al., 2017).

Segundo Mezas, Park e Choi (2008), a diversificação internacional gera resultados mais favoráveis para as empresas que atuam em mercado com baixa disponibilidade de recursos no país de origem, pois a diminuição da dependência de recursos pode superar os custos de transação. Ainda, com alta disponibilidade de recursos no país de origem, os custos de transação da diversificação internacional diminuem o valor marginal de se acessar os recursos em mercados estrangeiros.

Nesse sentido, sob o enfoque da teoria Contingencial, as organizações se ajustam às condições do ambiente organizacional (KEATS; HITT, 1985), desenvolvem estratégias de diversificação internacional (SONG; LEE, 2020) para reduzir o risco (RUGMAN, 1976; KWOK; REEB, 2000) e melhorarem o desempenho (YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016; LIN et al., 2018).

Em razão da importância do ambiente para a gestão dos recursos por parte das empresas, a lógica contingencial deve ser integrada à teoria VBR (SIRMON; HITT; IRELAND, 2007), a qual sustenta que o tipo, a magnitude e a natureza dos recursos e capacidades das empresas são relevantes determinantes da sua lucratividade (AMIT; SCHOEMAKER, 1993). Aragon-Correa e Sharma (2003) sugerem que a ligação entre recursos e desempenho da empresa depende das contingências do ambiente de tarefas de uma empresa.

2.1.3 Diversificação internacional e desempenho financeiro: VBR

Recursos são definidos como estoques de fatores disponíveis que pertencem ou são controlados pela empresa, convertidos em produtos ou serviços finais usando uma ampla gama de outros ativos (AMIT; SCHOEMAKER, 1993). As empresas podem ser visualizadas como um conjunto de recursos tangíveis e intangíveis, os quais podem oferecer diferentes plataformas para o crescimento da empresa (PENROSE, 1959; PERGELOVA et al., 2019).

Penrose (1959) foca na versatilidade dos recursos em termos das possibilidades de serviços que eles podem oferecer aos gestores (FERREIRA et al., 2016) e como podem contribuir para o crescimento da empresa (PERGELOVA et al., 2019). A versatilidade de recurso implica na sua conversibilidade em uma infinidade de serviços organizacionais (PENROSE, 1959). Apesar de não atenderem a três das quatro características de recursos que fornecem vantagem competitiva segundo Barney (1991), que são os recursos raros, inimitáveis e insubstituíveis, os recursos versáteis são valiosos e conferem vantagem competitiva às empresas, devido ao seu potencial de implantação e flexibilidade na realocação para outros fins (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Em um ambiente competitivo, as decisões dos gestores refletirão as tentativas de usarem esses recursos para melhorarem o desempenho das empresas, inclusive quanto à mudança nos limites da empresa por meio da diversificação dos negócios (PENROSE, 1959). Os recursos podem ser empregados em mercados diferentes ao longo do tempo (LOCKETT; THOMPSON; MOGESNSTERN, 2009), sendo que não é o tipo de recurso em si que importa, mas sim a forma com que o recurso é utilizado para geração de desempenho (WERNERFELT, 1984).

Assim, o desempenho das empresas não depende apenas da posse dos recursos, mas também do seu uso (PENROSE, 1959), ou seja, das capacidades das empresas (FERREIRA et al., 2016). Os recursos tangíveis e intangíveis articulados com a realização de uma função organizacional transformam-se em capacidades organizacionais, isto é, a capacidade da empresa gerenciar os seus recursos (FLORIANI, 2010).

Segundo Beamish e Chakravarty (2021), a VBR é uma teoria mais útil em negócios internacionais no exame da relação entre características das empresas e desempenho, sendo, portanto, uma perspectiva teórica para se estudar a gestão dos recursos das empresas no âmbito das consequências da diversificação internacional no desempenho.

Sob a ótica da VBR estudos anteriores analisaram o efeito das capacidades a nível de empresa no desempenho de empresas multinacionais. Por exemplo, Dhanaraj e Beamish (2003), em estudo realizado com empresas canadenses e norte-americanas e Lee *et al.* (2009),

com empresas coreanas, explicam o efeito das capacidades como P&D, tamanho da empresa e posição no mercado doméstico no desempenho de exportações de empresas coreanas e norte-americanas, respectivamente.

Pesquisadores da área de negócios internacionais (FLORIANI, 2010; VERBEKE; FOROOTAN, 2012; BUCKLEY; TIAN, 2016) começaram a investigar a relação entre ativos específicos da empresa (capacidades ou vantagens específicas da empresa), diversificação internacional e desempenho sob o enfoque da mediação. Porém, esse campo de pesquisa ainda se encontra emergente e com resultados inconclusivos (TASHMAN; MARANO; BABIN, 2019).

Floriani (2010) analisando empresas brasileiras, identificou que a diversificação internacional tem uma relação direta e positiva com o desenvolvimento de novas competências, entendidas como a capacidade de a empresa gerenciar os seus recursos disponíveis, com efeitos positivos no desempenho das empresas. Tashman, Marano e Babin (2019), por exemplo, mostram em pesquisa com empresas norte-americanas como os ativos específicos da firma coevoluem com o grau de diversificação internacional e medeiam o efeito positivo entre diversificação internacional e desempenho, revelando que a diversificação internacional afeta indiretamente o desempenho por meio da posse de ativos específicos da empresa.

As pesquisas que investigaram os efeitos da diversificação internacional no desempenho sob o ponto de vista da mediação examinaram as capacidades ou vantagens específicas da empresa, porém podem ser estudados outros recursos que atendam ao conceito de versatilidade cunhado por Penrose (1959) e que contribuam para o crescimento da empresa ou ofereçam vantagem competitiva. Por exemplo, Jung, Foege e Nuesch (2020) afirmam que o caixa é um recurso versátil que oferece vantagem competitiva para a empresa.

Baseado na VBR, as empresas empreendem a diversificação internacional utilizando recursos internos e capacidades para explorarem mercados existentes em diferentes países e melhorarem o seu desempenho (YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016). A diversificação internacional também possibilita o acesso a um conjunto de recursos antes restritos e oferece oportunidades para a criação de novos recursos (BAUSCH; KRIST, 2007).

A utilização da VBR nos estudos de diversificação internacional e desempenho requer a integração da hipótese *upstream-downstream* e teoria Contingencial na análise do contexto operacional das empresas multinacionais no seu país de origem e de destino. A diversificação internacional deve ser estudada, portanto, sob a ótica da VBR, considerando o ambiente operacional do país de origem e destino das empresas, para fornecer uma visão mais holística

dos efeitos das contingências ambientais e da diversificação internacional no desempenho das empresas.

Com isso, pesquisas podem integrar as perspectivas teóricas da hipótese *upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR no estudo dos efeitos das características das empresas e do seu ambiente operacional doméstico e externo no desempenho.

2.2 Ambiente operacional das empresas

Aldrich (1979) postulou que o ambiente segundo a sua natureza afeta as organizações no processo de disponibilização e retenção de recursos. Esse autor resumizou seis dimensões do ambiente de tarefas das empresas com base numa extensa revisão da literatura sobre ecologia populacional e teoria da dependência de recursos. As dimensões do ambiente podem ser tipificadas em concentração geográfica, heterogeneidade e estabilidade dos componentes do ambiente, turbulência, capacidade do ambiente e, no caso da esfera pública, consenso de domínio.

Foi a partir do trabalho de Dess e Beard (1984) que houve a operacionalização objetiva do ambiente organizacional. Considerando a esfera privada, esses autores propuseram reduzir as cinco primeiras dimensões sumarizadas por Aldrich (1979) em três dimensões: munificência, dinamismo e complexidade. Portanto, Dess e Beard (1984) apresentaram um modelo de mensuração dessas três dimensões do ambiente, cujo procedimento de medição, segundo esses autores, pode ser aplicado em pesquisas posteriores com amostras semelhantes de ambientes organizacionais.

Pesquisas posteriores replicaram o modelo de mensuração do ambiente proposto por Dess e Beard (1984). Rasheed e Prescott (1992) e Porto et al. (2007) replicaram o modelo para o contexto norte-americano com dados mais atualizados e os resultados suportaram a validade do modelo original. Bataglia, Silva e Porto (2009) replicaram o modelo no Brasil. O modelo foi aplicado na indústria de transformação brasileira e os autores concluíram pela validade externa do modelo, estendendo-o ao contexto brasileiro. Nesse ponto, pesquisas mais atuais podem ser realizadas para validação ou não da aplicabilidade do modelo no contexto atual da indústria brasileira, conforme resultados encontrados por Bataglia, Silva e Porto (2009), mas também ampliando para demais setores da economia.

Dess e Beard (1984) operacionalizaram as três dimensões do ambiente a partir de 23 variáveis e coletaram dados de uma amostra de 52 setores de manufatura da economia norte-americana, no período de 1968 a 1977. Após a aplicação do teste estatístico de análise fatorial

exploratória, das 23 restaram 13 variáveis indicadoras das dimensões ambientais. O Quadro 1 apresenta as dimensões ambientais e suas respectivas mensurações.

Quadro 1 - Dimensões ambientais e suas respectivas mensurações

Dimensões Ambientais	Mensuração
1. Munificência	
1.1 A Crescimento nas vendas totais	Coefficiente de regressão do valor das vendas no período considerado dividido pelo valor médio.
1.2 Crescimento na margem preço-custo	Idem 1.1, usando a diferença entre o valor adicionado e o total de salários.
1.3 Crescimento no total do emprego	Idem 1.1, usando o emprego total.
1.4 Crescimento no valor adicionado pela Manufatura	Idem 1.1, usando o valor adicionado.
1.5 Crescimento no número de Estabelecimentos	Mudança percentual anual média do número de estabelecimentos.
2. Dinamismo	
2.1 Instabilidade nas vendas totais	Erro padrão do coeficiente de regressão das vendas no período considerado dividido pelo valor médio.
2.2 Instabilidade na margem preço-custo	Idem 2.1, usando o valor adicionado menos o total de salários.
2.3 Instabilidade no emprego total	Idem 2.1, usando o emprego total.
2.4 Instabilidade no valor adicionado	Idem 2.1, usando o valor adicionado.
3. Complexidade	
3.1 Concentração geográfica das vendas da indústria	Soma do quadrado do volume de vendas em cada divisão do censo, dividida pelo quadrado do volume total de vendas em todas as divisões censitárias.
3.2 Concentração geográfica do valor adicionado pela manufatura	Idem 3.1, porém, com o valor adicionado.
3.3 Concentração geográfica do número de empregados	Idem 3.1, porém, com o emprego total.
3.4 Concentração geográfica do número de estabelecimentos da indústria	Idem 3.1, porém, com o número de estabelecimentos.

Fonte: Adaptado de Dess e Beard (1984)

Munificência ambiental é o nível de escassez ou abundância de recursos críticos necessários às atividades e ao desenvolvimento sustentável das organizações (ALDRICH, 1979; DESS; BEARD, 1984; CASTROGIOVANNI, 1991), que facilitam a sobrevivência das empresas (PORTO et al., 2007). Aldrich (1979) afirma que empresas buscam ambientes que propiciam o crescimento e a estabilidade organizacional, e que ambientes generosos permitem às empresas acesso suficiente a recursos externos críticos para tal.

Ambientes generosos suportam o aumento de recursos dentro da empresa e fornecem reservas contra ameaças competitivas e ambientais, tendo efeitos positivos no desempenho (BAUM; WALLY, 2003). Por outro lado, baixos níveis de munificência aumentam a competitividade por recursos cada vez menores e afetam negativamente a empresa (MEZIAS; PARK; CHOI, 2008). Conceitualmente, munificência se diferencia de dinamismo e complexidade, uma vez que o ambiente dinâmico é mais desafiador e o complexo é mais difícil de gerenciar (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

O dinamismo ambiental está associado à taxa de imprevisibilidade da mudança no ambiente externo das organizações. De acordo com Dess e Beard (1984), a volatilidade, a ausência de padrão e a imprevisibilidade são as melhores medidas de estabilidade-instabilidade ambiental. O dinamismo ambiental é uma das influências externas mais importantes no desempenho das empresas (HITT; KEATS; DeMARIE, 1998) e, geralmente, é prejudicial ao desempenho (BAUM; WALLY, 2003).

Já a complexidade ambiental é conceituada como o grau de dispersão do ambiente ou de heterogeneidade das atividades ambientais que a empresa desenvolve para assegurar a sua sobrevivência no ambiente, bem como o grau de conhecimento exigido para esse fim (ALDRICH, 1979; DESS; BEARD, 1984). Gerentes que enfrentam um ambiente mais complexo/heterogêneo têm maior necessidade de processamento de informações para compreensão do ambiente do que os gerentes que enfrentam um ambiente mais simples (DESS; BEARD, 1984). Ambientes complexos são mais difíceis de gerenciar e, portanto, prejudiciais ao desempenho (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

O contexto ambiental do país constitui-se de um componente central na compreensão da diversificação corporativa (WAN, 2005). Em relação à diversificação internacional, estudos anteriores trouxeram relevantes contribuições investigando as opções de localização e modo de entrada das empresas multinacionais (MEZIAS; PARK; CHOI, 2008). Todavia, os efeitos das condições do ambiente do país de origem das multinacionais ainda permanecem como um tópico a ser mais explorado em pesquisas sobre diversificação internacional de empresas (MEZIAS; PARK; CHOI, 2008).

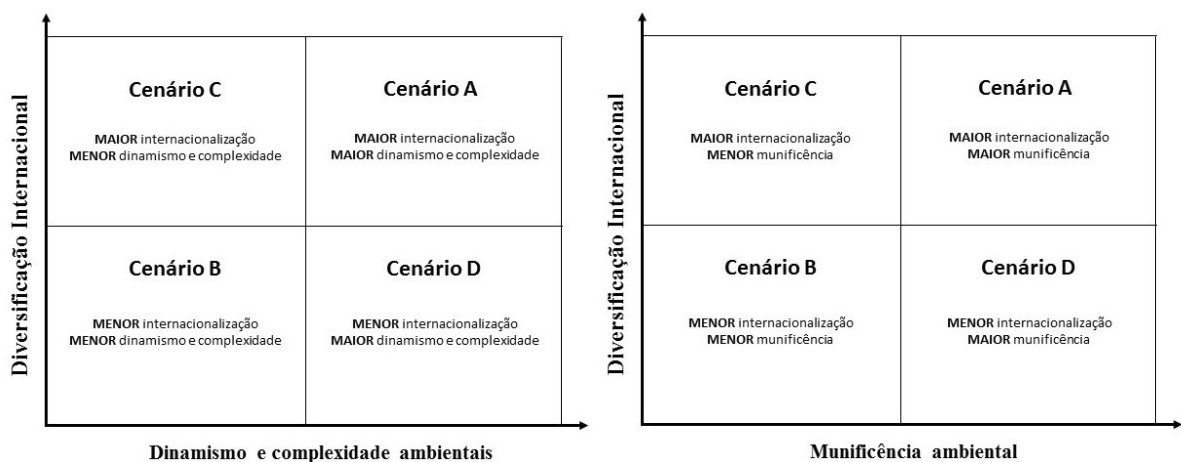
2.3 Diversificação internacional e as dimensões ambientais do país de origem

Sob o enfoque da teoria Contingencial, apresenta-se um *framework* para investigar os efeitos da diversificação internacional e das dimensões ambientais propostas por Dess e Beard (1984) no desempenho das empresas. Propõe-se estabelecer a interação dos conceitos da

hipótese *downstream-upstream* de Kwok e Reeb (2000) e da VBR de Penrose (1959) com o dinamismo e a complexidade ambientais. Além disso, a interseção dos conceitos da VBR com a munificência ambiental.

A figura 1 representa as matrizes de cenários que podem ser estruturados a partir da relação da diversificação internacional com o dinamismo/complexidade e a munificência do ambiente de tarefas das organizações.

Figura 1 – Cenários da diversificação internacional *versus* dimensões ambientais



Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

2.3.1 Diversificação internacional e o dinamismo/complexidade do país de origem

As características do ambiente podem levar as empresas a explorarem as oportunidades de diversificação internacional (RUIGROK; GEORGAKAKIS; GREVE, 2013) para reduzirem o risco ao se diversificarem para uma economia mais estável (KWOK; REEB, 2000), bem como utilizarem seus recursos versáteis para melhorarem o desempenho e garantirem vantagem competitiva (PENROSE, 1959; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

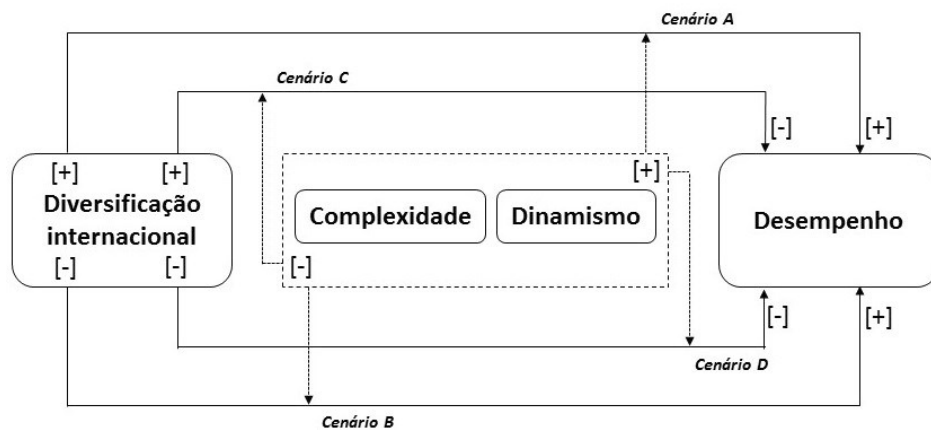
Ambientes menos estáveis em função do grau de dinamismo e complexidade podem oferecer mais risco para a atividade empresarial. O dinamismo torna o ambiente desafiador para os gestores e a complexidade torna o ambiente mais difícil de ser gerenciado (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Portanto, as empresas de países emergentes podem se diversificar internacionalmente para ambientes mais estáveis para reduzirem o risco (*hipótese upstream*) (KWOK; REEB, 2000), utilizar recursos internos para acessarem outros mercados, aproveitando as

oportunidades para a criação de novos recursos antes restritos e melhorarem o desempenho (BAUSCH; KRIST, 2007; YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016).

Na figura 2 apresenta-se uma visão geral do modelo conceitual e, em seguida, são discutidas as hipóteses que podem ser levantadas de acordo com os cenários demonstrados na Figura 1, quanto aos efeitos da diversificação internacional e dinamismo/complexidade ambientais no desempenho das empresas.

Figura 2 – Modelo conceitual: diversificação internacional e desempenho com dinamismo/complexidade ambientais



Nota: As setas do modelo conceitual não indicam relação de causa e efeito e sim apenas relações para discussão das hipóteses.

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

2.3.1.1 Maior diversificação internacional e maior dinamismo/complexidade (Cenário A)

No cenário em que as empresas com **maior diversificação internacional** atuam em um ambiente com **maior dinamismo e complexidade** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos positivos no seu desempenho**, decorrentes de uma maior diversificação internacional.

Do ponto de vista da teoria contingencial, o desempenho depende do ajuste da empresa ao ambiente organizacional (DRAZIN; VAN de VEN, 1985; DONALDSON, 1998). Assim, as empresas que atuam em um ambiente nacional menos estável, que é prejudicial ao desempenho (BAUM; WALLY, 2003; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), podem se diversificar para uma economia mais estável e reduzirem os seus riscos, conforme preconiza a hipótese *upstream* de Kwok e Reeb (2000).

Além de reduzirem os riscos, de acordo com a teoria VBR, as empresas podem se diversificar internacionalmente para terem acesso a novos recursos e melhorarem o

desempenho (YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016). Ainda, a diversificação internacional pode aumentar as capacidades organizacionais, que é a capacidade de os gestores de gerenciarem os recursos disponíveis para melhorarem o desempenho (FLORIANI, 2010). Nesse sentido, a forma com que os gestores empregam os recursos (WERNERFELT, 1984; LOCKETT; THOMPSON; MOGESNSTERN, 2009) versáteis (PENROSE, 1959) pode melhorar o desempenho das empresas e garantir vantagem competitiva.

Portanto, em um cenário de maior dinamismo e complexidade no país de origem, maior grau de diversificação internacional ao passo que reduz o risco (hipótese *upstream*) melhora o desempenho organizacional e propicia vantagem competitiva (teoria VBR).

2.3.1.2 Menor diversificação internacional e menor dinamismo/complexidade (Cenário B)

No cenário em que as empresas com **menor diversificação internacional** atuam em um ambiente com **menor dinamismo e complexidade** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos positivos no seu desempenho**, decorrentes de uma menor diversificação internacional.

Se ambientes menos estáveis são prejudiciais ao resultado (BAUM; WALLY, 2003; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020) então um ambiente nacional mais estável pode ser benéfico para o resultado das empresas. Assim, as empresas não precisariam ter um maior nível de internacionalização para reduzirem o risco (hipótese *upstream*).

Além disso, as empresas buscam ambientes que propiciam o crescimento e a estabilidade organizacional (ALDRICH, 1979). Sendo o ambiente nacional mais estável, isto é, mais fácil de gerenciar e menos desafiador (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), conforme a teoria VBR, as empresas podem concentrar a utilização dos recursos versáteis (PENROSE, 1959) no mercado nacional, melhorando o desempenho e garantindo vantagem competitiva.

Portanto, em um cenário de menor dinamismo e complexidade no país de origem, uma maior atuação no mercado nacional pode melhorar o desempenho e garantir vantagem competitiva.

2.3.1.3 Maior diversificação internacional e menor dinamismo/complexidade (Cenário C)

No cenário em que as empresas com **maior diversificação internacional** atuam em um ambiente com **menor dinamismo e complexidade** em seu país de origem, sugere-se que essas

empresas tenham **efeitos negativos no seu desempenho**, decorrentes de uma maior diversificação internacional.

Um ambiente com forte concorrência, saturação do mercado, dinamismo, hostilidade e turbulência pode fazer com que as empresas busquem oportunidades com a diversificação internacional (SONG; LEE, 2020; VITRENKO et al., 2020). No caso de as empresas atuarem em um ambiente nacional mais estável não necessitariam ter um maior nível de diversificação internacional para reduzirem o risco (hipótese *upstream*), pois esse ambiente seria mais benéfico para o desempenho por ser mais fácil de se gerenciar e menos desafiador (BAUM; WALLY, 2003; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Portanto, em um cenário de menor dinamismo e complexidade no país de origem, uma maior atuação no mercado internacional pode prejudicar o desempenho organizacional, pois as empresas podem ter acesso e utilizar os seus recursos versáteis (PENROSE, 1959), onde as condições ambientais são mais favoráveis para melhorarem o desempenho e garantirem vantagem competitiva.

2.3.1.4 Menor diversificação internacional e maior dinamismo/complexidade (Cenário D)

No cenário em que as empresas com **menor diversificação internacional** atuam em um ambiente com **maior dinamismo e complexidade** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos negativos no seu desempenho**, decorrentes de uma menor diversificação internacional.

Conforme já discutido no item 2.3.1.1, as empresas que atuam em ambiente menos estável podem se diversificar internacionalmente para reduzirem o risco (KWOK; REEB, 2000) e melhorarem o desempenho (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984; LOCKETT; THOMPSON; MOGESNSTERN, 2009).

Com isso, em um cenário de maior dinamismo e complexidade no país de origem, que é prejudicial para o desempenho (BAUM; WALLY, 2003; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), uma menor atuação no mercado internacional pode prejudicar o desempenho organizacional.

2.3.2 Diversificação internacional e a munificência do país de origem

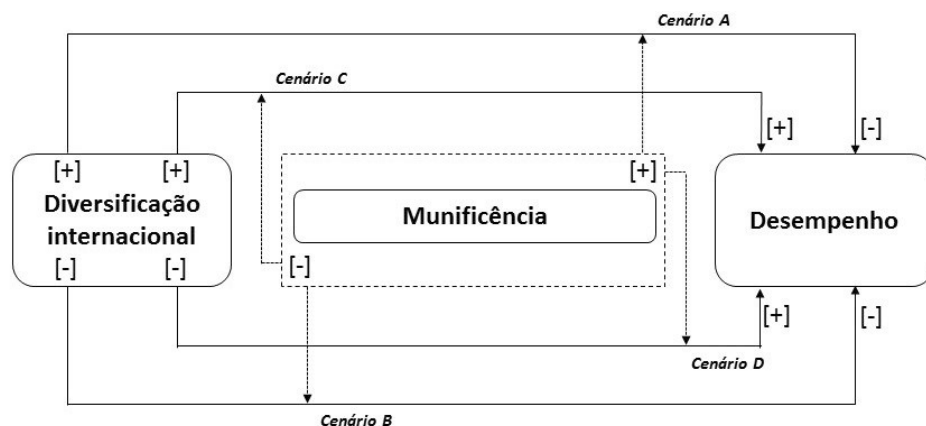
As empresas buscam ambientes que propiciam o crescimento e a estabilidade organizacional (ALDRICH, 1979). Ambientes mais munificentes, ou seja, generosos, permitem que as empresas tenham acesso a recursos externos para suportarem o seu crescimento

sustentável (ALDRICH, 1979), bem como fornecem reservas contra ameaças competitivas e ambientais, tendo efeitos positivos no desempenho (BAUM; WALLY, 2003).

Nesse sentido, as empresas de mercados emergentes com menor disponibilidade de recursos podem se diversificar internacionalmente para terem acesso a recursos no mercado externo, obterem diferentes plataformas para o seu crescimento (PERGELOVA et al., 2019) e melhorarem o desempenho (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984).

Na figura 3, apresenta-se uma visão geral do modelo conceitual e, em seguida, são discutidas as hipóteses que podem ser levantadas de acordo com os cenários demonstrados na Figura 1, quanto aos efeitos da diversificação internacional e munificência ambiental no desempenho das empresas.

Figura 3 – Modelo conceitual: diversificação internacional e desempenho organizacional com munificência ambiental



Nota: As setas do modelo conceitual não indicam relação de causa e efeito e sim apenas relações para discussão das hipóteses.

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

2.3.2.1 Maior diversificação internacional e maior munificência (Cenário A)

No cenário em que as empresas com **maior diversificação internacional** atuam em um ambiente com **maior munificência** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos negativos no seu desempenho**, decorrentes de uma maior diversificação internacional.

Ambientes mais generosos suportam o aumento de recursos dentro da empresa e apoiam o seu crescimento sustentável (ALDRICH, 1979; CASTROGIOVANNI, 1991), tendo efeitos positivos no desempenho, pois fornecem reservas contra ameaças competitivas e ambientais (BAUM; WALLEY, 2003).

Como o ambiente mais generoso em recursos pode ter efeitos positivos no resultado (BAUM; WALLEY, 2003), em um cenário de maior munificência no país de origem, uma maior atuação no mercado internacional pode prejudicar o desempenho organizacional, pois as empresas podem ter acesso e utilizar os seus recursos versáteis (PENROSE, 1959), em que as condições ambientais são mais favoráveis para melhorarem o desempenho e garantirem vantagem competitiva.

2.3.2.2 Menor diversificação internacional e menor munificência (Cenário B)

No cenário em que as empresas com **menor diversificação internacional** atuam em um ambiente com **menor munificência** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos negativos no seu desempenho**, decorrentes de uma menor diversificação internacional.

Segundo Mezias, Park e Choi (2008) ambientes com baixos níveis de munificência aumentam a competitividade por recursos e afetam negativamente a empresa. De acordo com a teoria VBR, as empresas se diversificam internacionalmente utilizando recursos internos para explorarem mercados de outros países e melhorarem o seu desempenho (YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016).

Assim, segundo a teoria VBR, em um cenário de menor munificência no país de origem, uma menor atuação no mercado internacional pode prejudicar o desempenho organizacional, pois as empresas diminuem o acesso aos recursos versáteis (PENROSE, 1959) para melhorarem o resultado e garantirem vantagem competitiva.

2.3.2.3 Maior diversificação internacional e menor munificência (Cenário C)

No cenário em que as empresas com **maior diversificação internacional** atuam em um ambiente com **menor munificência** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos positivos no seu desempenho**, decorrentes de uma maior diversificação internacional.

As empresas de mercados menos generosos podem se diversificar internacionalmente para terem acesso a recursos no mercado externo, obterem diferentes plataformas para o seu crescimento (PERGELOVA et al., 2019) e melhorarem o desempenho (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984). A diversificação internacional a partir de um ambiente menos generoso gera resultados mais favoráveis (MEZIAS, PARK E CHOI, 2008).

Nesse sentido, a diversificação internacional permite que as empresas tenham acesso a recursos no mercado externo, os quais podem ser limitados em seus países de origem (NACHUM, 2004). Com isso, segundo a teoria VBR, em um cenário de menor munificência no país de origem, uma maior atuação no mercado internacional pode beneficiar o desempenho organizacional, pois as empresas aumentam o acesso aos recursos versáteis (PENROSE, 1959) para melhorarem o resultado e garantirem vantagem competitiva.

2.3.2.4 Menor diversificação internacional e maior munificência (Cenário D)

No cenário em que as empresas com **menor diversificação internacional** atuam em um ambiente com **maior munificência** em seu país de origem, sugere-se que essas empresas tenham **efeitos positivos no seu desempenho**, decorrentes de uma menor diversificação internacional.

Conforme já discutido no item 2.3.2.1, ambientes mais generosos suportam o aumento de recursos dentro da empresa e apoiam o seu crescimento sustentável (ALDRICH, 1979; CASTROGIOVANNI, 1991), tendo efeitos positivos no desempenho, pois fornecem reservas contra ameaças competitivas e ambientais (BAUM; WALLEY, 2003).

Portanto, sob a ótica da teoria VBR, em um cenário de maior munificência no país de origem, uma menor atuação no mercado internacional pode beneficiar o desempenho organizacional, pois as empresas podem ter acesso e utilizar os seus recursos versáteis (PENROSE, 1959), em que as condições ambientais são mais favoráveis para melhorarem o resultado e garantirem vantagem competitiva.

Conforme integração das perspectivas teóricas discutidas neste estudo, o Quadro 2 apresenta uma sistematização final dos resultados levantados em cada cenário proposto.

Quadro 2 – Sistematização dos resultados por cenário

Cenário	Grau de Dinamismo e complexidade	Grau de Diversificação Internacional	Efeito desempenho
A	Maior	Maior	Positivo
B	Menor	Menor	Positivo
C	Menor	Maior	Negativo
D	Maior	Menor	Negativo
Cenário	Grau de Munificência	Grau de Diversificação Internacional	Efeito desempenho
A	Maior	Maior	Negativo
B	Menor	Menor	Negativo
C	Menor	Maior	Positivo
D	Maior	Menor	Positivo

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

2.4 Considerações Finais

A principal contribuição deste estudo reside na proposição de integração de aspectos teóricos de diferentes teorias na análise da relação entre diversificação geográfica dos negócios e desempenho das empresas, permitindo o delineamento de oportunidades de futuras pesquisas.

Discutiu-se nesse estudo conceitos da hipótese *Upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR no contexto da diversificação geográfica dos negócios das empresas, mais especificamente da diversificação internacional. A diversificação internacional pode ser uma estratégia de redução de risco e melhora do desempenho. No presente ensaio teórico buscou-se integrar os aspectos do ambiente de tarefas, ou seja, dinamismo, complexidade e munificência do país de origem das empresas multinacionais à relação diversificação internacional e desempenho das empresas, uma vez que a literatura de negócios internacionais tem mostrado resultados mistos e inconclusivos.

Observou-se que a relação da diversificação internacional e desempenho pode ser explorada abordando a interação das perspectivas teóricas da hipótese *Upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR. Considere, por exemplo, uma empresa de um país emergente que atua em um ambiente com baixa disponibilidade de recursos, que se diversifica internacionalmente para ter acesso a recursos versáteis e os utiliza em um ambiente dinâmico ou complexo (entendido como de maior risco) no mercado doméstico. Ou ainda, uma empresa de país emergente que expande as suas vendas para o mercado externo ou investe diretamente no exterior, como forma de aumento de escala e escopo, internaliza recursos e os utiliza em um ambiente doméstico mais ou menos generoso. São questões que podem ser respondidas à luz da interlocução dessas teorias.

Além disso, observou-se que estudos mais recentes têm examinado a internacionalização de empresas pelo fenômeno da mediação, como uma forma de ampliação da lente de estudo dos efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas, buscando uma visão mais holística desse fenômeno. A análise da diversificação internacional, da utilização dos recursos e os seus efeitos no desempenho da empresa, dependendo do ambiente de tarefas em que elas estão inseridas, pode ser realizada por meio da mediação.

Pesquisas anteriores investigaram o efeito indireto da diversificação internacional no desempenho mediado por ativos específicos da firma, como, por exemplo, competências geradas no processo de internacionalização. Sugere-se que pesquisas posteriores estudem e proponham novas variáveis a nível da empresa relacionadas ao processo de diversificação

internacional, como ativos que atendam às características propostas por Penrose (1959) e Barney (1991), quais sejam, versáteis, valiosos, raros, inimitáveis e insubstituíveis.

Quanto ao ambiente de origem e destino da empresa diversificada internacionalmente, sugere-se que pesquisas examinem os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas, levando em consideração o ambiente operacional a nível de região, se a munificência, dinamismo e complexidade da região onde está localizada a empresa moderam essa relação. A localização da empresa pode ser um determinante do desempenho das empresas exportadoras, principalmente em relação à disponibilidade de recursos para as suas atividades.

Propõe-se também, que futuras pesquisas adaptem os conceitos da literatura de negócios internacionais e das contingências ambientais para o contexto de diversificação dos negócios dentro de um país, diversificação regional. O Brasil, por exemplo, é um país de dimensões continentais e que possui na sua extensão geográfica diversas regiões subnacionais diferentes em seus aspectos cultural, social, legal, institucional e econômico. Pode ser que características locais das regiões afetem o desempenho das empresas no processo de diversificação intrapaís.

CAPÍTULO 3: OS EFEITOS DA DIVERSIFICAÇÃO INTERNACIONAL, CAIXA E CONTINGÊNCIAS AMBIENTAIS NO DESEMPENHO SOB A ÓTICA DA MEDIAÇÃO MODERADA

Resumo do Capítulo 3

A pesquisa busca verificar se o caixa moderado pelas contingências ambientais (munificência e dinamismo) medeia a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas brasileiras exportadoras listadas na B3. Foram analisadas empresas brasileiras exportadoras listadas na B3, no período de 2010 a 2020 e realizadas análises multivariadas com dados em painel com efeitos fixos e dinâmicos, nesse caso, utilizando-se o método System-GMM, por meio do modelo de mediação moderada proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005). Os resultados indicam que o caixa, moderado pela instabilidade e crescimento do setor, medeia a relação entre a diversificação internacional e desempenho das empresas exportadoras da amostra. O efeito indireto da diversificação internacional no desempenho é melhor por meio de maior liquidez das empresas exportadoras em um ambiente menos instável e munificente. Os achados sugerem que os gestores de empresas exportadoras devem analisar as reservas de caixa na expansão dos negócios para o mercado externo, levando em consideração o ambiente de tarefas no qual a empresa atua. O presente estudo traz contribuições para a teoria por expandir os estudos dos efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas, sugerindo que a liquidez tem valor estratégico na expansão dos negócios para o mercado externo. Empiricamente, traz implicações práticas importantes sobre o processo de tomada de decisão de constituição e gestão da liquidez, mostrando que os gestores de empresas exportadoras devem analisar os custos e benefícios da liquidez, observando a instabilidade e crescimento do setor para melhorarem o desempenho das empresas.

Palavras-chave: Diversificação Internacional; Caixa; Contingências Ambientais; Desempenho.

3 Introdução do Capítulo 3

A relação entre diversificação internacional e desempenho organizacional tem sido bastante estudada na literatura de negócios internacionais, porém os achados têm mostrado resultados mistos e, portanto, inconclusivos (BAUSCH; KRIST, 2007; KIRCA et al., 2011; MARANO et al., 2016).

Em face dessas descobertas controversas, é importante analisar a relação entre diversificação internacional e desempenho verificando fatores adicionais que fundamentam essa relação. Verbeke e Forootan (2012) defendem o estudo do efeito da diversificação internacional no desempenho sob a perspectiva da mediação, com o acréscimo de outras condições contextuais ou processuais que podem mediar a relação direta entre diversificação internacional e desempenho.

No presente estudo considera-se o caixa, moderado pelas contingências ambientais, um mecanismo que pode mediar a relação direta entre diversificação internacional e desempenho.

Com isso, propõe-se o acréscimo da variável caixa, moderada pelas contingências ambientais, na análise dos efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas. Para tanto, analisa-se o efeito direto da diversificação internacional no desempenho, o efeito da diversificação internacional no caixa e, por conseguinte, o efeito do caixa moderado pelas contingências ambientais no desempenho, para fins de estabelecimento da mediação moderada.

Os estudos sobre os efeitos da retenção de caixa no desempenho das empresas têm gerado conclusões em sentidos contrários (ALMEIDA et al., 2004; FRESARD, 2010; NASON; PATEL, 2016; ROCCA; CAMBREA, 2018; ROCCA et al., 2019; ASLAM; KALIM; FIZZA, 2019; DOAN, 2020). Os resultados opostos podem ser decorrentes das diferentes características das empresas ou dos seus contextos institucionais (DOAN, 2020), sendo o ambiente uma das principais fontes de contingências enfrentadas por uma empresa (GARCÍA-SANCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO; GARCIA-BENAU, 2018).

De acordo com a teoria da contingência, a organização tem uma configuração particular de contingências decorrentes de seu próprio contexto e a eficácia da organização está ligada à conformidade entre as suas características internas e contingências externas (WANG; SINGH, 2014). Segundo Jung, Foege e Nuesch (2020) a combinação de recursos e o ambiente de tarefas organizacionais (contingências ambientais) influenciam o desempenho da empresa.

Jung, Foege e Nuesch (2020) investigaram como as dimensões do ambiente de tarefas organizacionais, dinamismo, complexidade e munificência, influenciam o valor estratégico do caixa. Os autores descobriram que o dinamismo e a complexidade fortaleceram a relação entre caixa e desempenho e a munificência atenuou a relação.

No entanto, esses autores não analisaram a moderação entre caixa e contingências ambientais acrescentando-a como uma condição contextual que pode mediar a relação direta entre diversificação internacional e desempenho das empresas, existindo essa lacuna na literatura de finanças e negócios internacionais. Segundo a teoria Visão Baseada em Recursos (VBR) a empresa pode se diversificar internacionalmente para adquirir recursos, os quais podem contribuir para o seu crescimento. Assim, no presente estudo, considera-se que a diversificação internacional permite à empresa aumentar as suas vendas e, conseqüentemente, o seu caixa, o qual pode ser utilizado em um ambiente dinâmico e munificente, influenciando o desempenho da empresa.

Portanto, objetiva-se verificar se a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas exportadoras brasileiras listadas na B3 é mediada pela moderação entre caixa e contingências ambientais. A influência das contingências ambientais em economias emergentes pode ser maior do que em economias desenvolvidas, uma vez que a

fragilidade de suas instituições pode gerar incerteza e um ambiente aleatório (PUFFER; MCCARTHY; BOISOT, 2010), justificando-se a realização da presente pesquisa no Brasil, que é um país emergente com grandes incertezas políticas, econômicas e institucionais (MIRANDA; PIMENTEL; BEZERRA, 2018).

A análise compreendeu o período de 2010 a 2020, em função da disponibilidade dos dados de exportação das empresas. Para o teste das hipóteses realizou-se regressões lineares multivariadas com dados em painel com efeitos fixos e dinâmicos, nesse caso, utilizando o método System-GMM, por meio da análise de mediação moderada, modelo este proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005). Os resultados indicam que o caixa, moderado pela instabilidade (dinamismo) e crescimento do setor (munificência), medeia a relação entre a diversificação internacional e o desempenho das empresas exportadoras da amostra.

O presente estudo traz contribuições para a teoria por expandir os estudos dos efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas, sugerindo que a liquidez tem valor estratégico na expansão dos negócios para o mercado externo e que pode ser considerada, num contexto de instabilidade e crescimento do setor, uma variável mediadora da relação entre diversificação internacional e desempenho.

A pesquisa contribui empiricamente ao se examinar o ajuste estratégico do caixa da empresa no âmbito da diversificação internacional, considerando-se as contingências ambientais da empresa, com implicações práticas importantes sobre o processo de tomada de decisão de constituição e gestão da liquidez. Traz avanços por mostrar que os gestores de empresas exportadoras devem analisar os custos e benefícios da liquidez, observando a instabilidade e o crescimento do setor para melhorarem o desempenho das empresas.

3.1 Referencial teórico

3.1.1 Diversificação internacional e desempenho

O estudo do efeito da diversificação internacional no desempenho das empresas tem sido um tema central na literatura de negócios internacionais, pelo fato de as estratégias empresariais estarem cada vez mais globais (MARANO et al., 2016). No entanto, conforme recentes meta-análises e artigos de revisão da literatura, o vasto corpo de pesquisas que estudam essa relação tem gerado resultados mistos (BAUSCH; KRIST, 2007; KIRCA et al., 2011; MARANO et al., 2016), tanto para o desempenho operacional quanto para o desempenho de mercado.

Estudos anteriores mostraram uma relação linear positiva (NACHUM, 2004; BANY-ARIFFIN et al., 2016), negativa (CHEN; TAN, 2012; SINGLA; GEORGE, 2013; VITHESSONTHI; RACELA, 2016), curvas em forma de U (CONTRACTOR et al., 2007), relação em U-invertido (ELANGO, 2006) e outros registraram curvas em S (LU; BEAMISH, 2004; CHIANG; YU, 2005; KUMAR; SINGH, 2008). Em pesquisa realizada no Brasil, Teruel, Pereira e Maestri (2013) encontraram relação em forma de U entre a diversificação internacional e o desempenho.

Os resultados mistos das pesquisas empíricas têm levado estudiosos a questionarem as bases teóricas que examinam a relação direta entre diversificação internacional e desempenho, isolada de outras condições contextuais ou processuais (VERBEKE; FOROOTAN, 2012; BUCKLEY; TIAN, 2016). Pesquisas mais recentes estudaram o papel dos recursos ou ativos específicos da empresa no processo de diversificação internacional e o seu efeito indireto no desempenho, investigando sob a ótica da mediação como a diversificação internacional auxilia as empresas a desenvolverem ativos específicos que melhoram a competitividade e a lucratividade (BUCKLEY; TIAN, 2016; TASHMAN; MARANO; BABIN, 2019).

Com isso, os modelos utilizados para medirem o efeito da diversificação internacional no desempenho das empresas devem levar em consideração as variáveis relevantes e as complexas interações entre elas, caso contrário a relação não será medida com precisão (GLAUM; OESTERLE, 2007). Verbeke e Forootan (2012) defendem que a investigação do efeito da diversificação internacional no desempenho organizacional deve ser feita com o acréscimo de outras condições contextuais ou processuais que podem mediar a relação direta entre diversificação internacional e desempenho.

Nessa linha, para fins de análise da mediação proposta nesta pesquisa, considera-se que em um primeiro estágio o grau de diversificação internacional tem uma relação negativa com o desempenho e que num segundo estágio, com o aumento do grau de diversificação, essa relação passa a ser positiva, levantando-se a seguinte hipótese relativa à relação direta entre a diversificação internacional e desempenho:

H1: o grau de diversificação internacional tem efeito em forma de U no desempenho das empresas.

Avançando no estudo da relação entre diversificação internacional e desempenho organizacional do ponto de vista da mediação, a presente pesquisa propõe que a liquidez,

entendida como o nível de retenção de caixa da empresa, em conjunto com o seu ambiente de tarefas medeia essa relação.

3.1.2 A relação entre diversificação internacional e retenção de caixa

A teoria VBR é uma das abordagens teóricas dominantes em gestão estratégica e negócios internacionais (FERREIRA et al., 2016). O ponto central da VBR é que certos recursos podem fornecer crescimento e vantagem competitiva para as empresas (PENROSE, 1959; WERNEFELT, 1984; BARNEY, 1991).

Penrose (1959) conceitua a firma como um conjunto de recursos produtivos, tangíveis e intangíveis, cujo uso ao longo do tempo é determinado pelas decisões administrativas. Para Penrose (1959) os recursos tornam-se insumos produtivos em função dos serviços que eles podem oferecer às atividades produtivas da firma de forma mais lucrativa possível, sendo que um mesmo recurso pode ser utilizado para diversos fins ou de modos diferentes, e em combinação com outros, podendo propiciar diferentes serviços ou conjunto de serviços.

Penrose (1959) defende que os recursos versáteis, entendidos como aqueles que oferecem uma infinidade de possibilidade de serviços nas atividades produtivas da firma, contribuem para o seu crescimento, isto é, lucratividade. Em adição, de acordo com Barney (1991), para que os recursos proporcionem vantagem competitiva para as empresas devem ser valiosos, raros, insubstituíveis e inimitáveis (VRIN).

A despeito de o caixa não atender às quatro características dos recursos que oferecem vantagem competitiva (BARNEY, 1991), Jung, Foege e Nuesch (2020) defendem que o caixa é um ativo versátil e, portanto, valioso, que oferece vantagem competitiva para a empresa. Recursos são valiosos quando permitem à empresa gerar ou implementar estratégias que melhorem a sua eficiência e eficácia (BARNEY, 1991).

Não há consenso na literatura de finanças sobre a motivação que leva as empresas a manterem dinheiro em caixa, mas a literatura já forneceu diversas teorias e arcabouços de evidências referentes aos benefícios e custos da liquidez (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020). Para Keynes (1936), por exemplo, as empresas mantêm determinado nível de caixa para suportarem as suas transações normais e certas, por motivo de precaução, no caso de situações contingenciais, e por motivo de especulação, com o objetivo de aproveitarem as oportunidades emergentes.

Atualmente, é crescente o número de empresas que acumulam reservas de caixa como suporte aos processos de crescimento e desenvolvimento de negócios (ROCCA; CAMBREA,

2018). Pinkowitz, Stulz e Williamson (2016) mostram uma tendência de aumento da liquidez das empresas em todo o mundo. O aumento dos níveis de caixa tem sido um fenômeno também observado em empresas multinacionais, porém apesar disso a política de retenção de caixa das multinacionais tem sido pouco explorada na literatura (FERNANDES; GONENC, 2016).

Estudos anteriores demonstraram que a diversificação internacional é um fator determinante das reservas de caixa (CHIANG; WANG, 2011), que a diversificação internacional tem efeito positivo na retenção de caixa (PINKOWITZ; STULZ; WILLIAMSON, 2016) e que as empresas diversificadas internacionalmente retêm mais caixa do que as suas contrapartes domésticas (RAMÍREZ; TADESSE, 2009; CHIANG; WANG, 2011; GU, 2017; WU; YANG; ZHOU, 2017). Empresas diversificadas internacionalmente para suportarem as atividades de exportação aumentam a necessidade de ativos líquidos, pois estendem a duração do seu ciclo operacional (RAMÍREZ; TADESSE, 2009).

Wu, Yang e Zhou (2017) descobriram que empresas chinesas, com a proporção de receitas de exportação em relação às receitas totais acima de 50%, apresentaram maior retenção de caixa em comparação às empresas domésticas. Benkraiem, Lakhali e Zopounidis (2020) registraram que durante crises econômicas, considerando uma amostra de empresas francesas, a diversificação internacional está positivamente associada à propensão das empresas economizarem dinheiro com os seus fluxos de caixa. No Brasil, Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021) identificaram que as empresas brasileiras exportadoras apresentaram, em média, maior retenção de caixa do que as empresas domésticas.

Sob a perspectiva da VBR, com a diversificação internacional as empresas podem explorar mercados em diferentes países, possibilitando acesso a um conjunto de recursos antes restritos, tendo oportunidades para a criação de novos recursos (BAUSCH; KRIST, 2007; YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016). Dessa forma, sugere-se que as empresas à medida que aumentam a diversificação internacional, aumentam as suas reservas de caixa, levantando-se a seguinte hipótese:

H2: a diversificação internacional tem relação positiva com o caixa das empresas.

3.1.3 A relação entre diversificação internacional e desempenho com efeito mediador do caixa moderado pelas contingências ambientais

Do ponto de vista teórico, a relação da liquidez com o desempenho se encontra estabelecida na literatura, porém os resultados são mistos, evidenciando relação linear positiva

(ALMEIDA et al., 2004; FRESARD, 2010; ROCCA; CAMBREA, 2018; ROCCA et al., 2019; DOAN, 2020), linear negativa (ASLAM; KALIM; FIZZA, 2019) e em forma de U-invertido (NASON; PATEL, 2016).

No contexto brasileiro, Forti et al. (2011) encontraram uma relação linear positiva entre retenção de caixa e desempenho operacional e concluem que a retenção de grandes volumes de caixa pode ser considerada uma estratégia competitiva viável para as empresas, com efeitos positivos no desempenho. Analisando empresas brasileiras exportadoras e domésticas listadas na B3, Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021) encontraram também uma relação linear positiva entre retenção de caixa e desempenho operacional.

Rocca et al. (2019) sugerem a necessidade de se investigar o papel de fatores moderadores inerentes ao contexto institucional da empresa, que são capazes de ampliar ao invés de reduzir o valor da liquidez no desempenho das empresas. Esses autores verificaram que contextos institucionais mais pobres no qual as empresas estão inseridas moderam a relação básica entre o caixa e desempenho.

O dinheiro em caixa pode ser um recurso benéfico para a empresa se adaptar ao contexto em que atua (ALMEIDA et al., 2004; DEB; DAVID; O'BRIEN, 2017; ROCCA et al., 2019). De acordo com Kim e Bettis (2014) o dinheiro é o recurso mais flexível e versátil que as empresas podem ter, uma vez que pode ser convertido a qualquer momento para qualquer propósito, representando uma capacidade latente de realizarem um conjunto mais amplo de ações estratégicas. Ainda tem o potencial de conferir vantagem competitiva e proteger a empresa de turbulências ambientais, melhorando o desempenho pela facilitação da adaptação a ambientes complexos (DEB; DAVID; O'BRIEN, 2017).

Numa perspectiva contingencial, a eficácia da organização está relacionada à conformidade entre as suas características internas e contingências externas (WANG; SINGH, 2014), sendo o ambiente uma das principais fontes de contingências enfrentadas por uma empresa (GARCÍA-SANCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO; GARCIA-BENAU, 2018). O desempenho organizacional depende do ajuste entre a estrutura, os processos e o ambiente organizacional (DRAZIN; VAN de VEN, 1985).

Dessa forma, a maneira pela qual a empresa combina os seus recursos com o ambiente externo influencia o seu desempenho (DRAZIN; VAN de VEN, 1985; WANG; SINGH, 2014; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020). Sugere-se, então, a integração da teoria Contingencial com a VBR em sua lógica Penroseana (1959) no estudo dos efeitos das contingências ambientais externas e da liquidez no desempenho das empresas.

Para Jung, Foege e Nuesch (2020), a liquidez tem valor para as empresas que atuam sob certas contingências que exigem flexibilidade e adaptação. Para se adaptarem, as empresas precisam se ajustar estrategicamente às contingências ambientais, o que significa combinar os recursos corporativos com as contingências ambientais que afetam o seu desempenho.

Dess e Beard (1984) classificam o ambiente de tarefas das empresas em três dimensões: dinamismo, complexidade e munificência. O dinamismo está relacionado à taxa de mudança, instabilidade e imprevisibilidade do ambiente, a complexidade se refere ao grau de dispersão do ambiente, isto é, a heterogeneidade e o alcance das atividades de uma empresa e, por fim, a munificência que é o nível de recursos presentes no ambiente que apoiam o crescimento das empresas.

Jung, Foege e Nuesch (2020) demonstraram que as dimensões ambientais propostas por Dess e Beard (1984) moderam a relação entre caixa e desempenho de empresas norte-americanas. Avançando o estudo sobre o valor estratégico da liquidez no processo de adaptação da empresa às contingências ambientais, a presente pesquisa investiga se a relação entre diversificação internacional e desempenho contábil é mediada pelo caixa moderado pelo dinamismo e munificência.

Em um ambiente dinâmico, ou seja, instável e imprevisível, a liquidez funciona como uma proteção de segurança para amenizar os efeitos negativos de eventos inesperados e prejudiciais ao desempenho (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), isto é, quanto maior a liquidez em um ambiente dinâmico, melhor o desempenho das empresas.

Por outro lado, em um ambiente de maior instabilidade a liquidez pode gerar efeitos negativos no desempenho, sugerindo que as empresas com maiores reservas de dinheiro se abstêm de agir diante da instabilidade do setor, o que torna a empresa complacente, diminuindo o valor estratégico da liquidez (NASON; PATEL, 2016; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Em um ambiente mais munificente a relação do caixa com o desempenho não gera efeitos positivos, acarretando a diminuição da importância da natureza adaptativa do caixa (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), implicando dizer que as empresas que atuam em ambientes mais generosos necessitam de menor liquidez para um melhor desempenho.

Acredita-se, portanto, que as empresas ao se diversificarem internacionalmente, aumentam suas receitas com a expansão das vendas no mercado externo (FERNANDES; GONENC, 2016), possibilitando o aumento das suas reservas de caixa, cujas contingências ambientais moderam a sua relação com o desempenho. Surgem, então, as seguintes hipóteses:

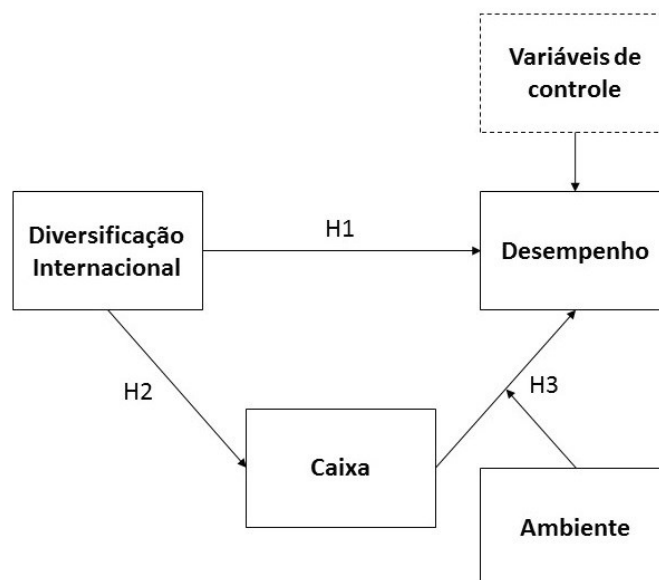
H3: o caixa moderado pelas contingências ambientais medeia a relação entre diversificação internacional e o desempenho das empresas.

H3a: o caixa moderado pelo dinamismo ambiental medeia a relação entre diversificação internacional e o desempenho das empresas.

H3b: o caixa moderado pela munificência ambiental medeia a relação entre diversificação internacional e o desempenho das empresas.

A Figura 4 representa o modelo conceitual do efeito da diversificação internacional no desempenho mediada pela moderação entre o caixa e as contingências ambientais.

Figura 4 - Diversificação internacional e desempenho: modelo conceitual



Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

Atualmente, de forma ainda incipiente tem surgido pesquisas que estão analisando os efeitos financeiros da COVID 19 a nível de empresa, por exemplo, Zimon e Tarighi (2021) analisaram a relação entre as políticas de gestão de capital de giro e o desempenho durante a COVID 19 para as pequenas e médias empresas polonesas, porém não encontraram influência significativa da COVID 19 na relação entre os componentes de capital de giro e desempenho. Ahmad, Bashir e Waqas (2022) identificaram que o efeito da gestão do capital de giro no desempenho de empresas chinesas foi mais evidente no período de COVID 19 em comparação ao período da crise do *subprime* de 2008.

Já Shen, Fu, Pan, Yu e Chen (2020) exploraram a relação entre COVID 19 e o desempenho financeiro de empresas chinesas e descobriram que a COVID 19 teve um impacto negativo no desempenho das empresas da amostra. Hu e Zhang (2021) descobriram que os efeitos adversos da COVID 19 no desempenho das empresas são menos pronunciados em países com melhores sistemas de saúde, sistemas financeiros mais avançados e melhores instituições.

Apesar de não constituir o objeto da presente pesquisa, de forma complementar, buscou-se verificar os efeitos da COVID 19 nos resultados apresentados na seção 4. Incluiu-se nos modelos a variável *dummy* para a COVID, considerando-se o ano de 2020 (COVID = 1, se o ano é 2020 e não COVID = 0, para os outros anos), seguindo o procedimento adotado por Ahmad et al. (2022). Destaca-se que os resultados de todos os modelos não apresentaram significância estatística para o período de COVID e suas interações com o caixa e diversificação internacional.

3.2 Métodos

3.2.1 Dados e amostra

A amostra inicial composta por 384 empresas brasileiras listadas na B3 foi baseada nos dados contábeis coletados da base de dados da Economatica entre os anos de 2010 e 2020. Esse período foi demarcado pela disponibilidade dos dados de receitas de exportação nos formulários de referência 7.6 divulgados no site da B3.

Foram excluídas 126 empresas da seção K, divisões 64 a 66 do Cadastro Nacional de Atividades Econômicas – CNAE versão 2.0, que desempenham atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados, resultando em 258 empresas. Por se investigar as empresas com dados disponíveis de exportação, a amostra final foi composta por 75 empresas exportadoras de 10 setores: agropecuária, indústria extrativa, indústria de transformação, eletricidade e gás, comércio e preparação de veículos automotores, transporte e armazenagem, alimentação, informação e comunicação, construção imobiliária e locação.

Realizou-se a identificação da atividade econômica da empresa pela consulta do CNAE da atividade principal informado no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica - CNPJ na base de dados da Receita Federal. Para o cálculo das variáveis do ambiente de tarefas organizacionais (dinamismo e munificência), as empresas foram agrupadas por setor a nível de 2 dígitos do CNAE versão 2.0.

3.2.2 Variáveis do estudo

As variáveis são de balanços patrimoniais e demonstrações do resultado consolidados e do encerramento do exercício. No Quadro 3 são relacionadas as variáveis utilizadas no estudo.

Quadro 3 – Variáveis do estudo de diversificação internacional

Variável	Nível	Sigla	Definição	Base de dados	Autores
Dependente					
Desempenho	Firma	ROA	Lucro operacional antes dos juros dividido pelo ativo total.	Economática	Nachum (2004); Oh (2010); Forti, Peixoto e Freitas (2011); Chen e Tan (2012); Jung, Foege e Nuesch (2020); Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021)
Independente					
Grau de Internacionalização	Firma	EXP	Receita de exportação dividida pela receita total.	B3 – formulário de referência 7.6	Chen e Tan (2012); Oh (2010); Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021)
Mediadora					
Retenção de caixa	Firma	CAI	Caixa e equivalentes de caixa dividido pelo ativo total.	Economática	Forti, Peixoto e Freitas (2011); Jung, Foege e Nuesch (2020); Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021)
Moderadora					
Dinamismo	Setor (ambiente)	INST	Instabilidade*	Economática	Jung, Foege e Nuesch (2020)
		INC	Incerteza** Média do beta de mercado do setor.		
Munificência	Setor (ambiente)	CAP	Capacidade***		
		CRE	Crescimento. Proporção do valor médio das vendas do setor do ano atual dividido pelo valor médio das vendas do ano anterior		
Controle					
Investimento	Firma	INV	Despesas de capital dividido pelo total de ativos	Economática	Jung, Foege e Nuesch (2020)
Crescimento das vendas	Firma	VEN	Logaritmo natural da razão entre vendas _(t) e vendas _(t-1)		Jung, Foege e Nuesch (2020)
Fluxo de caixa	Firma	FLC	Lucro operacional antes da depreciação, menos imposto de renda total,		Jung, Foege e Nuesch (2020)

			menos a mudança anual em impostos diferidos, menos despesas com juros brutos sobre a dívida total, menos o valor dos dividendos e dividido pelo total de ativos	
Endividamento	Firma	END	Dívida total dividida pelo total de ativos	Jung, Foege e Nuesch (2020)
Tamanho da firma	Firma	TAM	Logaritmo natural do total de ativos	Rocca e Cambrea (2018); Rocca et al. (2019); Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021)
Folga Absorvida (CGL)	Firma	CGL	Capital de Giro Líquido dividido pelo total de ativos	Jung, Foege e Nuesch (2020)
Folga Absorvida (DA&V)	Firma	DAV	Despesas administrativa e de vendas dividido pelas vendas	Jung, Foege e Nuesch (2020)

* **Nota:** volatilidade das vendas do setor durante os cinco anos anteriores. As vendas do setor foram regredidas em cinco anos em relação ao tempo. Foram extraídos os erros padrão dos coeficientes de regressão relacionados às dummies de tempo, dividindo o erro padrão pelas vendas médias da indústria e calculado o logaritmo para contabilizar a assimetria.

** **Nota:** utilizado o beta de mercado cujo cálculo se dá pela seguinte equação: $r_{it} = \alpha_i + \beta_{i,rm_t}(r_{m_t} - r_f)$, onde r_{it} é o retorno das ações da empresa, r_{m_t} é o retorno de mercado (Ibovespa) e r_f é a taxa livre de risco (taxa Selic). O beta é calculado usando série de cotações diárias e para definição da observação anual da empresa é considerada a estimativa do beta do final do ano civil. O beta do setor foi calculado pela média dos betas individuais das empresas.

*** **Nota:** primeiro foi calculada a capacidade ambiental como o coeficiente de tempo das regressões das vendas do setor em relação ao tempo, que é dividido pelo valor médio das vendas do setor. Como foram usados logaritmos naturais das vendas do setor como variável dependente, foi calculado o antilog do coeficiente de declive da regressão para obter a proxy final para capacidade ambiental.

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

Todas as variáveis foram *winsorizadas* no primeiro e no 99º percentil para o tratamento da influência de *outliers*. As variáveis de interação foram padronizadas para reduzir a multicolinearidade. Os fatores de inflação de variância (FIVs) variaram entre 1,66 e 1,73, abaixo dos limites críticos de multicolinearidade. Para estimação do modelo mais adequado para regressão dos dados foram rodados os testes de *Breusch Pagan*, *Chow* e *Hausman*. O teste de *Wald* mostrou que os modelos exibiram problemas de heterocedasticidade e o teste de *Wooldridge* mostrou que há presença de autocorrelação de primeira ordem. As regressões foram rodadas considerando erros padrão robustos à heteroscedasticidade e agrupados no nível da empresa. Abordou-se o efeito do tempo e do setor por meio de *dummies* de tempo e setor.

3.2.3 Técnica analítica

A análise dos dados foi realizada por meio de regressão linear múltipla com dados em painel. Para o teste da mediação moderada, definida como processo condicional em que há a combinação entre uma mediação e moderação (PREACHER; RUCKER; HAYES, 2007), utilizou-se o modelo de mediação moderada proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005), o qual adota a abordagem clássica descrita por Baron e Kenny (1986) para demonstrar a mediação, conforme as seguintes equações:

$$Y = \beta_1 + \beta_2X + \beta_3X^2 + \beta_4Mo + \beta_5XMo + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$Me = \beta_{11} + \beta_{12}X + \beta_{13}Mo + \beta_{14}XMo + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$Y = \beta_{21} + \beta_{22}X + \beta_{23}X^2 + \beta_{24}Mo + \beta_{25}XMo + \beta_{26}Me + \beta_{27}MeMo + \varepsilon_3 \quad (3)$$

Segundo Muller, Judd e Yzerbyt (2005), mediação moderada implica que o efeito indireto entre o tratamento (X) e o resultado (Y) depende do moderador (Mo). Isto é, no caso dessa pesquisa, na equação (3) o efeito parcial de Me sobre Y depende do moderador ($\beta_{27} \neq 0$, e na equação (2) o efeito de X sobre Me [β_{12}] é diferente de zero). Não necessariamente o efeito residual do tratamento (X), isto é, β_{22} e β_{23} precisam ser estatisticamente significativos para se estabelecer a mediação moderada.

Para demonstrar a mediação moderada em uma amostra de dados, o caso prototípico na equação (1) leva à expectativa de que β_2 e β_3 sejam significativamente diferentes de zero, enquanto β_5 não o é. Além disso, um ou ambos dos seguintes padrões devem existir: ambos β_{12} e β_{27} devem ter significância estatística ou ambos β_{14} e β_{26} . Em suma, a mediação moderada é encontrada quando há um efeito geral não moderado do tratamento (X), mas que o efeito indireto do tratamento (X) por meio do mediador é moderado.

De acordo com o caso prototípico, a equação (1) mostra a relação entre o grau de internacionalização (EXP), moderado pelas contingências ambientais, e o desempenho (ROA). A equação (2) mostra a relação entre o grau de internacionalização (EXP), moderado pelas contingências ambientais, e a variável mediadora caixa (CAI). Por fim, a equação (3) demonstra o papel mediador do caixa (CAI) moderado pelas contingências ambientais na relação entre grau de internacionalização (EXP) e desempenho (ROA).

A escolha do modelo de mediação moderada proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005) deveu-se ao fato de se utilizar regressões com dados em painel, cujos modelos de estimação dos parâmetros foram os de efeito fixo. Portanto, não se aplicando aos dados dessa

pesquisa a utilização da abordagem de *bootstrapping* com reamostragem dos dados para a análise da mediação moderada, conforme aplicado por Buckley (2016), utilizando o *software* “*Process*” fornecido por Hayes (2013). Buckley (2016) aplicou a abordagem *bootstrapping* para o processo condicional de sua pesquisa, pois os parâmetros dos modelos foram estimados com dados empilhados (*Pooled*).

3.3 Discussão dos resultados

A Tabela 1 demonstra a estatística descritiva das variáveis do estudo com o tratamento dos *outliers*, relacionando-se as médias, desvios-padrão e correlações.

Tabela 1: Médias, desvios-padrão e correlações

	Med.	DP	ROA	EXP	EXP2	CAI	INST	INC	CAP
ROA	0,52	15,3	1						
EXP	0,26	0,23	-0,20*	1					
EXP2	0,12	0,19	-0,21*	0,94*	1				
CAI	0,08	0,08	0,17*	0,09*	0,11*	1			
INST	-1,64	0,29	-0,03	0,05	0,09*	-0,01	1		
INC	0,67	0,23	0,01	0,02	-0,02	-0,05	0,14*	1	
CAP	1,00	0,01	0,15*	0,02	0,04	0,03	0,34*	-0,04	1
CRE	1,02	0,18	0,05*	0,05	0,04	0,01	0,26*	-0,07*	0,45*
INV	0,05	0,05	0,08*	0,11*	0,13*	-0,01	0,06*	-0,08*	0,15*
VEN	0,01	0,33	0,23*	0,01	0,01	0,09*	0,03	-0,02	0,20*
FLC	0,12	0,13	-0,35*	-0,00	0,02	-0,01	0,03	-0,10*	-0,03
END	0,33	0,27	-0,33*	0,10*	0,12*	-0,07*	0,01	-0,11*	-0,06*
TAM	6,37	0,82	0,24*	0,43*	0,39*	0,07*	-0,14*	0,16*	0,01
CGL	0,26	0,35	-0,38*	-0,11*	-0,09*	-0,02	-0,01	-0,00	-0,10*
DAV	0,29	0,56	-0,32*	-0,23*	-0,23*	0,06*	0,03	-0,04	-0,07*
	CRE	INV	VEN	FLC	END	TAM	CGL	DAV	
CRE	1								
INV	0,10*	1							
VEN	0,32*	0,15*	1						
FLC	-0,01	0,12*	-0,04*	1					
END	-0,01	0,06*	-0,06*	0,08*	1				
TAM	0,02	0,04*	0,07*	-0,23*	-0,10*	1			
CGL	-0,05*	-0,15*	-0,08*	0,34*	0,31*	-0,37*	1		
DAV	-0,04*	0,05*	-0,23*	0,23*	0,21*	-0,26*	0,31*	1	

Nota: * significância estatística ($p < 0,05$). Variáveis: ROA - Desempenho; EXP - Grau de Exportação; CAI - Retenção de caixa; INST - Instabilidade; INC - Incerteza; CAP - Capacidade; CRE - Crescimento; INV - Investimento; VEN - Crescimento de Vendas; FLC - Fluxo de caixa; END - Endividamento; TAM - Tamanho; CGL - Folga absorvida (CGL); DAV - Folga absorvida (DA&V).

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

De forma complementar aos testes FIVs dos modelos, as correlações evidenciadas na Tabela 1 não indicam possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Pode-se verificar na Tabela 1 que as variáveis incluídas nas interações, a variável preditora (CAI) e as variáveis moderadoras (INST, INC, CAP e CRE) apresentaram baixa correlação, sinalizando que essas variáveis são independentes (GARDNER et al. (2017). Os resultados da mediação

moderada com base nos dados da amostra são demonstrados nas Tabelas 2, 3 e 4. As variáveis estão especificadas no Quadro 3.

Tabela 2: Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Dinamismo (instabilidade)

Dependente	Dinamismo (instabilidade)			
	Caixa	ROA	ROA	ROA
	Mod. 1	Mod. 2	Mod.3	Mod. 4
Investimento	-0,14	10,3	23,3**	26,5**
Vendas	0,01	5,18***	4,69***	4,41***
Fluxo de Caixa	0,02	-13,2	-24,4	-24,9
Endividamento	-0,02	-10,5	-14,8***	-14,4***
Tamanho	0,02	8,41	-5,92	-6,63
CGL	0,07**	1,42	4,07	2,74
DA&V	-0,09**	-20,6**	-22,2***	-21,3***
Exportação	0,08**	-6,4***	-4,9***	-5,06***
Exportação2		2,36**	1,30**	1,18*
Caixa				15,4***
Instabilidade	0,00		-0,43	-0,58
Exportação*Instabilidade	-0,01		0,04	0,18
Caixa*Instabilidade				-0,88*
_cons	-0,07	-47,1	50,7	54,0*
FIV	1,69	1,73	1,69	1,68
Modelo	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
N	635	650	637	635
R ² Ajustado	0,10	0,22	0,30	0,31

Nota: Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

*, **, *** = $p < 0,10$, $p < 0,05$, $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021)

A Tabela 3 representa os resultados relativos à munificência ambiental para a análise do modelo de mediação moderada proposto, em que a munificência é medida pela capacidade do setor das empresas da amostra.

Tabela 3: Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Munificência (capacidade)

Dependente	Munificência (capacidade)			
	Caixa	ROA	ROA	ROA
	Mod. 1	Mod. 2	Mod. 3	Mod. 4
Investimento	-0,14	10,3	23,0**	26,4**
Vendas	0,01	5,18***	4,55***	4,29**
Fluxo de Caixa	0,02	-13,2	-24,2	-25,3
Endividamento	-0,02	-10,5	-14,7***	-14,2***
Tamanho	0,03	8,41	-5,85	-6,84
CGL	0,07**	1,42	4,19	3,04
DA&V	-0,09**	-20,6**	-22,4***	-21,1***
Exportação	0,07*	-6,4***	-4,9***	-4,9***
Exportação2		2,36**	1,25**	1,09*
Caixa				16,3***
Capacidade	-0,35		12,6	32,3
Exportação*Capacidade	0,01**		0,27	0,09
Caixa*Capacidade				0,53
_cons	0,21	-47,1	38,3	23,9

FIV	1,70	1,73	1,72	1,72
Modelo	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
N	635	650	637	635
R ² Ajustado	0,11	0,22	0,30	0,31

Nota: Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

*, **, *** = $p < 0.10$, $p < 0,05$, $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021)

Já a Tabela 4 representa os resultados relativos à munificência ambiental para a análise do modelo de mediação moderada proposto, em que a munificência é medida pelo crescimento do setor das empresas da amostra.

Tabela 4: Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Munificência (crescimento)

Dependente	Munificência (crescimento)			
	Caixa Mod. 1	ROA Mod. 2	ROA Mod. 3	ROA Mod. 4
Investimento	-0,15	10,3	23,0**	25,6**
Vendas	0,01	5,18***	4,27**	3,90**
Fluxo de Caixa	0,02	-13,2	-24,4	-25,5
Endividamento	-0,02	-10,5	-14,7***	-14,4***
Tamanho	0,02	8,41	-6,00	-6,59
CGL	0,06**	1,42	4,16	3,11
DA&V	-0,08**	-20,6**	-22,6***	-21,4***
Exportação	0,07*	-6,4***	-4,9***	-4,9***
Exportação2		2,36**	1,30**	1,18**
Caixa				14,5***
Crescimento	-0,01		0,95	1,11
Exportação*Crescimento	0,01**		0,02	0,12
Caixa*Crescimento				-1,28***
_cons	-0,08	-47,1	50,9*	53,6*
FIV	1,71	1,73	1,68	1,66
Modelo	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
N	635	650	637	635
R ² Ajustado	0,11	0,22	0,30	0,31

Nota: Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

*, **, *** = $p < 0.10$, $p < 0,05$, $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021)

Nas Tabelas 2, 3 e 4, os resultados do modelo 2 indicam que o grau de internacionalização (exportação) tem relação estatisticamente significativa em forma de U com o desempenho das empresas ($\beta = -6,4$, $p < 0.01$; $\beta = 2,36$, $p < 0.05$), conforme Contractor et al. (2007) e Teruel, Pereira e Maestri (2013). Esses resultados suportam a H1, os quais implicam que num primeiro estágio a relação é negativa, mas que num segundo estágio o aumento das exportações passa a ter relação positiva com o desempenho.

Para testar a hipótese H2, realizou-se a regressão do grau de internacionalização em relação à retenção de caixa. Na Tabela 2, modelo 1, o coeficiente do grau de internacionalização

foi estatisticamente significativo e positivo ($\beta = 0,08$, $p. < 0.05$). Nas Tabelas 3 e 4, modelo 1, o coeficiente do grau de internacionalização foi estatisticamente significativo e positivo ($\beta = 0,07$, $p. < 0.10$). Esses resultados indicam que o grau de internacionalização está associado positivamente à retenção de caixa, cujos resultados suportam a H2. Esses achados se alinham aos resultados encontrados por Pinkowitz, Stulz, Williamson (2016) e Benkraiem, Lakhali e Zopounidis (2020).

A mediação moderada implica que o efeito indireto do tratamento no resultado depende do moderador (MULLER; JUDD; YZERBYT, 2005), isto é, o efeito da retenção de caixa no desempenho depende das contingências ambientais: dinamismo e munificência. Nesse caso, sem a moderação geral do efeito do tratamento (grau de internacionalização) no resultado (ROA), o controle da mediação é moderado.

Para fins de verificação da existência de mediação moderada em relação aos dados da amostra, o caso prototípico leva à expectativa de que β_2 e β_3 sejam significativamente diferentes de zero, enquanto β_5 não. Ainda, ambos β_{12} e β_{27} devem ser estatisticamente significativos.

Com isso, a Tabela 2 demonstra que no modelo 3, o caso prototípico leva à expectativa de que β_2 ($\beta = -4,9$, $p. < 0.01$) e β_3 ($\beta = 1,30$, $p. < 0.05$) sejam significativamente diferentes de zero, enquanto β_5 ($\beta = 0,04$) não. Ainda, ambos β_{12} ($\beta = 0,08$, $p. < 0.05$) e β_{27} ($\beta = -0,88$, $p. < 0.10$), nos modelos 1 e 4, sejam estatisticamente significativos. Dessa forma, esses resultados apoiam a H3a. Os resultados confirmam que a retenção de caixa moderada pelo dinamismo (instabilidade) medeia parcialmente a relação entre o grau de internacionalização e desempenho.

Já a Tabela 4 demonstra que no modelo 3, o caso prototípico leva à expectativa de que β_2 ($\beta = -4,9$, $p. < 0,01$) e β_3 ($\beta = 1,30$, $p. < 0,05$) sejam significativamente diferentes de zero, enquanto β_5 ($\beta = 0,02$) não. Ainda, ambos β_{12} ($\beta = 0,07$, $p. < 0.10$) e β_{27} ($\beta = -1,28$, $p. < 0.01$), nos modelos 1 e 4, sejam estatisticamente significativos. Dessa forma, esses resultados apoiam a H3b. Os resultados confirmam que a retenção de caixa moderada pela munificência (crescimento) medeia parcialmente a relação entre o grau de internacionalização e desempenho.

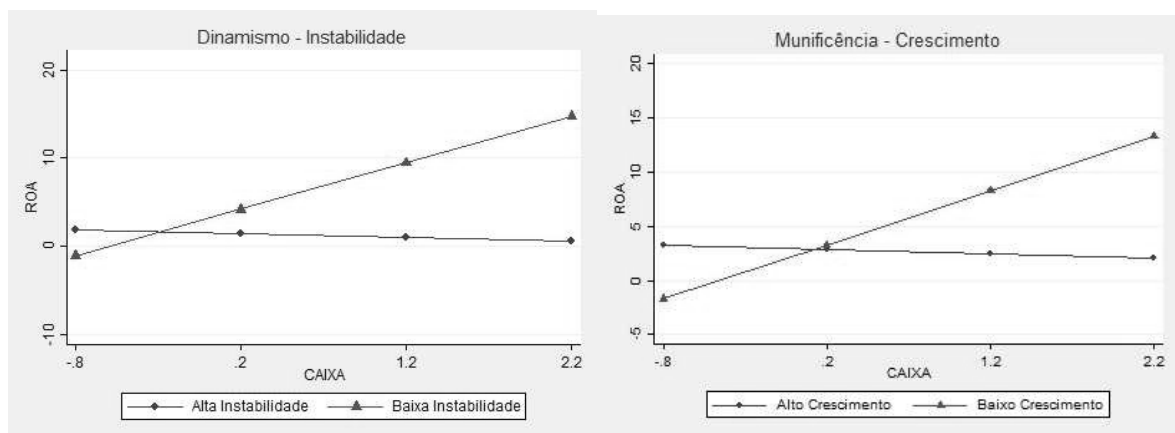
Isso implica dizer que, conforme Tabela 2, modelo 4, o efeito indireto da diversificação internacional no desempenho será melhor por meio de maior liquidez em ambiente menos instável, uma vez que a relação da interação entre caixa e instabilidade foi estatisticamente significativa e negativa ($\beta = -0,88$, $p. < 0.10$).

Observa-se na Tabela 4, modelo 4, que o efeito indireto da diversificação internacional no desempenho será melhor por meio de maior liquidez em ambiente menos munificente, uma

vez que a relação da interação entre caixa e crescimento foi estatisticamente significativa e negativa ($\beta = -1,28$, $p. < 0.01$).

Os resultados das moderações representados nas Tabelas 2 e 4, modelo 4, mostram que um maior nível de instabilidade diminui o valor estratégico da retenção de caixa, mas para o ambiente menos munificente, o baixo crescimento do setor aumenta o valor estratégico da liquidez. Isso também é indicado nos gráficos da Figura 5 se a instabilidade for alta e o crescimento do setor for baixo.

Figura 5 – Efeitos moderadores do ambiente de tarefas da empresa



Nota: Os gráficos foram gerados usando o comando *margins* e *marginsplot* no STATA. Cada gráfico mostra o desempenho da empresa (eixo vertical), medido pelo ROA em relação à liquidez (eixo horizontal). Os limites aplicam-se ao valor mínimo e máximo arredondado da retenção de caixa (padronizado). Foram usados o 1º e 99º percentis das variáveis moderadoras como indicações para uma dimensão ambiental baixa e alta.

Fonte: Elaborado pelos autores (2021)

Com base nos gráficos da figura 5, observa-se que a moderação da instabilidade e do crescimento causam um enfraquecimento na relação entre caixa e desempenho das empresas da amostra, pois o declive dessa relação se aproxima de zero (torna-se mais plana) conforme os valores dos moderadores aumentam. Segundo Gardner et al. (2017), o enfraquecimento ocorre quando os sinais do preditor (β_{22}) e do termo de interação (β_{27}) são diferentes, isto é, um positivo e o outro negativo. O que é o caso dos resultados representados nas Tabelas 2 e 4, modelo 4, em que a variável caixa apresentou sinal positivo e a interação sinal negativo.

Os resultados sugerem que as empresas exportadoras ao expandirem as suas vendas para o mercado externo, mantêm maiores reservas de caixa, sendo um recurso versátil (PENROSE, 1959) que pode ser usado para a adequação das empresas às contingências ambientais externas (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020). A instabilidade e o crescimento do setor moderam a relação entre o caixa e desempenho, fazendo com que essa relação seja mais fraca em ambientes de

maior dinamismo e munificência. Isso implica dizer que o caixa se torna mais benéfico em ambientes com menor dinamismo e munificência.

As reservas de caixa para as empresas exportadoras são benéficas em ambientes de baixa munificência, uma vez que os resultados sugerem que maiores níveis de liquidez em ambientes de baixo crescimento do setor estão associados ao melhor desempenho, o que se alinha aos achados de Jung, Foege e Nuesch (2020). Isso implica na suposição de que o caixa em tempo de baixa munificência auxilia as empresas a criarem valor (FRESARD, 2010), desenvolverem novas capacidades (KIM; BETTIS, 2014) e entrarem em novos mercados, enquanto as empresas com pouco dinheiro podem sofrer por não serem capazes de se diversificarem (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020) e serem penalizadas pela intensificação da concorrência em ambientes poucos generosos (SONG; LEE, 2020).

Sob a perspectiva da VBR, as empresas exportadoras que atuam em ambientes pouco generosos podem se expandir para outros mercados para terem acesso a recursos antes restritos (BAUSCH; KRIST, 2007; YUAN; QIAN; PANGARKAR, 2016), na forma de caixa, utilizando-o estrategicamente para suportarem o baixo crescimento do setor e melhorarem o desempenho.

Em ambiente de maior instabilidade as empresas exportadoras tiveram melhor desempenho com menores níveis de reservas de caixa, denotando que a posse de liquidez pode gerar efeitos negativos no desempenho em ambientes dinâmicos. Esses resultados sugerem que as empresas exportadoras com maiores reservas de dinheiro em ambientes dinâmicos se abstêm de agir diante da instabilidade do setor, o que torna a empresa complacente, com a visão de que investir dinheiro para melhorar a posição estratégica da empresa pode ser arriscado, diminuindo o valor estratégico da liquidez (NASON; PATEL, 2016; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Já os achados de Jung, Foege e Nuesch (2020) mostram para o contexto norte-americano que o caixa assume valor estratégico para as empresas que atuam em um ambiente de maior dinamismo. Esses resultados contrários aos encontrados na presente pesquisa podem ser justificados pelo fato de se analisar as empresas exportadoras, que num contexto brasileiro de maior instabilidade, preferiram adotar uma posição estratégica mais complacente. O Brasil, por ser um país emergente, pode propiciar um ambiente mais instável para as empresas do que o enfrentado pelas empresas norte-americanas.

Ainda, o efeito da retenção de caixa no desempenho pode ser diferente para medidas baseadas no mercado em comparação com as medidas baseadas na contabilidade (NASON; PATEL, 2016), uma vez que os resultados encontrados por Jung, Foege e Nuesch (2020) para o desempenho de mercado não foram confirmados para o desempenho operacional.

3.3.1 Teste de robustez

Inicialmente, verificou-se se os dados da amostra se adequariam à análise por meio de Regressão Linear Multinível (RLM), tendo em vista que os dados referentes ao ambiente são a nível de setor. No entanto, o coeficiente de correlação intraclasse (ICC) que mede a variação do desempenho e caixa das empresas entre os setores ficou abaixo de 0,05, não justificando a utilização do RLM (SALAH, 2018).

Como existe potencial causalidade reversa entre caixa e desempenho (empresas com maior desempenho mantêm maior retenção de caixa devido a maior lucratividade) e potenciais problemas de endogeneidade, aplicou-se o Método Generalizado dos Momentos (GMM-System) de Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), usando uma estimativa dinâmica de dados em painel (ROODMAN, 2009; ULLAH; AKHTAR; ZAEFARIAN, 2018) aos modelos 1, 3 e 4 das Tabelas 2 e 4. Os testes foram realizados utilizando-se o comando xtabond2 no Stata. Utilizou-se como instrumentos as variáveis explicativas defasadas (t-1 a t-4).

Para a avaliação dos modelos estimados pelo GMM-System, realizou-se os seguintes testes: i) J de Hansen para testar a validade dos instrumentos ($0,60 > p\text{-valor} > 0,05$); ii) Arellano-Bond AR(2) para identificar possíveis problemas de autocorrelação de segunda ordem ($p\text{-valor} > 0,05$); iii) significância da variável dependente defasada para justificar a utilização de painel dinâmico ($p\text{-valor} < 0,05$).

O modelo 3 não atendeu ao pressuposto de significância da variável dependente defasada, portanto não justificando a utilização de painel dinâmico. Além disso, considerando uma possível endogeneidade das variáveis de diversificação internacional (EXP e EXP2), em termos estatísticos, essas variáveis poderiam ser consideradas exógenas, uma vez que o teste C de endogeneidade/exogeneidade indicou baixa correlação entre as variáveis e o erro ($p\text{-valor} > 0,05$).

A Tabela 5 representa os resultados das regressões dos modelos 1 e 4 das Tabelas 2 e 4, nas quais o efeito de mediação foi confirmado, seguindo o procedimento realizado por Rocca e Cambrea (2018) e Rocca et al. (2019). Os resultados dos modelos de efeitos fixos são reportados nas colunas 1, 3, 5 e 7, enquanto os resultados dos modelos aplicando GMM-System nas colunas 2, 4, 6 e 8.

Tabela 5: Resultados da análise de efeitos fixos e GMM-System para os modelos de mediação moderada

	Instabilidade	Crescimento	Instabilidade	Crescimento
--	---------------	-------------	---------------	-------------

Dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	EF	GMM	EF	GMM	EF	GMM	EF	GMM
	Caixa	Caixa	Caixa	Caixa	ROA	ROA	ROA	ROA
Caixa (t-1)		0,25***		0,25***				
ROA (t-1)						-0,12*		-0,13*
Investimento	-0,15	-0,05	-0,15	-0,04	26,5**	35,0**	26,3**	40,0
Vendas	0,01	-0,00	0,01	0,00	4,47***	8,64***	4,00**	8,10***
Fluxo de Caixa	0,03	0,01	0,02	0,01	-25,1	-41,4**	-25,2	-37,9**
Endividamento	-0,02	0,02	-0,02	0,02	-14,4***	-13,4***	-14,3***	-15,7***
Tamanho	0,02	-0,02	0,02	-0,02	-6,81	0,60	-6,87	0,13
CGL	0,07**	-0,01	0,06**	-0,01	2,96	-8,57*	3,07	-9,68**
DA&V	-0,08**	-0,05**	-0,08**	-0,05**	-20,9***	-9,8	-21,3***	-12,6*
Exportação	0,07*	0,09**	0,07*	0,10**	-4,97***	-6,65***	-4,98***	-6,94***
Exportação2					1,14*	2,78**	1,14*	2,54**
Caixa					15,5***	47,2***	15,6***	40,5***
Instabilidade	0,00	0,00			-0,41	-0,53		
Crescimento			-0,01	-0,03			1,24	2,22
_cons	-0,10	0,24	-0,08	0,25	55,5*	0,25	55,2*	3,90
N	635	582	635	582	635	584	635	584
R ² Ajustado	0,10		0,10		0,30		0,30	
Teste AR(2)		0,22		0,30		0,69		0,58
J de Hansen		0,25		0,22		0,47		0,59

Nota: Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

*, **, *** = $p < 0.10$, $p < 0,05$, $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021)

Conforme Tabela 5, as principais premissas do modelo GMM-System são validadas. A estatística J de Hansen testa a ausência de correlação entre os instrumentos e o termo de erro. Os resultados confirmam que os instrumentos utilizados são válidos. Além disso, a estatística AR(2), desenvolvida por Arellano e Bond (1991), mostra a ausência de problemas de correlação serial de segunda ordem e as variáveis dependentes defasadas apresentaram significância estatística, o que justifica a utilização do painel dinâmico.

Utilizando diferentes defasagens das variáveis dependentes e explicativas como instrumentos, os resultados prévios da relação exportação-caixa e caixa-desempenho são confirmados pela técnica GMM-system, os quais permanecem com o mesmo sinal e estatisticamente significativos, mostrando a robustez dos resultados verificados pelo estimador de efeito fixo.

3.4 Considerações Finais

O objetivo desse estudo foi verificar se o caixa moderado pelas contingências ambientais medeia a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas brasileiras exportadoras listadas na B3, o qual foi atingido. Analisou-se empresas exportadoras compreendendo os anos de 2010 a 2020. Os testes estatísticos apoiaram as hipóteses do estudo, sendo todas confirmadas.

Os resultados mostram que o caixa moderado pela instabilidade e crescimento do setor medeiam a relação entre diversificação internacional e desempenho. Esses resultados sugerem que o grau de internacionalização está positivamente associado à retenção de caixa e que maiores níveis de caixa em ambientes com baixa munificência e instabilidade estão associados a um melhor desempenho.

Seguindo uma perspectiva contingente na relação entre o caixa e desempenho e sugerindo que o valor do caixa das empresas exportadoras depende de contingências, compreende-se de fato que as reservas de caixa dependem do ambiente de tarefas de uma empresa, podendo ser um amortecedor para evitar pressões competitivas, auxiliando no alinhamento com o ambiente.

A presente pesquisa ecoa Penrose (1959) ao mostrar que o caixa, além de mediar a relação entre diversificação internacional e desempenho, pode proporcionar influência positiva no desempenho dependendo das contingências ambientais em que a empresa atua. As empresas ao expandirem os seus negócios para o mercado externo, têm a possibilidade de aumentar a liquidez e utilizar a versatilidade do caixa de forma estratégica, principalmente em ambientes poucos generosos em recursos.

Consoante a teoria VBR e a perspectiva contingente, o presente estudo contribui e acrescenta à literatura de negócios internacionais a análise da retenção de caixa das empresas exportadoras como uma variável mediadora da relação entre diversificação internacional e desempenho num contexto de dinamismo e munificência ambientais, além disso mostra o valor estratégico do caixa para o alinhamento da empresa a depender do seu ambiente de tarefas. Do ponto de vista empírico, para que os gestores de empresas exportadoras obtenham melhor desempenho, sugere-se que analisem os custos e benefícios da liquidez na expansão dos negócios para o mercado externo, levando em consideração o ambiente de tarefas no qual a empresa atua.

Como limitação da pesquisa aponta-se que os resultados são limitados às empresas brasileiras listadas na B3 e que apresentaram operações de exportação, sendo a amostra de generalização limitada. Por conseguinte, a abordagem do dinamismo e munificência ambientais restringem-se às empresas da amostra, uma vez que as variáveis do ambiente de tarefas das empresas foram calculadas com base nos dados das próprias empresas. Sugere-se para estudos futuros testar se os resultados dessa pesquisa são válidos para empresas não listadas, assim como para pequenas e médias empresas.

Sugere-se para futuras pesquisas o estudo e a identificação de outros recursos que podem propiciar crescimento e vantagem competitiva para as empresas, inseridos na análise da relação

entre diversificação internacional e desempenho sob a ótica da mediação. Recomenda-se também a utilização de outras *proxies* de diversificação internacional que denotem outros modos de entrada no mercado externo como, por exemplo, investimento direto no exterior, levando em consideração o ambiente de tarefas do país de origem e de destino das empresas diversificadas internacionalmente.

CAPÍTULO 4: OS EFEITOS DOS FATORES DE LOCALIZAÇÃO DAS REGIÕES SUBNACIONAIS E CAIXA NO DESEMPENHO

Resumo do Capítulo 4

O estudo dos efeitos da diversificação geográfica dentro de um mesmo país no desempenho das firmas é ainda incipiente na literatura. Aplica-se à presente pesquisa os conceitos da literatura de negócios internacionais e geografia econômica na análise dessa relação. O objetivo é verificar se a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais da cidade da subsidiária influencia o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, conforme a localização da sua (s) subsidiária (s). Foram realizadas regressões lineares múltiplas com dados relativos ao ano de 2020 para verificar a relação do objeto de análise da pesquisa. Os resultados mostram que a interação entre o caixa e tamanho de mercado da cidade de localização da subsidiária da empresa tem relação com o seu desempenho financeiro. Verificou-se também que o tamanho de mercado e o desenvolvimento sustentável do local da sede da empresa estão negativa e positivamente associados, respectivamente, com o desempenho operacional das empresas da amostra.

Palavras-chave: região; determinantes de localização; caixa; desempenho.

4 Introdução do Capítulo 4

A valorização do regional vem contribuindo para que o meio acadêmico discuta aspectos conceituais e teóricos sobre região, regionalismo e regionalidade (Gil, 2007). Era um campo de estudo restrito à Geografia, mas que vem ganhando corpo em outras áreas de estudo, inclusive na Administração, porém ainda são incipientes os cursos e as publicações relativos à influência do regional sobre seu objeto de estudo (GIL; OLIVA; SILVA, 2007).

O conceito de região vem sendo construído sob a ótica de diversos aspectos, como predominância e evasão de fatores produtivos regionais, demandas locais, empreendimentos comuns e competitividade (GIL, KLINK; SANTOS, 2004 *apud* GIL; OLIVA; GASPAR, 2007). A regionalidade pode ser vista como um conjunto de elementos econômicos e históricos que diferenciam uma dada região, permitindo comparações entre as regiões (GIL; OLIVA; GASPAR, 2007).

No contexto dos negócios internacionais, por muito tempo, as pesquisas da área de diversificação geográfica internacional assumiram a homogeneidade do país anfitrião no estudo das estratégias de internacionalização, opções de localização e modos de entrada, bem como de suas consequências (HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020). No entanto, cada vez mais a estratégia de diversificação internacional está sendo considerada ao nível subnacional (HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020).

Uma região subnacional pode ser conceituada como um espaço dentro de um país e é geralmente demarcada por uma fronteira cultural, econômica e administrativa, como um estado federado ou uma província (HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020). Estudos anteriores encontraram variações de regiões subnacionais dentro de um país em termos de cultura, instituições, recursos naturais e outras características geográficas e econômicas (BEUGELSDIJK & MUDAMBI, 2013; CASTELLANI, GIANGASPERO E ZANFEI, 2013; SUN; PENG; LEE; TAN, 2015).

Devido à heterogeneidade das regiões subnacionais, o desempenho das empresas está relacionado com as diferentes vantagens subnacionais específicas de localização (CHIDLOW et al., 2015; SLANGEN, 2016). Em estudo recente, Oliveira (2020) analisou os efeitos dos determinantes de localização subnacional sobre o desempenho de subsidiárias localizadas na América Latina. No estudo, a autora verifica se os determinantes de localização subnacional, tais como, tamanho de mercado, atratividade de mercado, capital humano e desenvolvimento socioeconômico influenciam o desempenho das subsidiárias analisadas.

Nesse sentido, pesquisas anteriores não investigaram os efeitos da diversificação geográfica dentro de um mesmo país sobre o desempenho das empresas, considerando os determinantes de localização das regiões subnacionais em que as suas subsidiárias estão localizadas. O presente estudo visa aplicar as perspectivas da diversificação internacional a nível subnacional no contexto da diversificação de empresas brasileiras para diferentes regiões do Brasil, uma vez que estas apresentam diferentes características geográficas, culturais, institucionais e econômicas que podem oferecer vantagens e desafios únicos para o desempenho das empresas.

Sob a perspectiva da teoria Contingencial a forma com que a empresa combina os seus recursos com o ambiente influencia o desempenho da empresa, sendo que a eficácia da empresa está associada à conformidade das suas características internas e contingências externas (DRAZIN; VAN de VEN, 1985; WANG; SINGH, 2014; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020). Além disso, estabelecendo uma interseção com a Teoria Contingencial, a Teoria Visão Baseada em Recursos (VBR) aponta que a maneira com que a empresa utiliza os seus recursos pode garantir crescimento e vantagem competitiva (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991).

Baseado na lógica Penroseana (1959), que a versatilidade dos recursos permite às empresas os recombinarem de diferentes maneiras, possibilitando uma gama de serviços que podem contribuir para o crescimento da empresa, argumenta-se que o caixa, por ser versátil, pode ser um recurso valioso (JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020), que associado aos fatores

determinantes das regiões subnacionais, pode contribuir para um melhor desempenho das empresas.

Nessa perspectiva, Jung, Foegen e Nuesch (2020) sugerem que o caixa é um recurso valioso para a empresa promover o ajuste estratégico ao ambiente no qual está inserida. Conforme a empresa gerencia seu caixa de forma estratégica em face dos determinantes de localização das regiões subnacionais nas quais ela opera, pode gerar efeitos no seu desempenho.

Por todo o exposto, tem-se o seguinte problema de pesquisa: a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais influencia o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, conforme a localização da sua (s) subsidiária (s)?

Para responder à questão de pesquisa, portanto, o objetivo do trabalho é verificar se a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais da cidade da subsidiária influencia o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, conforme a localização da sua (s) subsidiária (s), no ano de 2020 em função da disponibilidade dos dados.

Como análise complementar a presente pesquisa busca identificar se os determinantes de localização das regiões subnacionais onde as empresas estão sediadas estão associados ao desempenho das empresas brasileiras listadas na B3. A análise dos dados foi realizada por meio de regressões lineares múltiplas pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Os resultados mostram que a interação entre o caixa e tamanho de mercado da cidade de localização da subsidiária da empresa tem relação com o seu desempenho financeiro. Como análise complementar verificou-se que o tamanho de mercado e o desenvolvimento sustentável do local da sede da empresa estão negativa e positivamente associados, respectivamente, com o desempenho das empresas da amostra.

A pesquisa contribui para a teoria por expandir os estudos dos efeitos da diversificação regional no resultado das empresas, sugerindo que a liquidez tem valor estratégico para as empresas no processo de expansão dos negócios. Também por aplicar os conceitos de diversificação internacional ao se investigar os efeitos da diversificação regional no desempenho das empresas, o que ainda é emergente na literatura.

A pesquisa também contribui por analisar o desempenho das empresas em função dos determinantes de localização das regiões subnacionais e caixa por região geográfica, projetando luz para o entendimento de como o ambiente e a diversificação regional podem contribuir para o desempenho das empresas. Com esse estudo é possível identificar as regiões/ambientes mais adequados para as empresas diversificarem os seus negócios. Regiões com maior desenvolvimento sustentável podem ser potenciais destinos de investimentos e atividades empresariais.

4.1 Referencial teórico

4.1.1 Regiões subnacionais e desempenho

A valorização do regional vem contribuindo para que o meio acadêmico discuta aspectos conceituais e teóricos sobre a região, regionalismo e regionalidade (Gil, 2007). Era um campo de estudo restrito à Geografia, mas que atualmente é discutido na Economia, Sociologia, Saúde, Urbanismo e Administração. Na área da Administração ainda são incipientes os cursos e as publicações relativos à influência do regional sobre seu o objeto de estudo (GIL; OLIVA; SILVA, 2007).

Atualmente, o conceito de região vem sendo construído sob a ótica de diversos aspectos, como predominância e evasão de fatores produtivos regionais, demandas locais, empreendimentos comuns e competitividade (GIL, KLINK; SANTOS, 2004 *apud* GIL; OLIVA; GASPAR, 2007). A regionalidade pode ser vista como um conjunto de elementos econômicos e históricos que diferenciam uma dada região, permitindo comparações entre as regiões (GIL; OLIVA; GASPAR, 2007).

A pesquisa tradicional sobre o gerenciamento estratégico tem sido, ao longo do tempo, dominada pela perspectiva de que a estrutura da indústria (perspectiva econômica da organização industrial) e os recursos e capacidades da empresa (perspectiva da VBR) são os principais determinantes do desempenho organizacional (CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010). Além disso, os estudos convencionais de negócios internacionais que se ancoram nas teorias do comércio e da geografia econômica sustentam que os fatores específicos do país anfitrião são determinantes críticos do desempenho organizacional (CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010). Esses estudos geralmente sugerem que as diferenças nos atributos do país, da indústria e da empresa explicam a variação no desempenho da empresa (CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010).

Por muito tempo, a maioria dos pesquisadores de negócios internacionais consideraram que os países seriam homogêneos dentro das suas fronteiras nacionais. A localização em negócios internacionais é quase sempre conceituada e operacionalizada a nível de país, o próprio termo “negócios internacionais” invoca o estado-nação como unidade de análise (BEUGELSDIJK & MUDAMBI, 2013). No entanto, cada vez mais, a estratégia internacional está sendo observada no nível subnacional (CASTELLANI, GIANGASPERO E ZANFEI, 2013; HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020).

Uma região subnacional pode ser conceituada como um espaço dentro de um país e é geralmente demarcada por uma fronteira cultural, econômica e administrativa, como um Estado federado ou uma província (HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020). Ao se analisar o comportamento da diversificação regional dentro do próprio país, o presente trabalho aplica a visão geográfica de uma região, que segundo Chidlow et al. (2015) é uma região dentro de uma nação particular. Ainda conforme esses autores, a visão geográfica é adequada para os estudos de localização de subsidiárias.

Estudos em Geografia Econômica mostram que há diferenças econômicas significativas dentro das fronteiras nacionais, portanto o país não é o nível mais baixo de análise da localização das subsidiárias, pois os países não são homogêneos e há variações entre as regiões subnacionais em termos de cultura, instituições, recursos naturais e outras características geográficas e econômicas (BEUGELSDIJK; MUDAMBI, 2013; CASTELLANI, GIANGASPERO; ZANFEI, 2013; CHIDLOW et al., 2015; SUN et al., 2015). Conforme Chan, Makino e Isobe (2010) a variação regional, principalmente nas economias emergentes, origina-se das mudanças institucionais contínuas e incrementais, desenvolvimento econômico desigual e diversidade cultural e étnica.

Devido à heterogeneidade do contexto local das regiões subnacionais, o desempenho das empresas está relacionado com as diferentes vantagens subnacionais específicas de localização que, por sua vez, estão ligadas a dimensões como aglomeração, infraestrutura, eficiência, tamanho de mercado, qualidade das instituições formais e culturais e fatores de conhecimento que podem ser diferenciados entre as regiões (OLIVEIRA, 2020; CHIDLOW et al., 2015; SLANGEN, 2016).

Essa visão da heterogeneidade do contexto local das regiões subnacionais e seus efeitos no desempenho das empresas complementam e avançam a literatura de gestão estratégica e negócios internacionais. Em consequência, a visão da heterogeneidade das regiões dentro do país acrescenta as dimensões das regiões subnacionais como unidade de análise importante para os determinantes do desempenho da empresa.

De acordo com Meyer e Nguyen (2005), as empresas estrangeiras localizam-se em regiões subnacionais onde as instituições são mais favoráveis ao seu negócio e onde as barreiras institucionais inibem menos o seu acesso aos recursos locais. A heterogeneidade das regiões subnacionais pode fornecer oportunidades e restrições diferenciadas às subsidiárias, cujos efeitos são importantes na explicação da variação de desempenho das multinacionais e suas subsidiárias (CHIDLOW et al., 2015; OLIVEIRA, 2020).

Chan, Makino e Isobe (2010) verificaram que características da região subnacional têm efeito na variação de desempenho de subsidiárias de empresas estrangeiras. Esses autores descobriram que as regiões subnacionais dos EUA e China, países de acolhimento, são importantes na explicação do desempenho de afiliadas estrangeiras, demonstrando que a região subnacional representa um nível adicional de análise para o desempenho da empresa.

Ma, Tong e Fitza (2013) também argumentam que o efeito da região subnacional no desempenho da subsidiária estrangeira deriva de sua inserção no contexto local do país anfitrião, pois estes contextos numa grande economia emergente podem variar significativamente em suas regiões subnacionais quanto aos fatores de produção, instituições, aglomerações industriais, infraestrutura, eficiência e fatores de conhecimento (CHIDLOW et al., 2015).

O alinhamento estratégico das subsidiárias às características locais pode contribuir para um melhor desempenho. Características institucionais e econômicas do ambiente do país anfitrião têm relevante efeito direto na sobrevivência e no crescimento das firmas estrangeiras (LUO; PARK, 2001). Luo e Park (2001) demonstraram que as empresas multinacionais, cujas estratégias estão adequadamente alinhadas com ambientes locais distintos, têm maior probabilidade de alcançar um desempenho superior em economias emergentes, como a China, por exemplo.

Segundo Hutzschenreuter, Matt e Kleindienst (2020), a maioria das pesquisas anteriores concentrou os estudos em regiões subnacionais de grandes países europeus, EUA e China. Pesquisas nessa área devem focar também outros países emergentes que não a China, investigando a variação substancial entre as regiões dentro de cada país, como por exemplo, o Brasil que é um país de tamanho quase continental (CASTELLANI; GIANGASPERO; ZANFEI, 2013; HUTZSCHENREUTER; MATT; KLEINDIENST, 2020).

Incluindo o contexto brasileiro, Oliveira (2020) analisou os efeitos dos determinantes de localização subnacional sobre a distância institucional e o desempenho das subsidiárias localizadas na América Latina. O estudo identificou que entre os determinantes de localização subnacional, o desenvolvimento socioeconômico influencia diretamente o desempenho das subsidiárias analisadas.

Por todo o exposto, argumenta-se, portanto, que em função da heterogeneidade do contexto local das regiões subnacionais dentro de uma economia, o desempenho das empresas está associado a fatores da região subnacional, ou seja, vantagens subnacionais específicas à localização das suas subsidiárias.

Sob a perspectiva contingencial, o ambiente, no caso desse estudo, a região subnacional em que a subsidiária está inserida influencia o seu desempenho. A forma com que a empresa combina os seus recursos com o ambiente influencia o seu desempenho, sendo que a eficácia da empresa está associada à conformidade das suas características internas e contingências externas (DRAZIN; VAN de VEN, 1985; WANG; SINGH, 2014; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Dessa forma, a teoria Contingencial e a teoria VBR contribuem para o entendimento sobre os efeitos das condições do ambiente geográfico, no caso, associadas aos fatores de localização das regiões subnacionais, bem como da utilização dos recursos por parte das empresas para garantia de vantagem competitiva e crescimento organizacional (PENROSE, 1959; BARNEY, 1991).

Baseado na lógica Penroseana (1959) da VBR, a versatilidade dos recursos permite às empresas recombinarem os recursos de diferentes maneiras, possibilitando uma gama de serviços que podem contribuir para o crescimento da empresa. O caixa, por ser versátil, pode ser um recurso valioso e oferecer vantagem competitiva e crescimento, além de desempenhar um papel facilitador no alinhamento da empresa com o seu ambiente (PENROSE, 1959; JUNG; FOEGE; NUESCH, 2020).

Se, no passado, possuir maior liquidez era considerada uma escolha gerencial ineficiente, atualmente, cada vez mais empresas decidem acumular reservas de caixa como ferramenta de suporte aos processos de crescimento e desenvolvimento dos negócios (ROCCA; CAMBREA, 2018), bem como de proteção preventiva contra os desafios do ambiente (ALMEIDA et al., 2014).

Defende-se que a combinação do recurso, no caso deste estudo, o caixa, e do ambiente, abordado pelos determinantes de localização das regiões subnacionais influencia o desempenho da empresa. Seguindo Jung, Foege e Nuesch (2020), o ajuste estratégico é o mecanismo subjacente para compreender a ligação entre o caixa, como recurso versátil, e o desempenho da empresa. Segundo esses autores o ajuste estratégico significa combinar toda a empresa, entendida como um pacote de recursos corporativos, com as contingências ambientais que afetam o desempenho da empresa.

Com isso, considere uma empresa “A” sediada no Brasil, cuja estratégia de diversificação geográfica é manter subsidiária (s) dentro do próprio país, que pela sua extensão territorial possui variações entre as suas regiões subnacionais, questiona-se se os fatores de localização relativos às regiões subnacionais nas quais a subsidiária está inserida, associados à liquidez da empresa, influenciam o desempenho da empresa “A” e suas subsidiárias de forma

consolidada. Desse modo, o presente estudo busca aplicar as perspectivas da diversificação geográfica internacional quanto aos aspectos das regiões subnacionais, porém num contexto de diversificação geográfica dentro do próprio país.

Conforme apresentado, pesquisas anteriores focaram no estudo das variações entre as regiões subnacionais e os seus efeitos no desempenho das empresas internacionalizadas sob a ótica da localização das suas subsidiárias no país anfitrião. Mas, segundo Farole et al. (2017), a relação entre ambiente de negócios e desempenho no nível subnacional dentro do próprio país tem recebido menos atenção, pois o clima de negócios subnacionais tem sido visto como tendo menos influência nas empresas.

Em pesquisa mais recente, Farole et al. (2017) demonstraram que no geral o ambiente de negócios afeta o desempenho das empresas. Esses autores verificaram que empresas italianas e espanholas localizadas em regiões mais atrasadas tiveram efeitos negativos na sua lucratividade. Os resultados sugerem que políticas que melhorem o ambiente de negócios nas regiões mais atrasadas podem beneficiar o desempenho das firmas localizadas nessas regiões.

Assim, além de se investigar a diversificação regional das empresas brasileiras quanto à localização das suas subsidiárias, o presente trabalho também analisa se os determinantes de localização das regiões subnacionais onde está localizada a sede das empresas brasileiras influenciam o seu desempenho. Na seção seguinte, portanto, desenvolve-se as hipóteses a respeito dos efeitos dos determinantes de localização das regiões subnacionais e liquidez no desempenho das empresas.

4.1.2 Determinantes de localização, caixa e desempenho

Dunning (1998) afirma que as vantagens de localização são fatores relevantes na tomada de decisão das multinacionais quanto aos novos locais de atividade econômica. Segundo esse autor, as vantagens associadas à localização se referem aos fatores locais que incluem tamanho do mercado, recursos naturais, capital humano, desenvolvimento tecnológico, infraestrutura, oportunidades de eficiência e estabilidade econômica/política. De acordo com a VBR, ativos, recursos e fatores específicos do local impulsionam vantagens diferenciais ligadas a esse local (HSU; CHEN; CASKEY, 2017).

Pesquisas anteriores investigaram a relação de fatores de localização com o desempenho das empresas no contexto da região subnacional em que as subsidiárias estão baseadas (CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010; MA; TONG; FITZA, 2013; TENG; HUANG; PAN, 2017; OLIVEIRA, 2020). Oliveira (2020), especificamente, utilizou quatro fatores determinantes de

localização: tamanho de mercado, capital humano, atratividade de mercado e desenvolvimento socioeconômico.

Na busca por novos mercados, é importante observar o tamanho do mercado ao decidir pela localização. Maiores mercados podem ofertar maior economia de escala na produção e maiores lucros, pois os custos relacionados à familiarização com os aspectos do ambiente, como leis, idioma e cultura podem ser compensados com um alto volume de vendas (MATALONI, 2011).

O tamanho e a atratividade de mercado podem ser mensurados pela população total das cidades ou províncias (AMITI; JAVORCIK, 2008) e pelo Produto Interno Bruto (PIB) da região/cidade (TENG; HUANG; PAN, 2017). Quanto maior o PIB, mais rico é o mercado, logo o mercado mais rico pode otimizar o desempenho da empresa (SALAH, 2018).

Entende-se que os países/regiões podem aumentar sua atratividade adotando políticas que aumentem o nível de qualificação local e desenvolvem recursos humanos (OLIVEIRA, 2020). Tanto no nível micro quanto no macro, investimentos superiores em capital humano melhoram o desempenho a nível da empresa (OLIVEIRA 2020). Trabalhadores qualificados podem aumentar a eficiência do processo produtivo (MATALONI, 2011).

Já o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) é usado como uma medida de desenvolvimento socioeconômico que contempla não só o nível de educação, mas também de saúde e renda. Salah (2018) aponta uma relação estatisticamente significativa entre o IDH a nível de país e o desempenho das empresas.

Segundo Beugelsdijk e Mudambi (2013) as multinacionais podem se beneficiar dessas diferenças institucionais e econômicas internas, buscando regiões subnacionais onde haja uma correspondência entre potenciais clientes e as ofertas de produtos e serviços. Os depósitos em dinheiro podem ser usados para financiar estratégias competitivas que, por sua vez, podem melhorar o desempenho (FRESARD, 2010).

Tais estratégias incluem decisões sobre despesas de capital, despesas de pesquisa e desenvolvimento, a localização de lojas ou fábricas, redes de distribuição, o uso de publicidade dirigida contra concorrentes, o recrutamento de trabalhadores mais produtivos ou a aquisição de fornecedores ou parceiros de negócios importantes (CAMPELLO, 2006; FRESARD, 2010).

Fresard (2010) encontrou fortes evidências de que o estoque de caixa de uma empresa está associado ao processo de expansão de mercado, demonstrando que as empresas com maiores reservas de caixa expandem suas participações de mercado mais do que os seus concorrentes, revelando um efeito econômico importante do caixa.

Empresas com oportunidades de crescimento têm maior necessidade de caixa (ROCCA et al., 2019). Estudos anteriores (por exemplo, OPLER et al., 1999) mostram que as oportunidades de crescimento estão associadas à liquidez, estudos estes sustentados pelo motivo de precaução do caixa para reduzirem a probabilidade de dificuldades financeiras (ROCCA et al., 2019). Rocca et al. (2019) demonstraram que a relação entre caixa e desempenho é positivamente moderada pelas oportunidades de crescimento, entendida como o aumento dos negócios da empresa.

Na presente pesquisa, entende-se que o tamanho do mercado e o nível de desenvolvimento sustentável municipal (medido pelo Índice de Desenvolvimento Sustentável das Cidades – IDSC-BR, apresentado na seção seguinte) no qual a empresa está inserida influenciam o seu desempenho. Com base no que foi exposto, defende-se que a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais tem relação com o desempenho das empresas de acordo com a localização da (s) subsidiária (s).

Ao se examinar a relação dos determinantes de localização e desempenho das subsidiárias localizadas em regiões subnacionais de países da América Latina, Oliveira (2020) não analisou a interação de características específicas a nível da empresa com os determinantes de localização das regiões subnacionais.

Além disso, a autora levou em consideração o nível estadual para análise dos efeitos dos determinantes de localização, porém argumenta-se que o próprio Estado possui diferenças sociais e econômicas internas e que podem influenciar o desempenho das empresas. O estado de Minas Gerais, a título de ilustração, é um ente federativo caracterizado por uma heterogeneidade social e econômica, com regiões economicamente distintas, como por exemplo, Triângulo Mineiro e Vale do Jequitinhonha.

Para tanto, a presente pesquisa investiga se os determinantes de localização das regiões subnacionais, a nível de cidade de localização da (s) subsidiária (s) das empresas brasileiras listadas na B3 interagidos com o caixa têm efeito no desempenho consolidado da empresa.

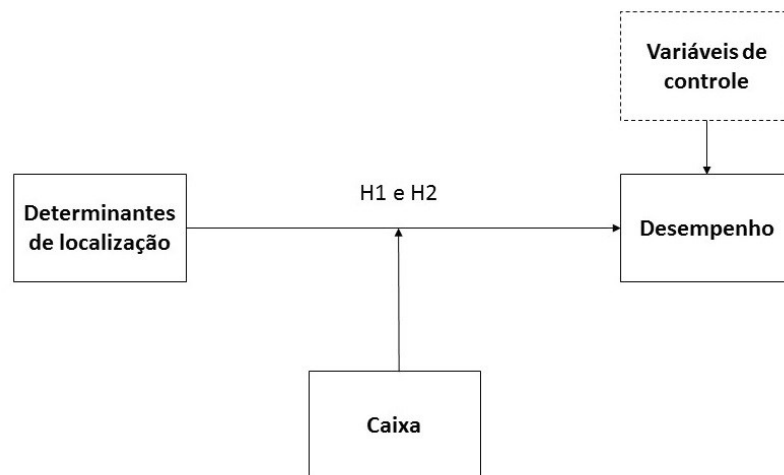
Pelo exposto, apresenta-se as seguintes hipóteses:

H1: a interação entre o caixa e índice de desenvolvimento sustentável do município onde a subsidiária das empresas brasileiras está localizada tem relação com o seu desempenho.

H2: a interação entre o caixa e o tamanho do mercado do município onde a subsidiária das empresas brasileiras está localizada tem relação com o seu desempenho.

A figura 6 representa o modelo conceitual do efeito dos determinantes de localização no desempenho das empresas moderado pelas reservas de caixa.

Figura 6 – Determinantes de localização da região subnacional, caixa e desempenho: modelo conceitual



Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

O modelo representado na Figura 6 propõe, portanto, que a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais influencia o desempenho das empresas brasileiras.

4.2 Métodos

4.2.1 Dados e Amostra

A amostra inicial composta por 353 empresas brasileiras listadas na B3 foi baseada nos dados contábeis coletados da base de dados da Economática, coletados da base de dados da Economática, referentes ao ano de 2020. Foram excluídas 158 empresas da seção K, divisões 64 a 66 do Cadastro Nacional de Atividades Econômicas – CNAE versão 2.0, que desempenham atividades denominadas atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados, resultando em uma amostra final de 195 empresas dos seguintes setores: agropecuária, indústria extrativa, indústria de transformação, eletricidade e gás, comércio e preparação de veículos automotores, transporte e armazenagem, alimentação, informação e comunicação, construção imobiliária e locação. Definiu-se o ano de 2020, por conta da

disponibilidade dos dados dos determinantes de localização das regiões subnacionais e dos dados de localização da sede e subsidiárias das empresas.

Os dados relativos aos determinantes de localização das regiões subnacionais foram coletados da base de dados do IBGE-Cidades (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), referente à população da cidade, da base de dados do Instituto Cidades Sustentáveis, referente ao Índice de Desenvolvimento Sustentável das Cidades (IDSC-BR), da base de dados da Receita Federal pertinente aos dados de localização da sede e da base de dados *TradeMap* em relação aos dados de localização das subsidiárias.

O IDSC-BR é um índice desenvolvido no âmbito do Programa Cidades Sustentáveis (PCS), cuja metodologia foi elaborada pela rede *Sustainable Development Solution Network* (SDSN), sendo uma iniciativa da Organização das Nações Unidas (ONU) para reunir conhecimentos técnicos e científicos do meio acadêmico, da sociedade civil e do setor privado no apoio de soluções em escalas locais, nacionais e globais (IDSC, 2021).

O IDSC-BR é composto por 88 indicadores relacionados a várias áreas da administração pública, calculado com base nos dados de fontes oficiais, como por exemplo, o próprio IBGE (IDSC, 2021). O Índice é composto por 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), por exemplo, qualidade da educação, trabalho decente e crescimento econômico, paz, justiça e instituições eficazes (IDSC, 2021) e a nota dada à cidade vai de 0 a 100, quanto mais próximo de 100, mais próximo o município se encontra do desempenho ótimo quanto ao seu desenvolvimento sustentável, compreendendo as dimensões sociocultural, econômica, ambiental e político-institucional do município em um só índice.

A sua versão mais recente refere-se ao ano de 2020, que compõe a evolução dos indicadores municipais de 2010 a 2019. Para analisar o efeito do IDSC-BR no desempenho das empresas, seguindo Farole et al. (2017), o ideal é que o índice seja medido antes do período a ser analisado referente aos dados contábeis das empresas, por isso, justifica-se a análise dos dados a nível da empresa referentes ao ano de 2020.

4.2.2 Variáveis do estudo

As variáveis são de balanços patrimoniais e demonstrações do resultado consolidados e do encerramento do exercício. No quadro 4 são relacionadas as variáveis utilizadas no estudo.

Quadro 4 – Variáveis do estudo de diversificação regional

Variável	Sigla	Definição	Base de dados	Autores
Dependente				
Desempenho	ROE	Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido	Econômica	Chan, Makino e Isobe (2010); Ma, Tong e Fitz (2013); Teng, Huang e Pan (2017); Hsu, Chen e Caskey (2017); Oliveira (2020)
	ROA	Lucro operacional antes dos juros dividido pelo ativo total.		
Independente				
Tamanho de mercado subnacional	POP	População da região subnacional	IBGE	Mataloni (2011); Teng, Huang e Pan (2017); Oliveira (2020)
Desenvolvimento sustentável da sede	IDSC	Índice de Desenvolvimento Sustentável das Cidades	IDSC-BR	Rahman (2022)
Retenção de Caixa	CAI	Caixa e equivalentes de caixa dividido pelo ativo total	Econômica	Forti, Peixoto e Freitas (2011); Jung, Foege e Nuesch (2020); Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021)
Controle				
Crescimento da firma	CRE	Logaritmo natural da razão entre vendas _(t) – vendas _(t-1)	Econômica	Jung, Foege e Nuesch (2020); Pereira Júnior, Pereira e Penedo (2021);
Endividamento	END	Dívida total dividida pelo total de ativos		Jung, Foege e Nuesch (2020); Pereira, Pereira e Penedo (2021)
Tamanho da firma	TAM	Logaritmo natural do total de ativos		Rocca e Cambrea (2018); Pereira, Pereira e Penedo (2021)

Fonte: Elaborado pelo autor (2022)

Com a finalidade de evitar problemas de escala, a variável POP foi transformada realizando-se a divisão dos dados por 1.000.000. Para as empresas da amostra que possuem subsidiárias em mais de uma cidade, o IDSC e POP do local da subsidiária foram calculados com base na média do índice de desenvolvimento e população das cidades onde as subsidiárias estão localizadas.

As variáveis do estudo foram *winsorizadas* a 1% em cada banda para tratamento da influência dos *outliers*. Os resultados dos testes dos fatores de inflação de variância (FIVs) variaram entre 1,22 e 1,72, abaixo dos limites críticos de multicolinearidade. Para verificar a existência de heterocedasticidade, foi realizado o teste de *Wald* o qual demonstrou que os

modelos apresentaram problemas de heterocedasticidade, dessa forma as regressões foram rodadas considerando erros padrão robustos à heteroscedasticidade e agrupados no nível da cidade de localização da sede e da cidade da subsidiária da empresa. Abordou-se o efeito do setor por meio de *dummy* de setor.

Verificou-se se os dados da amostra se adequariam à análise por meio de Regressão Linear Multinível (RLM), tendo em vista que os dados referentes ao tamanho do mercado e desenvolvimento sustentável são a nível de cidade. No entanto, o coeficiente de correlação intraclasse (ICC) que mede a variação do desempenho das empresas da amostra (ROA e ROE) entre as cidades ficou abaixo de 0,05, não justificando a utilização do RLM (SALAH, 2018). Assim, os dados foram analisados por meio de regressão linear múltipla por Mínimo Quadrados Ordinários (MQO), considerando erros padrão robustos com *cluster* no nível de cidade.

4.3 Discussão dos resultados

Antes de passar para a análise das regressões são apresentadas estatísticas descritivas a nível da empresa e da cidade na qual as empresas possuem sede e subsidiária (s). Na Tabela 6 é evidenciada a estatística descritiva das variáveis do estudo com o tratamento dos *outliers*, relacionando-se médias, desvios-padrão e correlações.

Tabela 6 - Médias, desvios-padrão e correlações

		Med.	DP	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	ROA	0,14	17,9	1									
2	ROE	0,42	106,8	0,63*	1								
3	POP_Sede	5,24	5,24	-0,17*	-0,07	1							
4	POP_Sub	4,58	3,98	-0,16*	-0,03	0,47*	1						
5	IDSC_Sede	60,7	4,69	-0,05	-0,02	0,56*	0,27*	1					
6	IDSC_Sub	60,6	4,37	-0,01	-0,01	0,29*	0,53*	0,47*	1				
7	CAI	0,11	0,12	0,07	0,03	-0,04	-0,06	0,01	0,01	1			
8	CRE	0,03	0,71	0,16*	0,28*	-0,04	-0,05	-0,02	0,09	0,13*	1		
9	END	0,44	1,78	-0,44*	-0,07	0,07	0,03	-0,05	-0,01	-0,10	-0,01	1	
10	TAM	6,37	0,85	0,19*	0,02	0,16*	0,11	0,03	0,00	-0,03	-0,10	-0,19*	1

Nota: * significância estatística ($p < 0,05$). Variáveis: ROA – Retorno sobre ativos; ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido; POP_Sede – Tamanho de mercado da cidade da sede; POP_Sub – Tamanho de mercado da cidade da subsidiária; IDSC_Sede – Desenvolvimento sustentável da cidade da sede; IDSC_Sub – Desenvolvimento sustentável da cidade da subsidiária; CAI – Retenção de caixa; CRE – Crescimento; END – Endividamento; TAM – Tamanho.

Fonte: Elaborado pelo autor (2022)

Observa-se na Tabela 6 que as variáveis incluídas na interação (CAI, POP_Sub e IDSC_Sub) possuem baixa correlação. A Tabela 7 demonstra a relação das 10 (dez) cidades

com maior e menor população (tamanho de mercado) e com maior e menor IDSC (desenvolvimento sustentável) em que as empresas da amostra estão sediadas.

Tabela 7 – As dez cidades com maior e menor população e IDSC – local da sede

Cidades com maior população (em milhares)		Cidades com menor população (em milhares)	
Cidade	População	Cidade	População
São Paulo – SP	12.325,23	Não-Me-Toque – RS	17,76
Rio de Janeiro – RJ	6.747,82	Pradópolis – SP	21,87
Brasília – DF	3.055,15	Quatro Barras – PR	23,91
Salvador – BA	2.886,70	São Sebastião do Caí – RS	25,96
Fortaleza – CE	2.686,61	Fraiburgo – SC	36,58
Belo Horizonte – MG	2.521,56	Tijucas – SC	39,16
Manaus – AM	2.219,58	Pojuca – BA	39,97
Curitiba – PR	1.948,63	Eldorado do Sul – RS	41,90
Recife – PE	1.653,46	Timbó – SC	44,98
Goiânia – GO	1.536,10	Viana - ES	52,65
Cidades com maior desenvolvimento sustentável		Cidades com menor desenvolvimento sustentável	
Cidade	IDSC	Cidade	IDSC
São Caetano do Sul – SP	69,30	Eldorado do Sul – RS	44,51
Jundiá – SP	67,09	Belém – PA	46,74
Indaiatuba – SP	66,88	Magé – RJ	49,76
Jaraguá do Sul – SC	66,08	São Luís – MA	49,81
Curitiba – PR	66,03	Camaçari – BA	50,08
Piracicaba – SP	65,36	Eusébio – CE	50,34
Barueri – SP	65,34	Viana – ES	51,37
Franca – SP	65,23	Pojuca – BA	51,37
São Paulo – SP	64,86	Natal - RN	51,47
Florianópolis – SC	64,15	Embu das Artes - SP	51,90

Fonte: Elaborado pelo autor (2022)

Observa-se na Tabela 7 que das cidades da amostra nas quais as empresas estudadas estão sediadas, São Paulo e Não-Me-Toque são as que apresentam maior e menor tamanho de mercado, respectivamente. Ainda, as cidades de São Caetano do Sul e Eldorado do Sul, são as cidades com maior e menor índice de desenvolvimento sustentável.

A Tabela 8 demonstra a relação das 10 (dez) cidades com maior e menor população (tamanho de mercado) e com maior e menor IDSC (desenvolvimento sustentável) em que as empresas da amostra têm subsidiária (s).

Tabela 8 – As dez cidades com maior e menor população e IDSC – local da subsidiária

Cidades com maior população (em milhares)		Cidades com menor população (em milhares)	
Cidade	População	Cidade	População
São Paulo – SP	12.325,23	Vargem Bonita - MG	2,148
Rio de Janeiro – RJ	6.747,82	Santa Efigênia de Minas – MG	4,381
Brasília – DF	3.055,15	Motuca – SP	4,795
Salvador – BA	2.886,70	Gavião Peixoto – SP	4,815
Fortaleza – CE	2.686,61	Tasso Fragoso – MA	8,582
Belo Horizonte – MG	2.521,56	Candiota – RS	9,647
Manaus – AM	2.219,58	Ouroeste – SP	10,539

Curitiba – PR	1.948,63	Jaguari – RS	10,760
Recife – PE	1.653,46	Palmares do Sul – RS	11,330
Goiânia – GO	1.536,10	Lages - SC	11,344
Cidades com maior desenvolvimento sustentável		Cidades com menor desenvolvimento sustentável	
Cidade	IDSC	Cidade	IDSC
São Caetano do Sul – SP	69,30	Macapá - AP	43,35
Valinhos – SP	68,97	São Lourenço da Mata – PE	43,55
Limeira – SP	68,89	Marituba – PA	43,80
Jundiá – SP	67,09	Ipojuca – PE	44,45
Indaiatuba – SP	66,88	Eldorado do Sul – RS	44,51
Santos – SP	66,58	Porto Velho – RO	46,13
Jaguariúna – SP	66,09	Belém – PA	46,74
Jaraguá do Sul – SC	66,08	Queimados – RJ	46,89
Curitiba – PR	66,03	Horizonte - CE	47,91
Piracicaba – SP	65,37	São Gonçalo do Amarante - CE	47,99

Fonte: Elaborado pelo autor (2022)

Conforme a Tabela 8, das cidades da amostra nas quais as empresas estudadas possuem subsidiária (s), São Paulo e Vargem Bonita são as que apresentam maior e menor tamanho de mercado, respectivamente. Já as cidades de São Caetano do Sul e Macapá, são as cidades com maior e menor índice de desenvolvimento sustentável.

A Tabela 9 demonstra a distribuição do número de empresas e cidades por mesorregiões onde as empresas da amostra estão sediadas e também onde mantêm subsidiária (s).

Tabela 9 – Distribuição das empresas por mesorregiões brasileiras

Mesorregião	Estado	Local da sede		Local da subsidiária	
		Nº de cidades	Nº de sedes	Nº de cidades	Nº de subsidiárias
Vale do Acre	AC			1	1
Centro Amazonense	AM	1	1	1	12
Leste Alagoano	AL			1	6
Sul do Amapá	AP			1	3
Centro-Norte Baiano	BA			1	1
Centro-Sul Baiano				3	3
Metropolitana de Salvador		3	7	5	9
Sul Baiano				2	2
Metropolitana de Fortaleza	CE	2	3	4	9
Distrito Federal	DF			1	4
Central Espírito-Santense	ES	1	1	4	4
Centro Goiano	GO			2	6
Leste Goiano				1	1
Norte Goiano				1	1
Sul Goiano*				1	1
Centro Maranhense	MA			1	1
Norte Maranhense		1	1	1	4
Sul Maranhense				1	1
Central Mineira	MG			1	1
Metropolitana de Belo Horizonte		3	15	7	21
Norte de Minas		1	1	1	1

Oeste de Minas		1	1	1	1	
Sul e Sudoeste de Minas				1	1	
Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba*				3	4	
Vale do Rio Doce				1	1	
Zona da Mata		1	1	1	2	
Centro-Norte de Mato Grosso do Sul	MS			1	2	
Sudoeste de Mato Grosso do Sul				1	1	
Sudeste Mato-Grossense	MT	1	1			
Centro-Sul Mato-Grossense		1	1	1	2	
Nordeste Mato-Grossense				1	1	
Norte Mato-Grossense				2	2	
Metropolitana de Belém	PA	1	1	2	6	
Agreste Paraibano	PB			1	1	
Mata Paraibana				1	2	
Agreste Pernambucano	PE			1	1	
Metropolitana do Recife		1	3	5	6	
Centro-Norte Piauiense	PI			1	1	
Norte Piauiense				1	1	
Metropolitana de Curitiba	PR	2	4	3	13	
Centro Oriental Paranaense		1	1	1	1	
Norte Central Paranaense		1	1	2	5	
Metropolitana do Rio de Janeiro	RJ	4	30	6	43	
Norte Fluminense				1	3	
Sul Fluminense				1	3	
Leste Potiguar	RN	1	2	2	5	
Leste Rondoniense	RO			1	1	
Madeira-Guaporé				1	1	
Centro Ocidental Rio-Grandense	RS			1	1	
Metropolitana de Porto Alegre		6	9	10	19	
Nordeste Rio-Grandense		1	4	2	5	
Noroeste Rio-Grandense		1	1	2	2	
Sudeste Rio-Grandense				3	3	
Leste Sergipano	SE			1	3	
Sertão Sergipano				1	1	
Grande Florianópolis	SC	2	3	2	8	
Norte Catarinense		2	4	3	6	
Serrana				1	2	
Sul Catarinense				2	2	
Vale do Itajaí		1	4	2	4	
Araçatuba		SP			2	1
Araraquara				3	2	
Campinas	4		4	10	14	
Macro Metropolitana Paulista	1		1	5	8	
Metropolitana de São Paulo	9		84	15	90	
Piracicaba	1		1	4	4	
Presidente Prudente				1	1	
Ribeirão Preto	2		2	5	5	
São José do Rio Preto	1		1	1	2	
Vale do Paraíba Paulista	2		2	3	4	
Oriental do Tocantins	TO				1	1
Total			60	195	164	390

Nota: * Mesorregiões abrangidas pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU)

Fonte: Elaborada pelo autor (2022)

Pode-se observar na Tabela 9 que as 195 sedes das empresas da amostra estão distribuídas em 60 cidades distintas, enquanto as 390 subsidiárias em 164 cidades diferentes, em 71 mesorregiões e 26 estados brasileiros.

As mesorregiões com o maior número de sedes e subsidiárias são a Metropolitana de São Paulo e Metropolitana do Rio de Janeiro. As mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e Sul Goiano, as quais são abrangidas pela Universidade Federal de Uberlândia, não têm sede de empresas que compõem a amostra, mas possuem subsidiárias estabelecidas nas cidades de Araguari, Uberaba, Quirinópolis e Uberlândia.

A cidade de Uberlândia, localizada no Triângulo Mineiro, onde as subsidiárias das empresas Anima e Magazine Luiza estão estabelecidas, apresentou um IDSC de 62,86, por exemplo, maior do que o IDSC de Belém, São Luís e Natal, capitais do Pará, Maranhão e Rio Grande do Norte, respectivamente, bem como maior do que a média do IDSC das cidades da amostra (60,60). O desenvolvimento sustentável de Uberlândia está acima da média do índice de desenvolvimento das cidades que compõem a amostra.

A Tabela 10 demonstra os resultados das regressões dos dados para o índice de desenvolvimento sustentável e população da cidade da sede/subsidiária das empresas e cidades agrupadas em *cluster*. As especificações das variáveis podem ser verificadas no Quadro 4. São demonstrados os coeficientes, a constante e o R^2 ajustado para cada regressão.

Tabela 10 – Resultados das regressões referentes à localização da sede e subsidiária

Dependente	Local da Sede		Local da Subsidiária	
	ROA	ROE	ROA	ROE
	Mod. 1	Mod. 2	Mod. 3	Mod. 4
Crescimento	4,84	59,0*	2,85	50,6***
Endividamento	-27,7**	-86,6*	-14,8***	-2,15
Tamanho	7,01***	7,27	5,65*	-9,24
População_Sede	-0,88***	0,51		
IDSC_Sede	0,41*	-1,47		
População_Subsidiária			-1,11**	0,44
IDSC_Subsidiária			2,41	0,05
Caixa			3,72	0,46
População_Subsidiária*Caixa			-1,63	-2,20***
IDSC_Subsidiária*Caixa			3,33	5,16
_cons	-56,6***	-14,7	-26,4	77,6
FIV	1,22	1,24	1,64	1,72
N	176	150	137	119
R ² Ajustado	0,32	0,13	0,28	0,13

Nota: Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor. ROA = Retorno sobre ativos; ROE = Retorno sobre Patrimônio Líquido; IDSC = Índice de Desenvolvimento Sustentável.

*, **, *** = $p < 0,10$, $p < 0,05$, $p < 0,01$, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2022)

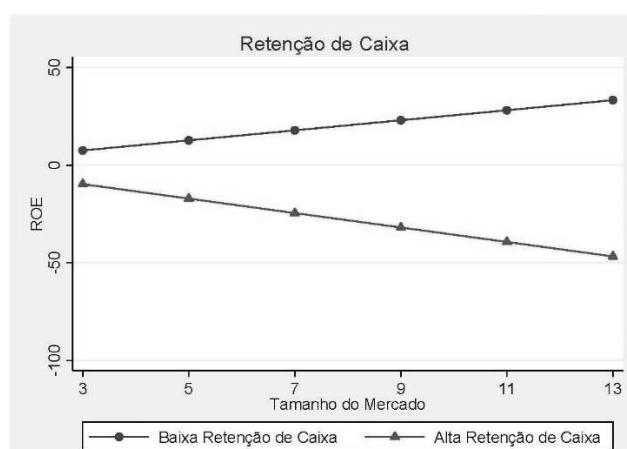
Em relação aos resultados conforme o local da sede das empresas, a Tabela 10 demonstra que o tamanho de mercado (população da cidade da sede) está negativamente associado ao ROA ($\beta = -0,88$, $p. < 0.01$) e que o índice de desenvolvimento sustentável da cidade da sede da empresa está positivamente associado ao ROA ($\beta = 0,41$, $p. < 0.10$) das empresas da amostra. Os resultados sugerem que as empresas que estão sediadas em cidades com menor tamanho de mercado e maior desenvolvimento sustentável apresentaram maior ROA, isto é, quanto menor o tamanho do mercado e maior o desenvolvimento da cidade maior o desempenho. Os resultados sugerem que políticas que melhorem os objetivos de desenvolvimento sustentável nas regiões menos desenvolvidas podem beneficiar o desempenho das empresas localizadas nessas regiões (FAROLE et al., 2017).

A cidade de Uberlândia, por exemplo, que apresentou IDSC de 62,86, maior do que o IDSC médio das cidades da sede das empresas (60,70) pode ser uma cidade atrativa para instalação de empresas, pois os resultados sugerem que quanto maior o IDSC da cidade da sede das empresas maior o ROA. Porém, os resultados restringem ao período de análise dos dados da amostra, não podendo generalizar para outros períodos.

Em relação aos resultados, de acordo com o local da (s) subsidiária (s), a Tabela 10 evidencia que a moderação do caixa com o tamanho de mercado é significativa e negativa ($\beta = -2,20$, $p. < 0.01$). Esses resultados implicam dizer que a empresa que tem subsidiária (s) em cidades com menor tamanho de mercado e maior nível de caixa tem efeito positivo no ROE, o que confirma a H2 e rejeita a hipótese H1.

Isso também é representado no gráfico da Figura 7 se a retenção de caixa for alta.

Figura 7 – Efeitos moderadores da retenção de caixa da empresa



Nota: O gráfico foi gerado usando o comando *margins* e *marginsplot* no STATA. Mostra o desempenho da empresa (eixo vertical), medido pelo ROE em relação ao tamanho do mercado (eixo horizontal). Os limites aplicam-se ao valor mínimo e máximo arredondado da população da cidade. Foram usados o 1º e 99º percentis da variável moderadora como indicações para uma retenção de caixa baixa e alta.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022)

Observa-se no gráfico da Figura 7 que o caixa enfraquece a relação entre o tamanho de mercado e desempenho das empresas da amostra, em função de os sinais do preditor (População_Subsiária) e do termo de interação (População_Subsiária*Caixa) serem diferentes, sendo um positivo e o outro negativo. A relação entre o tamanho de mercado e desempenho das empresas enfraquece à medida que o nível de caixa aumenta, sugerindo que as empresas que possuem subsidiária (s) em cidades cujo tamanho de mercado é menor e mantêm maiores níveis de caixa podem estar associadas a um melhor desempenho.

Sugere-se que o caixa assume um papel estratégico no contexto de diversificação regional em que a empresa possui subsidiária (s) em mercados menores para efeito positivo no desempenho. Segundo Fresard (2010) a empresa rica em dinheiro em mercados competitivos pode usar a retenção de caixa para financiar estratégias competitivas como localização de lojas ou fábricas, redes de distribuição eficientes que, por sua vez, têm efeito positivo no desempenho.

Ainda de acordo com Fresard (2010) o valor estratégico do dinheiro assume uma dimensão preventiva de restringir a entrada de concorrentes em potencial e de distorcer as suas decisões de investimentos, aumentando a participação de mercado da empresa rica em dinheiro. Acredita-se, portanto, que em mercados menores a concorrência é mais acentuada e o caixa pode ser um recurso estratégico que contribui para um melhor desempenho.

Em sentido oposto, o caixa diminui o seu valor estratégico em mercados maiores, sugerindo que nesses mercados os custos relacionados à familiarização com os fatores ambientais podem ser compensados com um alto volume de vendas (MATALONI, 2011), sendo possível que mercados maiores exerçam menores pressões competitivas e, por conseguinte, o caixa não seja estratégico como em menores mercados para melhora do desempenho.

4.4 Considerações Finais

O objetivo desse estudo foi verificar se a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais da cidade da subsidiária influencia o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, conforme a localização da sua (s) subsidiária (s), referente ao ano de 2020. A análise dos dados foi realizada por meio de regressões lineares múltiplas pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

De forma complementar buscou-se identificar se os determinantes de localização das regiões subnacionais, onde as empresas estão sediadas, estão associados ao desempenho das empresas brasileiras listadas na B3.

Os resultados mostram que a interação entre o caixa e tamanho de mercado da cidade de localização da subsidiária da empresa têm relação com o seu ROE, assim como o tamanho de mercado e o desenvolvimento sustentável do local da sede da empresa estão negativa e positivamente associados, respectivamente, com o ROA das empresas da amostra.

Com esse estudo sugere-se que a liquidez tem valor estratégico para as empresas no processo de expansão dos negócios. Os gestores de empresas que se diversificam regionalmente devem analisar os custos e benefícios da liquidez, uma vez que assume um valor estratégico conforme o tamanho do mercado onde a (s) sua (s) subsidiária (s) está (ão) localizadas.

Além disso, quanto ao processo de escolha da sede da empresa, sugere-se que os gestores levem em consideração o desenvolvimento sustentável e o tamanho do mercado onde a empresa desenvolverá as suas atividades, pois os resultados indicam que empresas mais lucrativas estão sediadas em regiões mais desenvolvidas.

Como limitação da pesquisa, os resultados limitam às empresas brasileiras listadas na B3, sendo o presente estudo de generalização limitada. Sugere-se que futuras pesquisas investiguem se os resultados desse estudo são válidos para empresas não listadas, assim como para pequenas e médias empresas.

Outra limitação que pode ser levantada é o aspecto temporal da pesquisa, uma vez que o presente trabalho analisou dados referentes ao ano de 2020, não sendo possível estabelecer qualquer causalidade, pois os resultados mostram apenas correlação. Recomenda-se, portanto, que futuras pesquisas estudem os efeitos do índice de desenvolvimento sustentável das cidades no desempenho ao longo do tempo. Sugere-se, ainda, que futuras pesquisas investiguem o processo de diversificação regional das empresas uberlandenses pelo fato de não constarem da amostra empresas com sede nessa cidade e subsidiárias em outras regiões.

Por fim, também como limitação da pesquisa destaca-se que não foi possível relacionar os determinantes de localização das regiões subnacionais com o desempenho da própria subsidiária pelo fato de os dados de desempenho das empresas estarem disponíveis apenas de forma consolidada.

CAPÍTULO 5: CONCLUSÃO

Nessa tese procurou-se investigar os efeitos da diversificação geográfica no desempenho organizacional, incluindo na análise a liquidez das empresas, seja como variável mediadora, seja como moderadora. Os objetivos de pesquisa levantados nos ensaios, resultados gerais encontrados e sugestões para pesquisas futuras são postos a seguir.

No primeiro ensaio, teórico, o objetivo do estudo foi apresentar um *framework* para analisar os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas com base no dinamismo, na complexidade e munificência do ambiente operacional das empresas, integrando os aspectos teóricos da hipótese *Upstream-downstream*, teoria Contingencial e VBR.

Observou-se que a relação da diversificação internacional e o desempenho podem ser explorados abordando a interação das perspectivas dessas três correntes teóricas. Considere, por exemplo, uma empresa de um país emergente que atua em um ambiente com baixa disponibilidade de recursos, que se diversifica internacionalmente para ter acesso a recursos versáteis e os utiliza em um ambiente dinâmico ou complexo (entendido como de maior risco) no mercado doméstico. Ou ainda, uma empresa de país emergente que expande as suas vendas para o mercado externo ou investe diretamente no exterior, como forma de aumento de escala e escopo, internaliza recursos e os utiliza em um ambiente doméstico mais ou menos generoso. São questões que podem ser respondidas à luz da interlocução dessas teorias.

A principal contribuição desse estudo está na proposição de integração de aspectos teóricos de diferentes teorias na análise da relação entre diversificação geográfica dos negócios e desempenho das empresas, permitindo o delineamento de oportunidades de futuras pesquisas.

Sugere-se que pesquisas futuras examinem os efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas, levando em consideração o ambiente operacional a nível de região, se a munificência, o dinamismo e a complexidade da região onde está localizada a empresa moderam essa relação, uma vez que localização pode ser um determinante do desempenho das empresas exportadoras, principalmente em relação à disponibilidade de recursos para as suas atividades. Propõe-se também, que futuras pesquisas adaptem os conceitos da literatura de negócios internacionais e das contingências ambientais para o contexto de diversificação dos negócios dentro de um país, diversificação regional.

No segundo ensaio, primeiro ensaio empírico, o objetivo do estudo foi verificar se a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas exportadoras brasileiras listadas na B3 é mediada pela moderação entre caixa e contingências ambientais. Os testes

estatísticos apoiaram as hipóteses H1, H2 e H3, as quais propõem a existência de mediação moderada na relação estudada.

Os resultados indicaram que o caixa, moderado pela instabilidade (dinamismo) e crescimento do setor (munificência), medeia a relação entre a diversificação internacional e o desempenho das empresas exportadoras da amostra. Esses resultados trazem avanços por mostrarem que os gestores de empresas exportadoras devem analisar os custos e benefícios da liquidez, e observar a instabilidade e o crescimento do setor para melhorarem o desempenho das empresas.

Sugere-se para estudos futuros testar se os resultados dessa pesquisa são válidos para empresas não listadas, assim como para pequenas e médias empresas. Sugere-se também o estudo e identificação de outros recursos que podem propiciar crescimento e vantagem competitiva para as empresas, inseridos na análise da relação entre diversificação internacional e desempenho sob a ótica da mediação. Além da utilização de outras *proxies* de diversificação internacional.

Por fim, no terceiro ensaio, segundo empírico, o objetivo foi verificar se a interação do caixa com os determinantes de localização das regiões subnacionais da cidade da subsidiária influencia o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3, conforme a localização da sua (s) subsidiária (s). Os testes estatísticos confirmaram a H2 do estudo em que caixa e tamanho de mercado estão associados com o desempenho das empresas analisadas.

Os resultados demonstraram que a interação entre o caixa e tamanho de mercado da cidade de localização da subsidiária da empresa tem relação com o seu desempenho financeiro, bem como de forma complementar verificou-se que o tamanho de mercado e o desenvolvimento sustentável do local da sede da empresa estão negativa e positivamente associados, respectivamente, com o desempenho das empresas da amostra.

Com esses resultados acredita-se que a liquidez tem valor estratégico para as empresas no processo de expansão dos negócios. Os gestores de empresas que se diversificam regionalmente devem analisar os custos e benefícios da liquidez, uma vez que assume um valor estratégico conforme o tamanho do mercado onde a (s) sua (s) subsidiária (s) está (ão) localizada(s). Quanto à escolha da sede da empresa, recomenda-se que os gestores levem em consideração o desenvolvimento sustentável e o tamanho do mercado onde a empresa desenvolverá as suas atividades, pois os resultados indicam que empresas mais lucrativas estão sediadas em regiões mais desenvolvidas.

Sugere-se que futuras pesquisas investiguem se os resultados desse estudo são válidos para empresas não listadas, assim como para pequenas e médias empresas. Ainda, sugestiona-

se estudar os efeitos do índice de desenvolvimento sustentável das cidades no desempenho ao longo do tempo.

REFERÊNCIAS

- AHMAD, M.; BASHIR, R.; WAQAS, H. Working capital management and firm performance: are their effects same in covid 19 compared to financial crisis 2008? **Cogent Economics & Finance**, v. 10, n. (1), p. 1-18, 2022. Disponível em <DOI:10.1080/23322039.2022.2101224>.
- ALDRICH, H. E. **Organizations and Environments**. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1979.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. The cash flow sensitivity of cash. **Journal of Finance**, v. 59 n.4, p. 1.777-1804, 2004. Disponível em <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>>.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; CUNHA, I.; WEISBACH, M. Corporate Liquidity Management: A Conceptual Framework and Survey. **Annual Review of Financial Economics**, v. 6, p. 135-162, 2014. Disponível em <<https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1146/annurev-financial-110613-034502>>.
- AMIT, R.; SCHOEMAKER, P. Strategic assets and organizational rent. **Strategic Management Journal**, v. 14, p. 33-46, 1993. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2486548>>.
- ANDRADE, A. M. F.; GALINA, S. V. R. Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 2, 2013. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1415-5552013000200007>>.
- ANDRADE, M. M. de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variable estimation of error components models. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995.
- ASLAM, E.; KALIM, R.; FIZZA, S. Do cash holding and corporate governance structure matter for the performance of firms? Evidence from KMI 30- and KSE 100-indexed firms in Pakistan. **Global Business Review**, v. 2, p. 313-330, 2019.
- AYBAR, B.; ARUL, T. Emerging market multinationals: an analysis of performance and risk characteristics. **Journal of Asia-Pacific Business**, v. 6, p. 5-39, 2005. Disponível em: <doi:10.1300/J098v06n02_02>.
- BANALIEVA, E.; SARATHY, R. A contingency theory of internationalization: performance for emerging market multinational enterprises. **Management International Review**, v. 51, n. 5, p. 593-634, 2011. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/41410999>>.
- BANY-ARIFFIN, A. N.; MATEMILOLA, B. T.; WAHID, L.; ABDULLAH, S. International diversification and firm's value: evidence from developing nations. **Review of International**

Business and Strategy, v. 26, n. 2, p. 166-183, 2016. Disponível em: <doi:10.1108/ribs-01-2014-0016>.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>.

BARON, R. M.; KENNY, D. A. The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations. **J. Personal. Soc. Psychol.**, v. 51, n. 6, p. 1173-1182, 1986. Disponível em: <https://doi.org/10.1037/0022-514.51.6.1173>.

BATAGLIA, W.; SILVA, A. A.; PORTO, E. C. Ambiente operacional: uma avaliação da validade convergente e discriminante na indústria de transformação da economia brasileira. **XXXIII Encontro da ANPAD**, 2009.

BAUM, R. J., WALLY, S. Strategic decision speed and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 24, p. 1107–1129, 2003. Disponível em <DOI: 10.1002/smj.343>.

BAUSCH, A.; KRIST, M. The effect of context-related moderators on the internationalization-performance relationship: evidence from meta-analysis. **Management International Review**, v. 47, n. 3, p. 319–347, 2007. Disponível em: <doi:10.1007/s11575-007-0019-z>.

BEAMISH, P. W.; CHAKRAVARTY, D. Using the Resource-Based View in Multinational Enterprise Research. **Journal of Management**, v. 47, n. 7, p. 1861-1877, 2021. Disponível em < https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1177/0149206321995575>.

BENKRAIEM, R.; LAKHAL, F.; ZOPOUNIDIS, C. International diversification and corporate cash holding behavior: What happens during economic downturns? **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 170, p.362-371, 2020. doi:10.1016/j.jebo.2019.12.016

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115–143, 1998.

BEUGELSDIJK, S.; MUDAMBI, R. MNEs as border-crossing multi-location enterprises: the role of discontinuities in geographic space. **Journal of International Business Studies**, v. 44, p. 413-426, 2013.

BUCKLEY, P.; TIAN, X. Transnationality and financial performance in the era of the global factory. **Management International Review**, v. 57, n. 4, p. 501–528, 2016. Disponível em: <doi:10.1007/s11575-016-0306-7>.

CAMPELLO, M. Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? **Journal of Financial Economics**, v. 82, n. 1, p. 135–172. Disponível em: <doi:10.1016/j.jfineco.2005.04.001>.

- CAPAR, N.; KOTABE M. The relationship between international diversification and performance in service firms. **Journal of International Business Studies**, v. 34, p. 345-355, 2003. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3557179>>.
- CASTELLANI, D.; GIANGASPERO, G.; ZANFEI, A. Heterogeneity and distance. Some propositions on how differences across regions, firms and functions affect the role of distance in FDI location decisions. **Working Papers Series in Economics, Mathematics and Statistics**, 2013.
- CASTROGIOVANNI, G. J. Environmental munificence; a theoretical assessment. **Academy of Management**, v. 16, p. 542-565, 1991. Disponível em: <<https://doi.org/10.5465/amr.1991.4279475>>.
- CHAN, C. M.; MAKINO, S.; ISOBE, T. Does sub-national region matter? Foreign affiliate performance in the United States and China. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 11, p. 1226–1243, 2010. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.854>>.
- CHEN, S.; TAN, H. Region effects in the internationalization–performance relationship in Chinese firms. **Journal of World Business**, v. 47, n. 1, p. 73-80, 2012. Disponível em: <[doi:10.1016/j.jwb.2010.10.022](https://doi.org/10.1016/j.jwb.2010.10.022)>.
- CHEN, Y.; JIANG, Y.; WANG, C.; HSU, W. C. How do resources and diversification strategy explain the performance consequences of internationalization? **Management Decision**, v. 52, n. 5, p. 897–915, 2014.
- CHENHALL, R. H. Management control systems design within its organizational context: findings from contingency-based research and directions for the future. **Accounting, Organizations and Society**, v. 28, p. 127–168, 2003.
- CHIANG, Y; WANG, C. Corporate international activities and cash holdings. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 7, p. 2992-3000, 2011. DOI:10.5897/AJBM10.1517
- CHIANG, Y.-C., YU, T.-H. The relationship between multinationality and the performance of Taiwan firms. **Journal of American Academy of Business**, v. 6, n. 1, p. 130-134, 2005.
- CHIDLOW, A.; HOLMSTRÖM-LIND, C.; HOLM, U.; TALLMAN, S. Do I stay or do I go?: sub-national drivers for post-entry subsidiary development. **International Business Review**, v. 24, n. 2, p. 266–275, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.011>>.
- CONTRACTOR, F. J.; KUMAR, V.; KUNDU, S. K. Nature of the relationship between international expansion and performance: the case of emerging market firms. **Journal of World Business**, v. 42, n. 4, p. 401–417, 2007. Disponível em: <[doi:10.1016/j.jwb.2007.06.003](https://doi.org/10.1016/j.jwb.2007.06.003)>.
- DHANARAJ, C.; BEAMISH, P. W. A resource-based approach to the study of export performance. **Journal of Small Business Management**, v. 41, p. 242-261, 2003.

DEB, P.; DAVID, P.; O'BRIEN, J. When is cash good or bad for firm performance? **Strategic Management Journal**, n. 38, p. 436-454, 2017. Disponível em <DOI: 10.1002/smj.2486>.

DESS, G. G.; BEARD, D. W. Dimensions of organizational task environments. **Administrative Science Quarterly**, v. 29, p. 52-73, 1984. Disponível em: <doi:10.2307/2393080>.

DIKOVA, D.; VESELOVA, A. Performance Effects of Internationalization: Contingency Theory Analysis of Russian Internationalized Firms. **Management and Organization Review**, v. 17, n. 1, p. 173-197, 2021. Disponível em <doi: 10.1017/mor.2020.39>.

DOAN, T. T. T. The effect of cash holding in firm performance: evidence from Vietnam listed firms. **Accounting (North Vancouver)**, 2020. Disponível em <10.5267/j.ac.2020.6.012>.

DONALDSON, L. **Teoria da Contingência Estrutural**. Handbook de Estudos Organizacionais. São Paulo: Atlas, 1998.

DRAZIN, R.; VAN de VEN, A. H. Alternative forms of fit in contingency theory. **Administrative Science Quarterly**, v. 30, n. 4, p. 514–539, 1985. Disponível em <<https://doi.org/10.2307/2392695>>.

DUNNING, J. H. Location and the multinational enterprise: a neglected factor? **Journal of International Business Studies**, v. 29, n. 1, 45–66, 1998. Disponível em: <<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490024>>.

ELANGO, B. An empirical analysis of the international–performance relationship across emerging market firms. **Multinational Business Review**, v. 14, n.1, p. 21-44, 2006. Disponível em: < <https://doi.org/10.1108/1525383X200600002>>.

FAROLE, T.; HALLAK, I, HARASZTOSI, P.; TAN, S. Business Environment and Firm Performance in European Lagging Regions. **Policy Research Working Paper 8281 – World Bank Group**, 2017.

FERNANDES, N.; GONENC, H. Multinationals and cash holdings. **Journal of Corporate Finance**, v. 39, p. 139-154, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.003>

FERREIRA, M. P.; SERRA, F. R.; COSTA, B. K.; ALMEIDA, M. A bibliometric study of the Resource-Based View (RBV) in international business research using Barney (1991) as a key marker. **Revista Innovar**, v. 26, n. 61, 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.15446/innovar.v26n61.57173>>.

FRESARD, L. Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings. **Journal of Finance**, v. 65, n. 3, p. 1097-1122, 2010. Disponível em < <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1540-6261.2010.01562.x>>.

FORTI, C. A.B.; PEIXOTO, M. F.; FREITAS, S. K. Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 20-33, 2011.

GARCÍA-SÁNCHEZ, I.-M., MARTÍNEZ-FERRERO, J., GARCIA-BENAU, M.-A. Integrated reporting: the mediating role of the board of directors and investor protection on managerial discretion in munificent environments. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 26, n. 1, p. 29-45, 2018. doi:10.1002/csr.1655

GARDNER, R. G.; HARRIS, T. B.; LI, N.; KIRKMAN, B. L.; MATHIEU, J. E. Understanding “it depends” in organizational research: a theory-based taxonomy, review, and future research agenda concerning interactive and quadratic relationships. **Organizational Research Methods**, p. 1-29, 2017. DOI: 10.1177/1094428117708856

GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. **Métodos de Pesquisa**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.

GIL, A. C.; OLIVA, E. de C.; SILVA, E. C. da. Desenvolvimento da regionalidade: novo campo da administração. **ENCONTRO DA ANPAD**, v. 31, p. 1-13, 2007.

GLAUM, M.; OESTERLE, M. 40 years of research on internationalization and firm performance: more questions than answers? **Management International Review**, v. 47, p. 307-317, 2007.

GU, T. U.S. multinationals and cash holdings. **Journal of Financial Economics**, v. 125, n. 2, p. 344-368, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.007>

HATCH, M. J. **Organization theory: Modern, symbolic, and postmodern perspectives**. Oxford university press, 2013.

HERNANDES JÚNIOR, M.; PEREIRA, V. S.; PENEDO, A. S. T. Capital de Giro e Internacionalização no Lucro das Organizações Brasileiras em épocas de crise. **Revista de negócios**, v. 25, n. 1, p. 68-90, 2020.

HITT, M. A.; KEATS, B. W.; DeMARIE, S. M. Navigating in the new competitive landscape: building strategic flexibility and competitive advantage in the 21st century. **Academy of Management**, v. 12, p. 22-42, 1998. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/4165492>>.

HOBDAI, B.; GAMMELTOFT, P.; Li, J.; MEYER, K. The home country of the MNE: the case of emerging economy firms. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 34, n. 1, p. 1-17, 2017. Disponível em: <doi:10.1007/s10490-017-9505-4>.

HSU, W.-T.; CHEN, H.-L.; CHENG, C.-Y. Internationalization and firm performance of SMEs: the moderating effects of CEO attributes. **Journal of World Business**, v. 48, n. 1, p. 1-12, 2013.

HSU, C.; CHEN, H.; CASKEY, D. Local conditions, entry timing, and foreign subsidiary performance. **International Business Review**, v. 26, n. 3, p. 544-554, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.11.005>>.

HUTZSCHENREUTERA, T.; MATTA, T.; KLEINDIENSTB, I. Going subnational: a literature review and research agenda. **Journal of World Business**, v. 55, n. 4, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101076>>.

HU, S.; ZHANG, Y. COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. **International Review of Economics & Finance**, v. 74, p. 365-372, 2021. Disponível em <<https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016>>.

IDSC. ÍNDICE DE DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL DAS CIDADES - BR. Disponível em: <<https://idsc-br.sdgindex.org/>>. Acesso em: 15 outubro 2021.

JARALLAH, S.; SALEH, A. S.; RUHUL, S. Examining pecking order versus trade-off theories of capital structure: New evidence from Japanese firms. **Int Fin Econ.**, v. 24, p. 204-211, 2019. Disponível em <DOI: 10.1002/ijfe.1657>.

JUNG, C.; FOEGE, J. N.; NUESCH, S. Cash for contingencies: How the organizational task environment shapes the cash-performance relationship. **Long Range Planning**, v. 53, n. 3, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.005>>.

KEATS, B. W.; HITT, M. A. Linkages among environmental dimensions and macro-organizational characteristics: a causal modeling approach. **Academy of Management Proceedings**, v. 1, p. 171–175, 1985. Disponível em: <doi:10.5465/ambpp.1985.4979008>.

KEYNES, J.M. **The general theory of employment, interest and money**. McMillan, London, 1936.

KIM, C.; BETTIS, R. A. Cash is surprisingly valuable as a strategic asset. **Strat. Manag. J.**, v. 35, p. 2053–2063, 2014. Disponível em <DOI: 10.1002/smj.2205>.

KIRCA, A. H.; HULT, G. T. M.; ROTH, K.; CAVUSGIL, S. T.; PERRY, M. Z.; AKDENIZ, M. B.; WHITE, R. C. Firm-specific assets, multinationality, and financial performance: a meta-analytic review and theoretical integration. **Academy of Management Journal**, v. 54, n. 1, p. 47–72, 2011. Disponível em: <doi:10.5465/amj.2011.59215090>.

KUMAR, V.; SINGH, N. Internationalization and performance of Indian pharmaceutical firms. **Thunderbird International Business Review**, v. 50, n. 5, p. 321–330, 2008. Disponível em: <DOI:10.1002/tie.20217>.

KWOK, C. C.; REEB, D. M. Internationalization and firm risk: an upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, v. 31, n. 4, p. 611-629, 2000. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/155664>>.

LAWRENCE, Paul R.; LORSCH, Jay W. Organization and environment. Managing differentiation and integration. Boston: Harvard University, 1967. Press. Versión castellana: Organización y ambiente. Barcelona: Labor, 1976.

LEE, S. H.; BEAMISH, P. W.; LEE, H. U., PARK, J. H. Strategic choice during economic crisis: domestic market position, organizational capabilities and export flexibility. **Journal of World Business**, v. 44, p. 1-15, 2009.

LIN, C.; CHEN, Y.; HSIEH, T.; CHIEN, I. Internationalization and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Taiwan. **Asia Pacific Management Review**, v. 24, p. 154-160, 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.apmr.2018.02.002>>.

LOCKETT, A.; THOMPSON, S.; MORGENSTERN, U. The development of the resource-based view of the firm: A critical appraisal. **International Journal of Management Reviews**, v. 11, n.1, p. 9–28, 2009. Disponível em: <[doi:10.1111/j.1468-2370.2008.00252.x](https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2008.00252.x)>.

LU, J. W.; BEAMISH, P. W. International diversification and firm performance: the s-curve hypothesis. **Academy of Management Journal**, v. 47, n. 4, p. 598-609, 2004. Disponível em: <[doi:10.2307/20159604](https://doi.org/10.2307/20159604)>.

LU, J. W.; LIANG, X.; SHAN, M.; LIANG, X. Internationalization and Performance of Chinese Family Firms: The Moderating Role of Corporate Governance. **Management and Organization Review**, v.11, n. 4, p. 645–678, 2015. Disponível em: <[doi:10.1017/mor.2015.32](https://doi.org/10.1017/mor.2015.32)>.

LUO, Y. D.; PARK S. H. Strategic alignment and performance of market-seeking MNCs in China. **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 2, p. 141–155, 2001.

MA, X.; TONG, T. W.; FITZA, M. How much does subnational region matter to foreign subsidiary performance? Evidence from Fortune Global 500 Corporations' investment in China. **Journal of International Business Studies**, v. 44, p. 66–87, 2013. Disponível em: <[doi:10.1057/jibs.2012.32](https://doi.org/10.1057/jibs.2012.32)>.

MARANO, V.; ARREGLE, J.; HITT, M. A.; SPADAFORA, E.; ESSEN, M. V. Home country institutions and the internationalization-performance relationship: a meta-analytic review. **Journal of Management**, v. 42, n. 5, p. 1075-1110, 2016. Disponível em: <[DOI:10.1177/0149206315624963](https://doi.org/10.1177/0149206315624963)>.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>>.

MATALONI, R. J. The structure of location choice for new U.S. manufacturing investments in Asia-Pacific. **Journal of World Business**, v. 46, n. 2, p. 154–165, 2011.

MEZIAS, J.; PARK, N.; CHOI, J. Home-country Environmental Conditions, International Expansions, and Firm Value: The Case of E-commerce Firms in the United States. **Academy of International Business**, 2008.

MEYER, K. E.; NGUYEN, H. V. Foreign investment strategies and sub-national institutions in emerging markets: Evidence from Vietnam. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 1, p. 63–93, 2005. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2005.00489.x>>.

- MIRANDA, R. R.; PIMENTEL, R., C.; BEZERRA, F. A. The relevance of excess cash to explain financial performance and stock returns in Brazilian listed firms. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 2, p. 351-369, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.20181102089>
- MITTOO, U. R.; ZHANG, Z. The capital structure of multinational corporations: Canadian versus US evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 706-720, 2008. Disponível em: <[doi:10.1016/j.jcorpfin.2008.09.01](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.01)>.
- MULLER, D., JUDD, C. M., YZERBYT, V. Y. When moderation is mediated and mediation is moderated. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 89, n. 6, p. 852-863, 2005.
- NACHUM, L. Geographic and industrial diversification of developing country firms. **Journal of Management Studies**, v. 41, n.2, p. 273-294, 2004. Disponível em <<https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1467-6486.2004.00432.x>>.
- NASON, R. S.; PATEL, P. C. Is cash king? Market performance and cash during a recession. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 10, p. 4242–4248. doi:10.1016/j.jbusres.2016.03.001
- NASON, R. S.; WIKLUND, J. An Assessment of Resource-Based Theorizing on Firm Growth and Suggestions for the Future. **Journal of Management**, v. 20, n. 10, p. 1-29, 2015. Disponível em: <DOI: 10.1177/0149206315610635>.
- OLIVEIRA, D. da Silva. **Os efeitos dos determinantes de localização subnacional sobre a distância institucional e o desempenho das subsidiárias**. Tese (Doutorado em Gestão e Regionalidade) – Universidade Municipal de São Caetano do Sul. São Caetano do Sul, 2020. 130f.
- OPLER, T.; PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. The determinants and implications of corporate cash holdings. **Journal of Financial Economics**, v. 52, p. 3-46, 1999. Disponível em <[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)>.
- PARK, N. K.; MEZIAS, J. M. Before and after the technology sector crash: the effect of environmental munificence on stock market response to alliances of e-commerce firms. *Strategic Management Journal*, v. 26, n. 11, p. 987-1007, 2005. Disponível em <<https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1002/smj.489>>.
- PENROSE, E.T. **The Theory of the Growth of the Firm**. Wiley, New York, NY, 1959.
- PEREIRA JÚNIOR, A.; PEREIRA, V. S.; PENEDO, A. S. T. O efeito da retenção de caixa e investimento na performance operacional de companhias brasileiras exportadoras e domésticas em períodos de crescimento econômico e recessão. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 18, n. 46, p. 148-162, 2021. Disponível em <<https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e73580>>.
- PERGELOVA, A.; MANOLOVA, T.; GANEVA, R. S.; YOURDANOVA, D. Democratizing Entrepreneurship? Digital Technologies and the Internationalization of Female-Led SMEs. **Journal of Small Business Management**, v. 57, n.1, p. 14–39, 2019. Disponível em <[doi:10.1111/jsbm.12494](https://doi.org/10.1111/jsbm.12494)>.

PINKOWITZ, L.; STULZ, R. M.; WILLIAMSON, R. Do U.S. firms hold more cash than foreign firms do? *Review of Financial Studies*, v. 29, n. 2, p. 309-348, 2016. doi:10.1093/rfs/hhv064

PORTO, E. C.; BRITO, L. A. L.; SILVA, A. A.; BATAGLIA, W. Ambiente e Estratégia. **In Anais do Encontro Nacional da ANPAD**, 2007.

PREACHER, K. J.; RUCKER, D. D.; HAYES, A. F. Addressing moderated mediation hypotheses: theory, methods, and prescriptions. **Multivariate Behavioral Research**, v. 42, n. 1, p. 185–227, 2007.

PUFFER, S. M.; MCCARTHY, D.J.; BOISOT, M. Entrepreneurship in Russia and China: the impact of formal institutional voids. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 34, n.3, p. 441-467, 2010. Disponível em <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2009.00353.x>>.

QIAN, G.; LI, L.; LI, J.; QIAN, Z. Regional diversification and firm performance. **Journal of International Business Studies**, v. 39, n. 2, p. 197-214, 2008. Disponível em: <doi:10.1057/palgrave.jibs.8400346>.

QIAN, G.; KHOURY, T. A.; PENG, M.W.; QIAN, Z. The performance implications of intra- and interregional geographic diversification. **Strategic Management Journal**, v. 31, n.9, p. 1018-1030, 2010. Disponível em: <DOI: 10.1002/smj.855>.

RAMÍREZ, A., TADESSE, S. Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms. **International Business Review**, n. 18, p. 387-403, 2009. Disponível em <DOI: 10.1016/j.ibusrev.2009.02.013>.

RAHMAN, M. The effect of taxation on sustainable development goals: evidence from emerging countries. **Heliyon**, n. 8, 2022. Disponível em <<https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e10512>>.

RASHEED, A.; PRESCOTT, J. Towards an objective classification scheme for organizational task environments. **British Journal of Management**, v. 3, n. 4, p. 197–206, 1992. Disponível em: <doi:10.1111/j.1467-8551.1992.tb00045.x>.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ROCCA, L. M.; CAMBREA, D. R. The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 30, p. 30-59, 2018. Disponível em <DOI: 10.1111/jifm.12090>.

ROCCA, L. M.; STAGLIANO, R.; ROCCA, T.; CARIOLA, A.; SKATOVA, E. Cash holdings and SME performance in Europe: the role of firm-specific and macroeconomic moderators. **Small Bus Econ**, v. 53, p. 1051–1078, 2019. Disponível em <<https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1007/s11187-018-0100-y>>.

RUGMAN, A. M. Risk Reduction by International Diversification. **Journal of International Business Studies**, v. 7, n.2, p. 75-80, 1976. Disponível em <<https://www.jstor.org/stable/154547>>.

- RUIGROK, W.; GEORGAKAKIS, D.; GREVE, P. Regionalization strategy and performance. **Multinational Business Review**, v. 21, n. 1, 2013. Disponível em <DOI 10.1108/15253831311309465>.
- SAITO, R.; HIRAMOTO, E. Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. **Revista Latinoamericana de Administración**, n. 45, p. 59-75, 2010. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=71615503006>>.
- SALAH, W. The impact of country-level and firm-level on financial performance: a multilevel approach. **International Journal of Accounting**, v. 6, n. 2, p. 41-53, 2018.
- SHEN, H.; FU, M.; PAN, H.; YU, Z.; CHEN, Y. The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. **Emerging Markets Finance and Trade**, 56(10), 2213–2230, 2020.
- SINGLA, C.; George, R. Internationalization and performance: a contextual analysis of Indian firms. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 12, p. 2500-2506, 2013. Disponível em: <doi:10.1016/j.jbusres.2013.05.041>.
- SIRMON, D. G.; HITT, M. A.; IRELAND, R. D. Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 1, p. 273-292, 2007. Disponível em: <doi:10.5465/amr.2007.23466005>.
- SLANGEN, A. H. L. The comparative effect of subnational and nationwide cultural variation on subsidiary ownership choices: the role of spatial coordination challenges and penrosean growth constraints. **Economic Geography**, v. 92, n. 2, p.145–171. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/00130095.2015.1096196>>.
- SONG, S.; LEE, S. Motivation of internationalization and a moderating role of environmental conditions in the hospitality industry. **Tourism Management**, v. 78, 2020. Disponível em <<https://doi.org/10.1016/j.tourman.2019.104050>>.
- SUN, S. L.; PENG, M. W.; LEE, R. P.; TAN, W. Institutional open access at home and outward internationalization. **Journal of World Business**, v. 50, n.1, p. 234–246, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.04.003>>.
- TASHMAN, P.; MARANO, V.; BABIN, J. Firm-specific assets and the internationalization–performance relationship in the U.S. movie studio industry. **International Business Review**, v. 28, p. 785-795, 2019. Disponível em: <doi:10.1016/j.ibusrev.2019.03.003>.
- TENG, L.; HUANG, D.; PAN, Y. The Performance of MNE Subsidiaries in China: Does It Matter to Be Close to the Political or Business Hub? **Journal of International Management** v. 23, n. 3, p. 292–305, 2017. Disponível em: <doi:10.1016/j.intman.2016.12.002>.
- TERUEL, R. L. H.; PEREIRA, V. S.; MAESTRI, C. O. N. M. Efeitos dos modos de entrada sobre o desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas. **XXII Congresso Brasileiro de Custos – Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 11 a 13 de novembro de 2015**.
- ULLAH, S.; AKHTAR, P.; ZAEFARIAN, G. Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. **Industrial Marketing Management**, v. 71, p. 69-78, 2018.

THOMAS, D. E. International diversification and firm performance in Mexican firms: a curvilinear relationship. **Journal of Business Research**, v. 59, n. 4, 501-507, 2006.

TSAI, H.; REN, S.; EISINGRICH, A. B.; The effect of inter- and intra-regional geographic diversification strategies on firm performance in China. **Management Decision**, v. 58, n.1, p. 16-38, 2018. Disponível em: <DOI 10.1108/MD-01-2018-0104>.

VERBEKE, A.; FOROOTAN, M. How good are multinationality–performance (M–P) empirical studies? **Global Strategy Journal**, v. 2, n. 4, p. 332–344, 2012. Disponível em: <doi:10.1111/j.2042-5805.2012.01040.x>.

VITHESSONTHI, C.; RACELA, O. C. Short- and long-run effects of internationalization and R&D intensity on firm performance. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 34, p. 28-45, 2016. Disponível em: <doi:10.1016/j.mulfin.2015.12.001>.

VITRENKO, A.; TARASIUK, H.; BASIURKINA, N.; SHLAPAK, A.; BEREZHNYTSKA, U.; KOSICHENKO, I. Features of internationalization of smes under the influence of the institutional environment. **International Journal of Advanced Research in Engineering and Technology**, v. 11, n. 5, p. 204-218, 2020. Disponível em <DOI: 10.34218/IJARET.11.5.2020.022>.

WAN, W. P. Country Resource Environments, Firm Capabilities, and Corporate Diversification Strategies. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 1, p. 161-182, 2005. Disponível em <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1467-6486.2005.00492.x>.

WANG, C.; HONG, J.; KAFOUROS, M.; BOATENG, A. What drives outward FDI of Chinese firms? Testing the explanatory power of three theoretical frameworks. **International Business Review**, v. 21, n. 3, p. 425-438, 2012.

WANG, G.; SINGH, P. The evolution of CEO compensation over the organizational life cycle: A contingency explanation. **Human Resource Management Review**, v. 24, n. 2, p. 144-159, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2013.11.001>.

WANG, Y.; JI, Y.; CHEN, X.; SONG, C. Inflation, operating cycle, and cash holdings. **China Journal of Accounting Research**, v. 7, p. 263-276, 2014. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.cjar.2013.07.001>.

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, v. 5, p. 171-180, 1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486175>.

WU, W.; YANG, Y.; ZHOU, S. Multinational firms and cash holdings: Evidence from China. **Finance Research Letters**, v. 20, p. 184 -191, 2017. Disponível em: <http://doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.024>.

XIAO, S. S.; JEONG, I.; MOON, J. J., CHUNG, C. C.; CHUNG, J. Internationalization and performance of firms in China: moderating effects of governance structure and the degree of centralized control. **Journal of International Management**, v. 19, n. 2, p. 118-137, 2013.

YASAI-ARDEKANI, M. Effects of environmental scarcity and munificence on the relationship of context to organizational structure. **Academy of Management Journal**, v. 32, n. 1, 2017. Disponível em <<https://doi.org/10.5465/256423>>.

YUAN, L.; QIAN, X.; PANGARKAR, N. Market Timing and Internationalization Decisions: a contingency perspective. **Journal of Management Studies**, v. 53, n. 4, 2016. Disponível em <[doi: 10.1111/joms.12181](https://doi.org/10.1111/joms.12181)>.

ZHANG, X.; MA, X.; WANG, Y., WANG, Y. How can emerging market small and medium-sized enterprises maximize internationalization benefits? The moderating effects of organizational flexibility. **International Small Business Journal**, v. 32, n. 6, p. 667–692, 2014.

ZIMON, G.; TARIGHI, H. Effects of the COVID-19 global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland. **Journal of Risk Financial Management**, v. 14, n. 4, 2021. Disponível em <<https://doi.org/10.3390/jrfm14040169>>.