

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

NATHÁLIA CRISTINE SCHIAVINATI

**FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE INTERNACIONAL E REGIONAL**

UBERLÂNDIA-MG

2023

NATHÁLIA CRISTINE SCHIAVINATI

**FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE INTERNACIONAL E REGIONAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional e Regionalidade

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Regionalidade

Orientador: Prof. Dr. Antonio Sérgio Torres Penedo

UBERLÂNDIA-MG

2023

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

S329 2023	<p>Schiavinati, Nathália Cristine, 1994- FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE INTERNACIONAL E REGIONAL [recurso eletrônico] / Nathália Cristine Schiavinati. - 2023.</p> <p>Orientador: Antonio Sérgio Torres Penedo. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-graduação em Administração. Modo de acesso: Internet. Disponível em: http://doi.org/10.14393/ufu.di.2023.530 Inclui bibliografia. Inclui ilustrações.</p> <p>1. Administração. I. Penedo, Antonio Sérgio Torres, 1979-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Administração. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU: 658</p>
--------------	--

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



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:	Dissertação de Mestrado Acadêmico PPGADM - Número 267				
Data:	21 de setembro de 2023	Hora de início:	09:00	Hora de encerramento:	11:00
Matrícula do Discente:	12112ADM011				
Nome do Discente:	Nathália Cristine Schiavinati				
Título do Trabalho:	Fatores Macroeconômicos No Desempenho Financeiro De Empresas Brasileiras: Uma Análise Internacional e Regional				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniu-se virtualmente por web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores(a) Doutores(a): José Eduardo Ferreira Lopes (UFU), André Barra Neto (UFCAT) e Antonio Sérgio Torres Penedo (UFU), orientador da candidata. Ressalta-se que todos os membros da banca e a aluna participaram remotamente por web conferência.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, o Prof. Dr. Antonio Sérgio Torres Penedo, apresentou a Comissão Examinadora e a candidata, agradeceu a presença do público, e concedeu à Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação da 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 a candidata. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando a candidata:

Aprovada

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

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 **Antônio Sérgio Torres Penedo, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/09/2023, às 10:07, 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 **José Eduardo Ferreira Lopes, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/09/2023, às 10:10, 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 22/09/2023, às 17:32, 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 **4783957** e o código CRC **31F81BB9**.

AGRADECIMENTOS

Agradeço profundamente a Deus, cuja orientação e força foram a luz que me guiou nas horas desafiadoras e difíceis desta jornada.

Ao meu amado esposo, Victor, manifesto minha gratidão pelo companheirismo, paciência e apoio incondicional que me concedeu ao longo destes últimos anos.

Expresso meu reconhecimento ao meu orientador, o Professor Dr. Antonio Sérgio Torres Penedo, por sua compreensão inestimável e orientação providencial durante os momentos mais exigentes.

A todos os professores que tive a honra de conhecer no decorrer deste programa de mestrado, dedico minha sincera gratidão por suas valiosas contribuições que enriqueceram minha jornada de formação.

À banca examinadora, reverencio pela prontidão e gentileza com que aceitaram a tarefa de avaliar este trabalho, demonstrando um compromisso exemplar com o conhecimento.

À minha amada família, em especial a meus queridos pais, Zilda e Luiz, minhas adoráveis irmãs, Babi, Helo e Paola, e a minha estimada avó Anália, dedico um agradecimento especial por sempre terem sido pilares de apoio e motivação, além de terem generosamente contribuído para minha formação.

Aos líderes e colegas da Plaenge, meu local de trabalho, estendo meu reconhecimento pela colaboração e assistência que tornaram possível a conclusão deste curso.

E a meus estimados colegas Daniel, Fernanda, Débora, Juliana, Murilo e Andressa, manifesto minha gratidão pelo apoio constante e pela amizade que iluminaram minha trajetória.

RESUMO

O objetivo desta dissertação é analisar se existem diferenças substanciais ao comparar o impacto de fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas de capital aberto, considerando a internacionalização e a localização. A pesquisa está dividida em dois estudos: o primeiro estudo avalia o impacto dos fatores macroeconômicos nas empresas brasileiras de capital aberto, comparando empresas domésticas e internacionalizadas, enquanto o segundo estudo investiga o impacto desses fatores nas empresas brasileiras de capital aberto em relação à localização regional. No primeiro estudo, foram utilizados dados de empresas de capital aberto não financeiras no período de 2007 a 2020. Foram analisadas as variáveis LPA, ROE, ROA, SELIC, IPCA, CÂMBIO e DOI. Três hipóteses foram formuladas, envolvendo a taxa Selic, a inflação e o câmbio em relação às empresas internacionalizadas e domésticas. As hipóteses um e dois foram rejeitadas, e a terceira hipótese não foi confirmada. No Capítulo 3, foi investigada a relação entre as variáveis macroeconômicas, o desempenho empresarial e a regionalidade. Neste estudo, foram utilizados dados de 633 empresas de capital aberto não financeiras no período de 2000 a 2022. As variáveis de desempenho foram LPA, ROE e MEBITDA, e as variáveis macroeconômicas foram SELIC, IPCA, CÂMBIO, com a métrica de localização baseada na população do local (POP). Os resultados mostraram uma associação positiva entre a taxa SELIC e MEBITDA, uma associação negativa entre o IPCA e LPA, bem como entre o IPCA e ROE, e empresas sediadas em cidades com mercados menores apresentaram maior ROE. Este estudo contribui para a literatura ao oferecer novas perspectivas sobre a relação entre fatores macroeconômicos e o desempenho financeiro das empresas, destacando as diferenças entre empresas internacionalizadas e domésticas. Além disso, investiga o impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho das empresas com base na localização regional, uma área em crescimento na literatura brasileira.

Palavras-chaves: Fatores Macroeconômicos. Desempenho Financeiro. Internacionalização. Regionalidade.

ABSTRACT

The aim of this dissertation is to examine whether there are significant differences when comparing the impact of macroeconomic factors on the financial performance of publicly traded non-financial companies, considering their domestic or international status and different geographical locations. The research is divided into two studies: the first study analyzes the impact of macroeconomic factors on the financial performance of Brazilian publicly traded companies, comparing domestic and international companies, while the second study investigates the impact of these factors on publicly traded Brazilian companies from a regional perspective. In the first study, data from non-financial publicly traded companies from 2007 to 2020 were used. The variables examined include Earnings per Share (LPA), Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA), the SELIC interest rate, the IPCA inflation rate, the exchange rate (CÂMBIO), and the degree of internationalization (DOI). Three hypotheses were formulated, involving the Selic rate, inflation, and exchange rates in relation to internationalized and domestic companies. Hypotheses one and two were rejected, and the third hypothesis was not confirmed. In Chapter 3, the relationship between macroeconomic variables, business performance, and regional location was investigated. In this study, data from 633 non-financial publicly traded companies from 2000 to 2022 were analyzed. Performance variables included LPA, ROE, and MEBITDA, while macroeconomic variables were SELIC, IPCA, CÂMBIO, and the location metric was based on the population of the area (POP). The results showed a positive association between the SELIC interest rate and MEBITDA, a negative association between IPCA and LPA, as well as between IPCA and ROE. Furthermore, companies based in cities with smaller markets exhibited higher ROE. This study contributes to the literature by providing new insights into the relationship between macroeconomic factors and the financial performance of companies, highlighting differences between internationalized and domestic companies. Additionally, it investigates the impact of macroeconomic variables on the performance of companies from a regional perspective, an area of growing interest in Brazilian literature.

Keywords: Macroeconomic Factors. Financial Performance. Internationalization. Regionalism.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - População das cidades.....	44
---------------------------------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Variáveis dependentes consideradas no estudo	28
Quadro 2 - Variáveis independentes consideradas no estudo	28
Quadro 3 - Variáveis de controle consideradas no estudo	29
Quadro 4 - Variáveis dependentes consideradas no estudo	42
Quadro 5 - Variáveis independentes consideradas no estudo	42
Quadro 6 - Variáveis de controle consideradas no estudo	42
Quadro 7 - Distribuição das empresas por mesorregiões brasileiras	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas das Variáveis do Estudo	30
Tabela 2 - Testes das Variáveis Dependentes do Estudo	30
Tabela 3 - Matriz de Correlação das Variáveis	31
Tabela 4 - Modelo de Regressão Roa	31
Tabela 5 - Modelo de Regressão Roe	32
Tabela 6 - Modelo de Regressão Lpa	32
Tabela 7 - Estatísticas descritivas das variáveis do estudo	44
Tabela 8 - Matriz de Correlação	47
Tabela 9 - Resultados das regressões.....	47

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BRICs	Acrônimo de Brasil, Rússia, Índia e China
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
CAMBIO	Taxa de Câmbio
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
COPOM	Comitê de Política Monetária
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DOI	<i>Degree of Internationalization</i> ou Grau de Internacionalização
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
FDC	Fundação Dom Cabral
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LPA	Lucro por Ação
MEBTIDA	Margem EBITDA
PIB	Produto Interno Bruto
POP	População da Cidade
ROA	Retorno sobre Ativos
ROE	Retorno sobre Patrimônio Líquido
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TAM	Tamanho da Empresa

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização da pesquisa	12
1.2 Problemas de pesquisa e objetivos	14
1.3 Justificativas	14
1.4 Estrutura do trabalho	15
CAPÍTULO 2: ANÁLISE DO IMPACTO DE FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DOMÉSTICAS E INTERNACIONALIZADAS	16
2.1 Introdução	16
2.2 Fundamentação Teórica	18
2.2.1 Mercado de Capitais e Desempenho Econômico	18
2.2.2 Internacionalização e Desempenho Empresarial	20
2.2.3 Teoria da Diversificação, Fatores Macroeconômicos e Desempenho	22
2.3 Metodologia	26
2.4 Resultados	30
2.5 Considerações finais	33
CAPÍTULO 3: ANÁLISE DO IMPACTO DE FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS SOB UMA PERSPECTIVA REGIONAL	35
3.1 Introdução	35
3.2 Fundamentação Teórica	38
3.2.1 Teoria Contingencial e Fatores Macroeconômicos	38
3.2.2 Fatores Macroeconômicos, Localização e Desempenho	39
3.3 Metodologia	41
3.4 Resultados	43
3.5 Considerações Finais	48
CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS	52

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização da pesquisa

O cenário macroeconômico mundial tem apresentado nos últimos anos uma relação direta com os comportamentos dos mercados financeiros. Este comportamento pode ser entendido pelo desenvolvimento das bolsas de valores dos países e da influência delas na dinâmica dos mercados. Ademais, o desenvolvimento do processo de globalização e a suspensão da demarcação de fronteiras entre os países no âmbito da mobilidade dos mercados de capitais foi relevante para esta mudança (RIBEIRO; LEITE; JUSTO, 2016).

A pandemia de COVID-19 pode ser considerada como um exemplo de relação direta entre rentabilidade de empresas e fatores macroeconômicos, visto que causou interrupções econômicas nos insumos de produção, cadeias de suprimentos e fatores relativos a demanda (CHANG et al., 2022).

Diferentes ciclos econômicos impactam de forma direta os fluxos de caixa e a rentabilidade das empresas, visto que tornam o levantamento de recursos pelas organizações mais ou menos dispendioso (CARDOSO; PINHEIRO, 2020). Em períodos de crise, por exemplo, o desempenho das empresas é afetado devido a diversos fatores, como aumento de riscos financeiros e econômicos, limitação de oportunidades de investimento e maior escassez e oneração de crédito (VITHESSONTHI; TONGURAI, 2014)

No caso do Brasil, a maior estabilidade dos fatores macroeconômicos ocorreu após a segunda metade dos anos 1990 com mudanças na política econômica, como Plano Real, Lei de Responsabilidade Fiscal, definição de metas inflacionárias e redução da relação do Produto Interno Bruto (PIB) e dívida (FONSECA, et al., 2019). Estas mudanças fizeram com que o mercado acionário do Brasil desse um salto no seu desenvolvimento, em termos de volumes de negócio e eficiência de alocação (GRÔPPO, 2006)

De acordo com Leite, Costa e Monte (2012) nas últimas décadas, devido à maior estabilidade da economia brasileira e à robustez de seus fundamentos, tem-se testemunhado um aumento substancial no volume de transações no mercado financeiro, notadamente na bolsa de valores de São Paulo. Conseqüentemente, com a crescente internacionalização desse mercado e seu impacto na definição das políticas macroeconômicas, emerge uma maior interdependência entre o mercado de ações e sua influência nas diversas variáveis macroeconômicas.

O estudo realizado por Pontes e Rêgo (2022), que analisou as complexas redes de correlação de ativos financeiros do mercado de capitais do Brasil considerando as variações de

indicadores macroeconômicos, como Produto Interno Bruto e taxa de juros, por um período de 43 meses, apresentou evidências da relação de variáveis macroeconômicas e o mercado acionário.

Neste sentido, de acordo com Fonseca et al. (2019), os ativos negociados na bolsa de valores brasileira passaram a ser mais sensíveis às distintas condições econômicas, tanto internas, quanto externas. Assim, além da influência dos fatores macroeconômicos no desempenho, as empresas também são influenciadas por suas decisões estratégicas internas, como sua localização e atuação em mercados internacionais.

De acordo com Buckley e Casson (1976), as empresas ganham desempenho econômico ao envolver seus ativos em diferentes mercados internacionais, além de poderem aumentar seu desempenho com sucesso superando as pressões competitivas e contando com forças específicas. Para Fletcher, Harris e Richey Jr. (2021), o processo de internacionalização de empresas deve ser incentivado pelas políticas públicas, pois que este processo tem o potencial de melhorar o desempenho da empresa, seu o valor para os acionistas, a sua exposição ao risco, a satisfação de clientes, redução de desperdícios e segurança no emprego dos funcionários.

Além das vantagens relativas a internacionalização, de acordo com Chidlow et al. (2015) e Slangen (2016), o desempenho das empresas também está associado às vantagens específicas de localização presentes nas diferentes regiões de um país. Essas vantagens são influenciadas por fatores como aglomeração, infraestrutura, eficiência, tamanho do mercado, qualidade das instituições formais e culturais, além de fatores relacionados ao conhecimento, os quais podem variar de uma região para outra.

Dado que os mercados de capitais, incluindo o mercado de ações, tiveram sua estrutura predominantemente estabelecida em países desenvolvidos, é natural que os primeiros estudos empíricos nesse campo tenham se voltado para a dinâmica econômica dessas nações. Isso decorre da origem das bolsas de valores nos países mais avançados, devido à maior relevância desses mercados e ao crescimento econômico que os caracteriza. Contudo, é possível observar atualmente uma considerável quantidade de pesquisas focadas na análise dessas relações em países em desenvolvimento, principalmente no Brasil, cujo mercado de capitais passou por mudanças após a conquista da estabilidade monetária alcançada pelo sucesso do Plano Real (LEITE; COSTA; MONTE, 2012). Em contrapartida, apesar de diversas publicações sobre esta temática existirem, são poucos os trabalhos que relacionam os fatores de macroeconomia e desempenho relacionando-os com as temáticas de internacionalização e regionalidade.

Desta forma, as lacunas teóricas a serem exploradas nesta pesquisa têm como base o trabalho de Fonseca et al. (2019), que identificou fatores da macroeconomia e analisou os impactos destes fatores no desempenho de empresas de capital aberto do mercado brasileiro, mas não discutiu: i) a diferença destes impactos entre empresas internacionalizadas e domésticas e ii) se existem diferenças ocasionadas por fatores regionais que se relacionam com os efeitos dos fatores macroeconômicos sobre o desempenho financeiro das empresas.

1.2 Problemas de pesquisa e objetivos

Esta dissertação pretende responder as seguintes perguntas: Quais são as principais diferenças relacionadas aos impactos ocasionados por fatores macroeconômicos sobre o desempenho financeiro quando comparamos empresas internacionalizadas com empresas não internacionalizadas? E, com um enfoque relativo a regionalidade, fatores macroeconômicos e desempenho, apresenta-se a questão: os fatores macroeconômicos influenciam no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto de maneira diferente conforme a localização da empresa?

Nesse sentido, os objetivos deste estudo se dividem em dois capítulos que enfatizam a questão de fatores macroeconômicos e desempenho financeiro das empresas, sendo o primeiro estudo relacionando empresas internacionalizadas e domésticas e o segundo que compara empresas em diferentes regiões do Brasil.

O capítulo dois tem por objetivo entender se existem diferenças significativas quando é feita a comparação do impacto ocasionado por fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas de capital aberto, não financeiras, domésticas e internacionalizadas, no período de 2007 a 2020.

O terceiro capítulo objetiva entender se existem diferenças originadas por fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas brasileiras de capital aberto, não financeiras, quando comparamos companhias de localidades distintas, considerando os anos de 2000 a 2022.

1.3 Justificativas

Este estudo se justifica por preencher lacunas teóricas na área de estudos financeiros elucidadas pelos autores do artigo que serviu de base para esta pesquisa que não abordaram o tema do impacto de fatores macroeconômicos no desempenho das empresas brasileiras sob a

ótica dos efeitos que a internacionalização e regionalidade podem exercer nas companhias brasileiras de capital aberto.

Este trabalho contribui para a teoria por expandir os estudos referentes a temática que relaciona os fatores macroeconômicos e o desempenho financeiro das empresas, sugerindo que empresas internacionalizadas apresentam resultados financeiros distintos de empresas domésticas, em que a variável de nível de internacionalização (DOI) fosse a principal mediadora na relação entre desempenho e macroeconomia. Ademais, contribui por indagar os possíveis efeitos de fatores macroeconômicos no desempenho de empresas sediadas em diferentes regiões.

Como este trabalho aborda a relação entre desempenho de empresas do mercado de capitais e fatores macroeconômicos, como juros, inflação e câmbio, este estudo pode contribuir com informações para investidores e agentes do mercado financeiro.

Este estudo pode contribuir com a sociedade ao passo que apresenta informações e discussões sobre o impacto de fatores macroeconômicos, que afetam a sociedade em geral, e como estes fatores podem impactar o desenvolvimento e desempenho de empresas, que reflete de maneira direta no desenvolvimento social e econômico do país. Por fim, como este estudo analisa o desempenho das empresas em relação a localização das sedes das empresas, contribui para a compreensão de como o ambiente pode influenciar no desenvolvimento das empresas.

1.4 Estrutura do trabalho

A presente dissertação está estruturada em quatro capítulos. O primeiro, trata-se deste capítulo que introduz os tópicos da pesquisa. O segundo aborda o impacto dos fatores macroeconômicos taxa de juros, inflação e câmbio no desempenho de empresas brasileiras de capital aberto domésticas e internacionalizadas. O terceiro capítulo analisa o impacto dos fatores macroeconômicos no desempenho de empresas brasileiras sob uma perspectiva regional. O quarto e último capítulo, apresenta as conclusões deste estudo.

CAPÍTULO 2: ANÁLISE DO IMPACTO DE FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DOMÉSTICAS E INTERNACIONALIZADAS

2.1 Introdução

No mundo globalizado atual, o desempenho econômico e financeiro das empresas que compõem o mercado de ações é fundamental para crescimento e estabilidade econômica do país. Estudos também demonstraram que o setor financeiro é relevante e tem efeitos significativos no desenvolvimento econômico de uma nação e, dessa forma, o mercado de ações pode ser considerado como um dos principais indicadores de crescimento econômico de um país (JABEEN et al., 2022; AALI-BUJARI; VENEGAS-MARTÍNEZ; PÉREZ-LECHUGA, 2017).

Em contrapartida, os mercados de ações também são vulneráveis às condições da economia e eventos distintos. Especificamente, fatores da economia e cenários complicados afetam os mercados de ações (JABEEN et al., 2022). Um exemplo recente foi a pandemia de Covid-19, que provocou sérias preocupações globais com a saúde pública e sobre os impactos econômicos. As consequências da paralisação econômica nas esferas global, empresarial e familiar levaram a desafios na previsão do crescimento futuro e na avaliação dos processos de recuperação (GORMSEN; KOIJEN, 2020).

Nesse sentido, estudos indicam que diversos aspectos contribuem para a mudança no preço das ações, como situações políticas, desastres naturais, políticas governamentais, desempenho das empresas, taxas de juros e câmbio, sendo que fatores macroeconômicos podem ser teoricamente consideradas as principais matrizes da volatilidade de ações, logo, os fatores macroeconômicos são tidos como os principais indicadores de retorno de ações (BASHER; HAUG; SADORSKY, 2012; TANGJITPROM; 2012; ANTONAKAKIS; CHATZIANTONIOU; FILIS, 2013; BALCILAR; GUPTA; MILLER, 2015; ALSALMAN, 2016).

A relação entre contexto macroeconômico e a rentabilidade das empresas foi comprovada em estudos, reforçando a ideia da necessidade de pesquisas que envolvam avaliações endógenas e perspectivas exógenas às organizações (MURADOGLU; TASKIN; BIGAN, 2000; BASTOS et al., 2009; LOPES et al., 2016; FONSECA et al., 2019).

Após anos do início do processo de globalização, quase todas as empresas operantes em economias abertas estão expostas, direta ou indiretamente a este processo. Sob tais premissas,

surtem questionamentos quanto a relação entre o desempenho da empresa e seu nível de internacionalização (VITHESSONTHI, 2016). A relação entre o desempenho empresarial e a internacionalização é uma questão relevante para os negócios internacionais e pesquisas significativas sobre o tema foram realizadas nos últimos anos (CHEN; TAN, 2012).

Tendo como base os estudos de Fonseca et al. (2019), que analisaram os impactos de fatores macroeconômicos no desempenho de companhias do mercado de capitais, a indagação que norteia este estudo é: quais são as principais diferenças relacionadas aos impactos ocasionados por fatores macroeconômicos sobre o desempenho financeiro quando comparamos empresas internacionalizadas com empresas não internacionalizadas?

Assim, este estudo tem como objetivo entender se existem diferenças significativas quando comparado a influência de fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas, de capital aberto não financeiras, domésticas e internacionalizadas.

Para a avaliação do desempenho das empresas, as métricas utilizadas neste estudo foram Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA) e Lucro por Ação (LPA). As variáveis Juros, Inflação e Câmbio foram utilizadas como os parâmetros macroeconômicos. Por fim, para diferenciar as empresas domésticas e internacionalizadas, o Grau de Internacionalização, procedente dos relatórios disponibilizados pela Fundação Dom Cabral, foi o indicador utilizado neste estudo.

Este estudo pretende contribuir para as pesquisas com temáticas de fatores macroeconômicos e internacionalização. Nesse sentido, esta pesquisa buscou entender os resultados que a internacionalização e os fatores macroeconômicos apresentam no desempenho das empresas por meio da metodologia de dados em painel. Desta forma, este estudo vai ao encontro da proposta de Muradoglu, Taskin e Bigan (2000) que sugeriram que combinar informações de seções transversais e séries temporais em um grupo de dados unificado poderia fornecer resultados mais sistemáticos referentes a relação causal entre as variáveis nos estudos de internacionalização e desempenho.

Ademais, como Brasil, uma das maiores economias emergentes, tem aumentado nas últimas décadas o número de empresas que se internacionalizam, é necessário que mais estudos e pesquisas nessa área se concretizem (MELLO; WELLE; OLIVEIRA, 2018).

O presente capítulo está estruturado em quatro seções a partir desta introdução. A segunda parte deste estudo apresenta o referencial teórico. Na terceira e quarta seção, são apresentados a metodologia e análise de resultados encontrados na pesquisa, respectivamente. Na quinta, as considerações da pesquisa. As referências utilizadas estão disponíveis ao final.

2.2 Fundamentação Teórica

2.2.1 Mercado de Capitais e Desempenho Econômico

É vasto o número de pesquisas empíricas que contribuem com a premissa de que existe uma relação entre mercado de capitais e o crescimento econômico no longo prazo (LEVINE; ZERVOS, 1998). Diversas investigações, teóricas e empíricas, examinaram o impacto do setor financeiro e de capitais no desempenho econômico (AALI-BUJARI; VENEGAS-MARTÍNEZ; PÉREZ-LECHUGA, 2017).

Wicksell (1934) apresentou um dos primeiros artigos que enfatiza o papel dos setores financeiro e de ações na economia. Neste estudo, ele encontrou relações entre a taxa de juros e oferta de créditos, determinadas pelo setor bancário, com o crescimento e dinamismo da economia.

Schumpeter (1954) afirma que um dos propulsores da economia é a demanda por crédito, sendo que o setor financeiro desempenha um importante papel no financiamento de investimentos, progresso tecnológico e processos de inovação, contribuindo, assim para o desenvolvimento de diversos setores da economia. Goldsmith (1969), a partir de uma pesquisa de análise transversal para uma amostra de 35 países, encontrou uma relação positiva entre o crescimento econômico e desenvolvimento financeiro.

Nessa perspectiva, os mercados financeiros contribuem para o crescimento da economia por meio do mercado de ações, pois facilitam os investimentos de longo prazo de forma a contribuir para a redução de riscos e, de forma simultânea, permitem a liquidez da população poupadora, além de fornecerem financiamentos permanentes para as organizações (LEVINE, 1991).

Nesse sentido, o mercado de capitais pode ser considerado como um fator de importância para o desenvolvimento econômico, visto que canaliza recursos para investimentos, estimulando assim, o aumento da produção em geral (AALI-BUJARI; VENEGAS-MARTÍNEZ; PÉREZ-LECHUGA, 2017).

O estudo de Aali-Bujari, Venegas-Martínez e Pérez-Lechuga (2017), que avaliou o impacto da capitalização do mercado de ações e do spread bancário no crescimento econômico *per capita* nas principais economias da América Latina, apresentou evidências empíricas que demonstram que o setor financeiro e de mercado de capitais exercem efeitos importantes no desenvolvimento e crescimento econômico. Dessa forma, uma expansão do setor financeiro e de capitais ajudaria a impulsionar a atividade econômica na América Latina, o que resultaria num nível de bem-estar mais elevado para a população.

Esta mesma pesquisa também identificou que o aumento na capitalização de empresas listadas, aumentos no crédito fornecido pelo setor bancário e uma queda nas diferenças das taxas de juros, têm uma relação positiva com a renda per capita, logo, com o desenvolvimento econômico. As estimativas dinâmicas de dados em painel evidenciaram a significância das variáveis financeiras para o desenvolvimento da economia como um todo (AALI-BUJARI; VENEGAS-MARTÍNEZ; PÉREZ-LECHUGA, 2017).

A pesquisa realizada por Dewi, Soei e Surjoko (2019) demonstrou que os fatores macroeconômicos PIB, inflação, taxa de desemprego e taxa de câmbio afetaram o índice de lucratividade das empresas, considerando o ROA.

A lucratividade das empresas é influenciada por fatores internos, como a capacidade de aumentar a produtividade e reduzir custos, e por fatores externos, como as condições econômicas, regulações governamentais, taxa de câmbio, PIB e taxa de desemprego (DEWI; SOEI; SURJOKO, 2019).

A pesquisa realizada por Pontes e Rêgo (2022) evidenciou a relação entre as variáveis e indicadores macroeconômicos e o mercado de ações brasileiro. Os resultados mostraram que os fatores Produto Interno Bruto (PIB), risco Brasil, taxa de juros e os pontos Ibovespa influenciaram as métricas do mercado acionário.

Em um estudo utilizando dados em painel, Chiad e Hadj Sahraoui (2022), observaram que abertura comercial, oferta monetária e crescimento econômico impactam de maneira positiva o desenvolvimento econômico dos mercados de ações. Uma bolsa de valores bem desenvolvida é capaz de promover o crescimento econômico de um país, assistindo à acumulação de capital e permitindo a transação de melhores investimentos e recursos (CHIAD; HADJ SAHRAOUI, 2022).

A pesquisa desenvolvida por Saeed et al. (2023) demonstrou que a capitalização dos mercados de ações pode ser útil para investidores locais e internacionais. Neste estudo, os autores encontraram evidências que investimentos estrangeiros, inflação e taxa de câmbio afetam diretamente a capitalização do mercado acionário.

Neste sentido, estudiosos econômicos, analistas e especialistas concordam com a prerrogativa de que os avanços financeiros, especialmente o progresso do mercado de ações, é necessário para promover avanços na economia. Mercados financeiros operam como sistemas interconectados de relevância substancial, sendo capazes de estimular de forma dinâmica os setores mais eficientes e lucrativos da economia (MURINDE et al., 2012)

2.2.2 Internacionalização e Desempenho Empresarial

A teoria da internacionalização é utilizada como base para a expansão de multinacionais em mercados globais (SUN; PRICE; DING, 2019). Há um consenso na comunidade acadêmica acerca do caráter dinâmico e evolutivo do fenômeno de internacionalização empresarial. Este processo é caracterizado por investimentos graduais, os quais são impulsionados pelo aprendizado das organizações em relação aos novos ecossistemas de mercado. (DOUGLAS; CRAIG, 2011; KAMAKURA; RAMÓN-JERÓNIMO; VECINO GRAVEL, 2012).

O processo de internacionalização das organizações permite o aumento do conhecimento das transações internacionais como impulsionadoras do crescimento, assim como proporciona maior envolvimento comercial com outros países (SINGLA; GEORGE, 2013). A internacionalização pode ser entendida como um fenômeno complexo que exige atenção dos gestores das empresas que procuram aprimorar ações estratégicas corporativas a fim de se manterem competitivos no mercado (PEREIRA et al., 2019).

A internacionalização, de acordo com Larrinaga (2005), é uma estratégia das empresas que buscam crescimento a partir da diversificação geográfica internacional, sendo este um processo evolutivo e dinâmico que afeta diversas atividades da cadeia de valor e da estrutura organizacional, com empenhos e implicações crescentes de recursos e capacidades com o entorno internacional, que se baseia em um conhecimento complementar. É a maneira ou grau em que as organizações aumentam suas operações além das fronteiras (KIRCA et al., 2011).

O processo de internacionalização é uma opção estratégica para novos empreendimentos e pequenas e médias empresas, visto que oferece uma gama de oportunidades de crescimento no mercado externo (JIANG et al., 2021). Nesse sentido, as empresas enxergam uma perspectiva de expansão para outros países como uma opção estratégica para aumentar o seu desempenho (TUPPURA et al., 2008).

O processo de internacionalização é complexo, nem sempre avança e nem é uniforme (KAFOUROS et al., 2022). Nos estudos de negócios internacionais, uma considerável linha de pesquisa busca entender quais os impactos da internacionalização no desempenho das empresas (ABDI; AULAKH, 2018; HENNART, 2011). Contudo, pesquisas indicam múltiplos resultados às implicações de desempenho e internacionalização e podem ser categorizados em diversos aspectos (SUN; PRICE; DING, 2019).

Alguns trabalhos apresentaram relações lineares positivas entre a internacionalização e o desempenho da organização (GRANT, 1987; GRANT; JAMMINE; THOMAS, 1988; DUNNING, 1995; JAIN; CELO; KUMAR, 2019; SUN; PRICE; DING, 2019).

O estudo de Grant (1987) demonstrou que as empresas manufatureiras britânicas foram relacionadas de forma positiva ao seu grau de multinacionalidade, bem como a sua produção no exterior estava fortemente associada a aumentos na receita e lucratividade. A pesquisa de Jain, Celo e Kumar (2019) evidenciou que as empresas de software indianas obtiveram resultados satisfatórios em seu desempenho a partir do processo de internacionalização. Os resultados da pesquisa de Sun, Price e Ding (2019) constatou que as empresas podem ter melhores desempenhos financeiros ao se expandirem internacionalmente, principalmente se aliada a alta capacidade de marketing.

No entanto, outros estudos encontraram relações lineares negativas entre internacionalização e desempenho (BREWER, 1981; MICHEL; SHAKED, 1986). Brewer (1981) comparou o desempenho de empresas domésticas e internacionalizadas americanas e não encontrou relação positiva em operações no exterior com melhores desempenhos. Collins (1990) também encontrou relação negativa com o desempenho em seus estudos com empresas que faziam investimento estrangeiro direto.

Para Riahi-Belkaoui (1998), a relação desempenho-internacionalização está longe de ser linear. Indo ao encontro dessa ideia, para Li (2007), a concepção da não linearidade apresenta validade, uma vez que o desempenho da empresa resulta da interação complexa entre os ganhos e despesas das corporações multinacionais ao longo do processo de internacionalização.

Dessa forma, considerando os custos e vantagens inerentes de um processo de internacionalização, diversos estudos encontraram relações não lineares para a relação internacionalização-desempenho. Além disto, os resultados encontrados não são regulares (ANDRADE; GALINA, 2012).

Dentre estes trabalhos, alguns resultados apontaram para um formato de “U” para a relação internacionalização-desempenho (LU; BEAMISH, 2001). Isto acontece pois nos estágios iniciais da internacionalização, o desempenho diminui à medida que a empresa lida com a suscetibilidade do ambiente estrangeiro. No entanto, o desempenho melhora conforme novos conhecimentos são desenvolvidos, a competitividade é aprimorada e as oportunidades de mercado são apanhadas pelas novas atividades de investimentos da empresa em mercados internacionais (LU; BEAMISH, 2001).

Em contrapartida, outros estudos revelaram uma configuração de “U” invertido (DANIELS; BRACKER, 1989; CHIAO; YANG, 2011), ou seja, o desempenho empresarial

umenta nos estágios iniciais do processo de internacionalização, porém o desempenho diminui à medida que a empresa expande esse processo (ANDRADE; GALINA, 2012).

Ademais, relações em forma de “S” horizontal, conhecida como teoria dos três estágios de internacionalização (CONTRACTOR; KUNDU; HSU, 2003) foram encontradas em alguns estudos (CONTRACTOR; KUNDU; HSU, 2003; CHANG, 2007; RUIGROK; AMANN; WAGNER, 2007). Esta teoria propõe que o estágio inicial do processo de internacionalização é composto por uma queda no desempenho devido aos custos de aprendizagem iniciais e suscetibilidade ao novo ambiente; o segundo estágio do processo é caracterizado por uma inclinação positiva, pois neste ponto a empresa já possui acesso a recursos com custos mais baixos e consegue explorá-los de maneira mais eficiente; já o terceiro estágio é apresentado com um declive no desempenho em virtude dos custos de coordenação de mercado muito dispersos, por exemplo (CONTRACTOR; KUNDU; HSU, 2003).

Conforme apresentado, o conceito da relação internacionalização-desempenho não é unânime e, por ser muito variado, evidencia que é um campo de estudos propício para o desenvolvimento de novas pesquisas. Apesar da globalização das operações e dos mercados, a localidade geográfica da empresa e de seus mercados é um fator importante para determinar os retornos da internacionalização. A variedade de resultados pode ser justificada pelos diferentes custos e benefícios de acordo com as características da região de origem da empresa que se internacionalizou e a região de destino de seus negócios (CHANG, 2007).

Nesse sentido, as empresas devem considerar os ambientes econômicos e institucionais na tomada de decisão quando desejam se internacionalizar, visto que são fatores que implicam de forma direta no desempenho e estratégias empresariais (AHMED et al., 2022).

2.2.3 Teoria da Diversificação, Fatores Macroeconômicos e Desempenho

Em relação ao fator da importância da localidade geográfica no desempenho das empresas internacionalizadas, a teoria da diversificação internacional integra esse conceito ao considerar a questão dos riscos do local. Essa teoria sustenta que empresas internacionalizadas possuem menores riscos sistemáticos em comparação a empresas domésticas semelhantes. O menor risco sistemático se deve a noção de que empresas multinacionais possuem fluxos de caixa em diferentes países com características econômicas distintas (OLIBE; MICHELLO; THORNE, 2008).

O pressuposto basilar é que a diversificação através das fronteiras nacionais aumenta o fluxo de caixa e a estabilização dos lucros, reduzindo os riscos percebidos pelos acionistas

(MADURA; WHYTE, 1990). Desse modo, o conhecimento do efeito da diversificação internacional sobre o risco sistemático é um fator significativo para gestores e indivíduos interessados em investimentos (OLIBE; MICHELLO; THORNE, 2008), considerando que a percepção do risco das pessoas influencia de forma direta no seu processo de tomada de decisão de investimentos (MARCH; SHAPIRA, 1987).

Essa percepção acerca do risco pelos investidores está ligada ao ambiente macroeconômico, uma vez que os fluxos do mercado sofrem influências do sistema econômico local. Identificar os fatores macroeconômicos que interferem no retorno das ações continua sendo um desafio para profissionais de mercado e acadêmicos (FISCHER; MERTON, 1984; GRÔPPO, 2005). Quando um investidor adquire ativos em âmbito nacional e internacional, é comum que ele desenvolva percepções divergentes acerca do risco inerente a esses ativos, mesmo que o investimento seja em renda fixa (FONSECA et al., 2019).

Diversas pesquisas têm abordado a interdependência entre variáveis macroeconômicas de importância e os valores de ativos, como o nível de atividade econômica, taxas de juros e taxa de câmbio (NUNES; COSTA JR.; MEURER, 2005; FONSECA et al., 2019). A investigação da interação entre as taxas de juros e os investimentos é pertinente, uma vez que as taxas de juros têm o potencial de impactar as projeções em relação ao desempenho econômico (FRANZEN et al., 2009).

A pesquisa conduzida por Garcia e Valpassos (2000) examinou a ligação entre as taxas de juros e os investimentos, ao analisar a política econômica do Brasil na década de 1990. O estudo revelou que as taxas de juros elevadas aplicadas no país no começo desse período resultaram em significativos fluxos de capital de curto prazo.

Nunes, Costa Jr. e Meurer (2005) verificaram uma relação negativa entre as taxas de juros e os retornos do mercado, indicando que as políticas econômicas e monetárias reagem às oscilações das variações do mercado por meio da mudança nas taxas de juros.

Um aumento não antecipado na taxa de juros geralmente acarreta uma diminuição nos valores dos ativos. Uma explicação plausível é que o aumento da taxa de juros resultará em uma diminuição nos investimentos das empresas, o que, em um horizonte temporal mais extenso, cria a expectativa de menor lucratividade dos ativos. No caso do Brasil, uma mudança inesperada na taxa básica de juros (Selic) leva os investidores a substituírem suas aplicações em ações por investimentos em renda fixa (GRÔPPO, 2006).

Isso tende a acontecer pois, no Brasil, a Taxa Selic é uma das principais referências utilizadas pelo governo para remuneração dos títulos de dívida pública, além de ser empregada

pelas instituições do mercado como remuneração dos seus títulos de renda fixa (CARVALHO; SEKUNDA, 2020).

De acordo com Carvalho e Sekunda (2020), é possível presumir que quando a Selic aumenta, os títulos de renda fixa se tornam mais atrativos, fazendo com que os investidores migrem seu capital da renda variável para as aplicações em renda fixa, dados os menores riscos associados a este tipo de investimento. Para que essa mudança de fluxo de capital ocorra, os investidores de renda variável necessitam vender suas ações, gerando assim maior oferta e fazendo com que os preços diminuam.

Em contrapartida, de acordo com o estudo de Franzen et al. (2009), os investidores internacionais associam o aumento da taxa Selic com um melhor desempenho das empresas, possivelmente em decorrência de uma queda na taxa de inflação, que tem relação direta com os juros. Essa ideia vai ao encontro da teoria de Fama (1981) denominada *proxy effect*, que sugere uma associação negativa entre os ganhos das ações e a inflação.

Graham (1996) analisou a relação entre o retorno acionário e a inflação dos Estados Unidos no período de 1953 a 1990 e comprovou uma relação instável, sendo que era negativa antes de 1976 e depois de 1982, mas positiva entre esse período. Tal instabilidade pode justificada pelas mudanças na política monetária do período.

Nesse sentido, as relações entre a inflação e o retorno das ações são controversas, porém espera-se que esta relação seja negativa, conforme estudo de Fama (1981), pois acredita-se que o aumento da inflação aumenta a taxa livre de risco nominal, fazendo com que as taxas de desconto utilizadas na avaliação de ações também aumentem (MURADOGLU; TASKIN; BIGAN, 2000).

O estudo desenvolvido por Muradoglu, Taskin e Bigan (2000) investigou a relação causal entre fatores macroeconômicos, como inflação e taxa, e os retornos das ações de países emergentes. O resultado da pesquisa demonstrou que a interação entre o retorno das ações e as variáveis macroeconômicas se deve principalmente ao tamanho dos mercados de ações e sua integração com os mercados globais, por meio de medidas de liberação financeira. Desse modo, os formuladores de políticas são aconselhados a criar um ambiente que atraia investidores estrangeiros.

Diante da literatura exposta, que apontou os efeitos da diversificação internacional como fator que propicia redução do risco sistemático, bem como a influência dos fatores macroeconômicos taxa de juros (Selic) e inflação no retorno das ações, as seguintes hipóteses foram formuladas:

H1. O fator macroeconômico brasileiro taxa Selic interfere menos no desempenho das empresas internacionalizadas.

H2. O fator macroeconômico brasileiro inflação interfere menos no desempenho das empresas internacionalizadas.

No início do século XX, Fisher (1930) investigou a interrelação entre inflação, taxa de juros e câmbio, chegando à conclusão de que a inflação exerce um impacto positivo sobre a taxa de câmbio. Consequentemente, quando a inflação se intensifica em um país, a respectiva moeda tem a tendência de desvalorizar-se em relação às moedas estrangeiras. Em sua pesquisa, também destacou que acréscimos nas taxas de juros de um país poderiam induzir um aumento na taxa de inflação, o qual, por sua vez, contribuiria para a desvalorização da moeda desse país.

Diferentes elementos da economia, como inflação, taxa de juros nominal e dívida governamental têm um efeito direto sobre a taxa de câmbio (SHAH; ZEILEIS; PATNAIK, 2005). De acordo com Arghyrou e Pourpourides (2016), o aumento da taxa de inflação prejudica o valor do país, fazendo com que a taxa de câmbio seja afetada.

A pesquisa apresentada por Necşulescu e Şerbănescu (2013) demonstrou que a taxa média de inflação anual teve uma influência sobre o salário nominal e taxa de câmbio. No período analisado pelas autoras, a taxa de inflação demonstrou uma tendência de queda, o que reduziu o salário médio e desvalorizou a moeda nacional.

Em uma economia emergente, a taxa de câmbio e o custo de capital, além da taxa de juros, podem impactar nas variações do risco-país, bem como em outras variáveis econômicas reais (BORGES, 2019). Em relação a taxa de câmbio, segundo o Banco Central do Brasil (BCB) (2018) os impactos do câmbio se manifestam mais rapidamente na inflação, enquanto os efeitos da incerteza e do prêmio de risco-país operam com maior defasagem. Isso demonstra que as mudanças na taxa de câmbio afetam de forma direta e simultânea o grau de incerteza econômica e risco-país.

Em um estudo sobre a relação causal entre as variáveis de política monetária e o mercado acionário brasileiro, Grôppo (2006) demonstrou que tanto as taxas de juros quanto a taxa de câmbio têm um impacto sobre o Ibovespa. Notavelmente, a resposta desse índice ao câmbio é significativamente maior, indicando a influência exercida pela taxa de câmbio no mercado acionário brasileiro.

O trabalho desenvolvido por Barbosa e Meurer (2014) investigou o comportamento do investidor externo diante das variações das rentabilidades oferecidas pelos ativos brasileiros – ações e renda fixa - e também analisou o o impacto da taxa de câmbio real nas escolhas de

compra e venda de ativos. Os resultados evidenciaram diferenças substanciais nos comportamentos de investidores que adquirem ativos internamente em comparação com aqueles que o fazem externamente, notadamente em relação às flutuações da taxa de câmbio.

A pesquisa desenvolvida por Bonfim, Padovani e Duque (2015) demonstrou que, nas 28 empresas analisadas na pesquisa, não existia correlação entre o retorno de empresas internacionalizadas e as taxas de câmbio. Em contrapartida, em uma análise de curto prazo, a pesquisa desenvolvida por Caluz et al. (2021) evidenciou que o câmbio apresentava uma relação positiva com as empresas do Ibovespa.

Ante o exposto, que abordou a relevância da taxa de câmbio frente aos fatores de risco e relações com o ambiente macroeconômico, a terceira hipótese foi formulada:

H3. O fator macroeconômico câmbio interfere mais no desempenho das empresas internacionalizadas.

Isto posto, nota-se que o desempenho das organizações é afetado pelo contexto macroeconômico no qual operam, bem como sofrem influências em virtude das conjunturas oriundas dos processos de internacionalização (MURADOGLU; TASKIN; BIGAN, 2000; CHANG, 2007).

2.3 Metodologia

A metodologia deste estudo é caracterizada como quantitativa, com uma abordagem epistemológica positivista. Ademais, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, visto que ela descreve as análises que são relacionadas ao estudo das características de um grupo, bem como propõe-se a estudar a relação de diversas variáveis (GIL, 2002).

Este estudo teve como amostra as companhias brasileiras de capital aberto com ações listadas na B3, exceto as instituições financeiras. Ademais, como amostra para a análise comparativa de companhias internacionalizadas, assim como nas pesquisas de Martinazzo et al. (2020) e Ferreira et al. (2021), as empresas participantes do *Ranking* da Fundação Dom Cabral de Internacionalização foram utilizadas.

As empresas de capital aberto foram selecionadas para este estudo devido a disponibilidade dos dados, permitindo, dessa forma, uma análise longitudinal para compor esta pesquisa. As instituições do segmento financeiro não foram abrangidas na pesquisa devido às regulamentações particulares que regem a divulgação de seus desempenhos. O período de análise compreende os anos de 2007 a 2020 devido a disponibilidade de dados relativos ao Grau de Internacionalização até o momento da realização desta pesquisa.

Os dados utilizados neste estudo foram obtidos através de fontes secundárias, coletados anualmente, a partir dos demonstrativos financeiros das empresas examinadas. Estes demonstrativos foram publicados no período de 2007 a 2020. As informações foram reunidas através da plataforma Economatica, que abrange dados financeiros e contábeis das empresas de capital aberto brasileiras listadas na bolsa de valores B3, e que também reportam à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Quanto aos dados referentes à internacionalização, estes foram obtidos manualmente dos relatórios de pesquisa liberados pela Fundação Dom Cabral.

Neste estudo, as variáveis dependentes consistem em um conjunto de índices econômico-financeiros, que são técnicas de análise empresarial amplamente empregadas (ASSAF NETO, 2014). Os indicadores utilizados para a mensuração do desempenho são: Retorno sobre Patrimônio Líquido (*Return on Equity* – ROE); Lucro por Ação (LPA) e Retorno sobre o Ativo (ROA).

Como variáveis independentes relacionadas à macroeconomia, foram consideradas as variáveis juros, inflação e câmbio, selecionadas em função da frequência utilizada na literatura (FONSECA et al., 2019).

Assim como no estudo de Fonseca et al. (2019), a variável utilizada para representar a taxa de juros foi a Selic, taxa básica de juros das operações usada nas transações financeiras de mercado. A avaliação da inflação se baseou no Índice Geral de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Para quantificar o câmbio, a flutuação do valor do dólar foi adotada, utilizando a cotação média de compra.

A variável independente relacionada à internacionalização foi Grau de Internacionalização (DOI), esta medida é baseada na metodologia da *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) e adotada pela Fundação Dom Cabral para medir o nível de internacionalização das empresas internacionalizadas brasileiras (PEREIRA; SHENG, 2012; ANDRADE; GALINA, 2013).

A medida do Grau de Internacionalização foi empregada como métrica para a distinção das empresas em “Internacionalizadas” e “Domésticas”. As empresas consideradas como “Internacionalizadas” são as companhias que apresentaram, pelo menos, uma observação de Grau de Internacionalização (DOI) no período de 2007 a 2020 de acordo com os relatórios publicados pela Fundação Dom Cabral; já as empresas “Domésticas” são as que não apresentaram nenhum nível de DOI no período.

Para atingir um melhor ajustamento do modelo, foram estabelecidas quatro variáveis de controle: Tamanho da Empresa, Setor da Empresa, Oportunidade de Crescimento da Empresa e Idade da Empresa.

Quadro 1 - Variáveis dependentes consideradas no estudo

Variável	Sigla	Caracterização	Fonte
Retorno sobre os Patrimônio Líquido	Roe	Retorno de cada empresa analisada sobre os ativos totais.	Economatica
Retorno sobre o Ativo	Roa	Relação entre o lucro líquido e as vendas líquidas	Economatica
Lucro por Ação	Lpa	Relação entre o lucro líquido e o total de ações em circulação	Economatica

Fonte: elaborado pela autora.

Quadro 2 - Variáveis independentes consideradas no estudo

Variável	Sigla	Caracterização	Fonte
Grau de Internacionalização	Doi	Exportações divididas pelas vendas totais, mais os ativos externos divididos pelo ativo total, mais quantidade de funcionários no exterior dividida pela quantidade total de funcionários, dividido por três	Fundação Dom Cabral
Juros	Selic	Média anual da taxa Selic	Banco Central
Inflação	Ipea	IPCA acumulado no ano.	Ipea
Câmbio	Cambio	Variação anual da taxa de câmbio	Ipea

Fonte: elaborado pela autora.

Quadro 3 - Variáveis de controle consideradas no estudo

Variável	Sigla	Caracterização	Fonte
Tamanho da empresa	Tam	Logaritmo natural do total de ativos da empresa	Economatica
Idade da empresa	Ie	Quantidade de anos em que a empresa atua no mercado	Economatica
Oportunidade Crescimento da empresa	Cresc	Q de Tobin	Economatica
Setor da empresa	Setor	Conjunto de Variáveis Dummy	Economatica
Tempo	Ano	Conjunto de Variáveis Dummy	Economatica

Fonte: elaborado pela autora.

Os dados coletados foram primeiramente organizados no software Excel. Após a organização dos dados, foi utilizado o software estatístico *Stata*. Para identificar possíveis problemas de multicolinearidade nos modelos desenvolvidos, o teste de Fator de Inflação de Variância (VIF) foi empregado.

Com o objetivo de tratar os *outliers* da amostra da pesquisa, as variáveis do estudo foram winsorizadas até o limite de 0,025, mantendo, dessa maneira 97,5% da amostra sem alteração, assim como nos estudos de Cardoso, Souza e Pereira (2018) e de Pereira Junior e Hernandes (2019). De acordo com Barnett e Lewis (1994), o tratamento de outliers por winsorização não visa eliminar as observações extremas da amostra, mas sim substituí-las pelos valores adjacentes não considerados extremos. Dessa maneira, busca-se evitar a exclusão das observações extremas, preservando as observações atípicas que, de outra forma, poderiam ser descartadas, evitando assim sua perda. Contudo, mesmo com a winsorização dos dados, alguns *outliers* permaneceram devido a variação das variáveis do estudo.

Para poder determinar o modelo de dados em painel que seria mais adequado para a pesquisa, considerando Pooled, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, foram conduzidos os testes de Breusch-Pagan, Chow, Hausman e T de Student.

Após a realização dos testes, devido a heterogeneidade dos dados da pesquisa, os dados foram agrupados em painel. Para examinar as variáveis, foram empregados modelos de regressão linear com dados em painel, sendo que esta análise envolve a observação da evolução das variáveis ao longo do tempo por meio de abordagens que combinam perspectivas de painel e séries temporais.

2.4 Resultados

Nesta seção, os resultados desta pesquisa serão apresentados e discutidos. As tabelas 1 e 2 apresentam as estatísticas descritivas do estudo. A primeira tabela apresenta o resumo das observações, média e desvio-padrão das variáveis, que estão separadas em empresas internacionalizadas e domésticas. Observa-se que as empresas enquadradas como internacionalizadas apresentaram em sua média, maiores valores para as variáveis dependentes Roe, Lpa e Roa.

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas das Variáveis do Estudo

Variáveis	Domésticas			Internacionalizadas		
	Observações	Média	Desvio Padrão	Observações	Média	Desvio Padrão
Roe	3692	-1,8408	51,9160	576	6,3365	34,8162
Lpa	4334	-1,0208	32,3797	597	-0,9310	19,9811
Roa	4332	-12,2721	56,9135	597	3,3435	9,5580
Cresc	4346	0,9471	0,9936	601	1,2697	0,9731
Tam	4346	13,9613	2,6708	601	15,9357	1,6217
Ipca	8820	0,05552	0,0177	742	0,0555	0,0177
Selic	8820	0,0966	0,0307	742	0,0966	0,0308
Cambio	8820	0,07351	0,1497	742	0,0735	0,1498
Ie	7840	22,3407	10,6748	728	21,8645	9,8704

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 2 apresenta os valores dos testes VIF, Breusch e Pagan, Chow, Hausman e T de *Student*, para cada uma das variáveis dependentes. Estes testes foram utilizados para verificar eventuais problemas de multicolinearidade, definir o modelo que seria mais adequado para a pesquisa e para comparação dos valores das médias, respectivamente.

Tabela 2 - Testes das Variáveis Dependentes do Estudo

	Roa	Roe	Lpa
VIF	2,58	2,55	2,58
Teste T	-6,6904	-3,6541	-0,0660
Breusch-Pagan	1,0	1,0	1,0
Chow	0	0	0,0379
Hausman	---	0,7707	---

Fonte: Dados da Pesquisa.

A tabela 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis do estudo. Com base no resultado apresentado, percebe-se que variáveis independentes Ipca, Selic e Cambio

apresentaram correlações negativas com as variáveis dependentes relativas ao desempenho deste estudo, Roa, Roe e Lpa, com significância estatística de 5%. Nota-se que a variável independente Ipca, utilizada como métrica para a inflação brasileira, foi a variável independente que apresentou fortes correlações negativas com todas as variáveis dependentes.

Tabela 3 - Matriz de Correlação das Variáveis

	Doi	Lpa	Roa	Roe	Tam	Cresc	Ipca	Selic	Cambio	Ie	Set
Doi	1,0000										
Lpa	-0,0534	1,0000									
Roa	-0,1810*	0,2098*	1,0000								
Roe	-0,1657*	0,2672*	0,7394*	1,0000							
Tam	0,1502*	0,0721*	0,5740*	0,3985*	1,0000						
Cresc	-0,2686*	-0,0307*	-0,0750*	0,2114*	0,0387*	1,0000					
Ipca	-0,0304	-0,0355*	-0,0300*	-0,0410*	0,0058	-0,0810*	1,0000				
Selic	-0,0539	-0,0171	-0,0289*	-0,0183	-0,0280*	-0,0787*	0,5425*	1,0000			
Cambio	0,0842	-0,0319*	-0,0099	-0,0518*	0,0217	-0,0267	0,4744*	-0,2987*	1,0000		
Ie	-0,1638*	0,0018	-0,0487*	0,0239	-0,1054*	0,0125	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000	
Set	0,0141	-0,0457*	0,0463*	0,0547*	0,1017*	0,0774*	0,0000	0,0000	0,0000	0,0884*	1,0000

Fonte: Dados da Pesquisa.

Em relação as variáveis de controle, percebe-se que o tamanho da empresa (Tam) apresenta relação positiva com Doi, Lpa, Roa e Roe; a variável crescimento (Cresc) apresenta relação negativa com Doi, Lpa, Roa e relação positiva com Roe e Tam; já a variável idade (Ie) apresentou relação negativa com Doi, Roa e Tam; por fim, a variável setor (Set) demonstrou relação negativa com Lpa, e positiva com as variáveis Roa, Roe, Tam e Cresc.

As tabelas 4, 5 e 6 apresentam os resultados das regressões para cada uma das variáveis dependentes relativas ao desempenho financeiro em relação as variáveis Ipca, Selic e Cambio. Os resultados foram divididos em empresas domésticas e internacionalizadas.

Tabela 4 - Modelo de Regressão Roa

	Domésticas			Internacionalizadas		
	B	Erro	sig	b	erro	sig
Ipca	-79,60802	286,7029	0,781	-133,9892	191,6473	0,485
Selic	155,5174	100,9636	0,124	26,4026	68,0143	0,698
Cambio	6,6662	22,8761	0,771	-1,5111	15,3467	0,922

Fonte: Dados da Pesquisa.

Tabela 5 - Modelo de Regressão Roe

	Domésticas			Internacionalizadas		
	B	Erro	sig	b	erro	sig
Ipca	1068,479	432,448	0,014	-546,2286	853,2716	0,522
Selic	308,0231	152,4128	0,043	116,9647	301,5899	0,698
Cambio	18,3198	34,3831	0,594	16,1228	68,1733	0,813

Fonte: Dados da Pesquisa.

Tabela 6 - Modelo de Regressão Lpa

	Domésticas			Internacionalizadas		
	B	Erro	sig	b	erro	sig
Ipca	291,1377	265,7061	0,273	-340,0029	492,8501	0,491
Selic	110,4737	93,5694	0,238	-147,8066	174,9093	0,398
Cambio	16,7196	21,2000	0,430	-21,6894	39,4664	0,583

Fonte: Dados da Pesquisa.

Conforme apresentado na tabela 5, as variáveis Ipca e Selic, no caso de empresas domésticas, são as únicas que apresentaram resultados significativos, abaixo de 5%, ao serem comparadas com as variáveis relativas ao desempenho, mais especificamente, em relação ao Roe.

Este resultado confirma as relações existentes entre rentabilidade e variáveis macroeconômicas inflação e juros no desempenho das empresas, confirmando, em partes, os achados de Fonseca et al. (2019) que encontraram em seus estudos relações entre rentabilidade, taxa Selic, porém não identificaram os impactos da inflação sobre o desempenho.

No que diz respeito à taxa de câmbio, esses mesmos pesquisadores identificaram resultados que indicavam um efeito estatisticamente significativo da flutuação do dólar sobre a rentabilidade, mensurada pelo retorno sobre o patrimônio (Roe), das empresas brasileiras, o que é um resultado oposto aos encontrados neste estudo em que a variável Cambio não apresentou grau de significância estatística em nenhum dos parâmetros de rentabilidade, tanto para as empresas domésticas, quanto para as internacionalizadas

Ademais, com base nestes resultados, duas hipóteses deste estudo, H1e H2, foram rejeitadas, ou seja, os fatores macroeconômicos inflação (Ipca) e juros (Selic) não interferem de maneira diferenciada no desempenho das empresas internacionalizadas se comparado as empresas domésticas.

A terceira hipótese deste estudo, H3, não foi confirmada, visto que o fator câmbio (Cambio) não apresentou níveis de significância estatística em nenhum dos modelos de

regressão apresentados, tanto pra empresas domésticas, quanto para as empresas internacionalizadas. Em relação a empresas internacionalizadas, este estudo obteve os mesmos encontrados por Bonfim, Padovani e Duque (2015), em que a pesquisa também não evidenciou relação entre empresas internacionalizadas e taxa de câmbio.

Além do mais, o câmbio também não apresentou nível de significância estatística em relação ao desempenho das empresas domésticas, tal resultado é contrário aos achados de Grôppo (2006) e de Caluz et al. (2021) que evidenciaram em suas pesquisas que a taxa de câmbio impactava o índice Ibovespa, exercendo uma influência no desempenho do mercado de ações. Como este estudo considerou as empresas de capital aberto listadas na B3, sem considerar nenhum índice específico, como o Ibovespa, ou um setor econômico específico, esta generalização das empresas que compuseram a amostra, bem como o período analisado ser consideravelmente abrangente, pode ter acarretado esta diferença nos resultados da pesquisa.

2.5 Considerações finais

Neste capítulo, buscou-se entender se existiam diferenças significativas quando é realizada a comparação do impacto de fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas, de capital aberto não financeiras, domésticas e internacionalizadas.

Para alcançar esse objetivo, foram empregados dados de empresas não financeiras listadas na bolsa de valores brasileira durante o intervalo de 2007 a 2020. Estas empresas foram segmentadas em dois grupos: aquelas com atuação predominantemente doméstica e aquelas que se internacionalizaram, diferenciadas pelo Grau de Internacionalização (Doi). Isso permitiu testar as hipóteses estabelecidas na pesquisa.

O método de regressão linear com dados em painel foi utilizado para testar as variáveis de desempenho financeiro retorno sobre o patrimônio líquido (Roe), retorno sobre o ativo (Roa) e lucro por ação (Lpa) em relação aos fatores macroeconômicos taxa de juros (Selic), inflação (Ipca) e taxa de câmbio (Cambio).

A primeira e segunda hipóteses desta pesquisa não foram confirmadas, uma vez que não foi evidenciado impacto estatisticamente significativo nas variáveis de desempenho em relação a taxa de juros e inflação para as empresas internacionalizadas. Os resultados indicaram que existe uma relação entre estas mesmas variáveis macroeconômicas com as empresas domésticas. Este resultado corrobora com a premissa de que as variáveis macroeconômicas afetam o desempenho das empresas, conforme exposto por Fonseca (2019), Saeed et al. (2023), Pontes e Rêgo (2022) e Jabeen (2022).

A hipótese três não foi estatisticamente significativa ao relacionar o desempenho com a taxa de câmbio, tanto para as empresas domésticas quanto para as internacionalizadas. Este resultado corrobora com os achados por Bonfim, Padovani e Duque (2015) que também não encontraram evidências da relação entre retorno de ações e câmbio para empresas internacionalizadas.

Algumas limitações desta pesquisa estão relacionadas a obtenção dos dados das companhias estudadas, visto que muitas destas empresas não possuem dados relativos a internacionalização de forma clara em seus relatórios públicos, o que traz limitações para análises deste critério. Outros fatores limitantes estão relacionados as delimitações do próprio estudo, por exemplo, as variáveis empregadas e o período analisado, que podem ser exploradas mais profundamente ou com algumas diferenças em pesquisas futuras. Em suma, as descobertas desta pesquisa determinam uma relação entre fatores macroeconômicos e desempenho financeiro das empresas brasileiras e podem ser utilizadas posteriormente para comparações diversas em contextos distintos.

CAPÍTULO 3: ANÁLISE DO IMPACTO DE FATORES MACROECONÔMICOS NO DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS SOB UMA PERSPECTIVA REGIONAL

3.1 Introdução

No século XX, o Brasil passou por um período de crescimento econômico associado a processos de urbanização e industrialização. Esta mudança estrutural da economia nacional durante este período seguiu os caminhos de economias desenvolvidas, no sentido da passagem de uma economia baseada em atividades agrícolas de baixa produtividade e pequeno mercado consumidor interno para um crescente processo de incorporação de atividades industriais com elevadas taxas de produtividade (MONTEIRO NETO; SILVA; SEVERIAN, 2020).

Após a década de 1990, o Brasil vivenciou um processo de reorganização de suas estruturas de produção e de distribuição do espaço. Essa reestruturação do país, alinhada com o mercado exterior e demandante de uma mão de obra mais qualificada, seguiu de maneira amplamente influenciada por fatores locais (MENDES; HERMETO; BRITO, 2019).

Dessa forma, o processo de urbanização do país tornou-se um elemento importante na dinâmica de reestruturação dos processos e meios de produção. Por consequência deste processo, pesquisas que relacionam economias externas de escala e de estruturas de produção regionais com níveis de produtividade, passaram a ter maior destaque nos últimos anos (GALINARI; LEMOS; AMARAL, 2006; FONTES; SIMÕES; OLIVEIRA, 2010; MENDES; HERMETO; BRITO, 2019).

Diversas mudanças ocorridas no espaço econômico brasileiro observadas nos últimos anos demonstraram como variações do cenário macroeconômico são capazes de alterar a configuração territorial (MENDES; HERMETO; BRITO, 2019). Como uma estratégia para favorecer a competitividade das empresas e do território, políticas de desenvolvimento local e regional buscaram apoiar estratégias de formações produtivas por meio de geração de trabalho e renda. Uma concentração territorial de atividades em conjunto com a proximidade de empresas e do setor produtivo, é capaz de gerar condições para o desenvolvimento de economias de escala e realização de rendimentos e rendas crescentes (FREITAS, 2014).

Um estudo de Fontes, Simões e Oliveira (2010) sobre os determinantes das disparidades salariais industriais entre os centros urbanos brasileiros, trouxe evidências de que o principal fator da diferença salarial para empregados que compartilham de atributos pessoais semelhantes foi a região do país em que este trabalhador está inserido. Nesse sentido, elementos da economia

e do mercado de trabalho da região podem ser considerados como um dos principais fatores na determinação de salário e renda de uma população.

Andrade e Silva (2022), em uma pesquisa sobre a economia da região nordeste, concluíram que o desenvolvimento da economia regional e nacional, estimulado por investimentos econômicos e sociais, tiveram reflexos positivos na geração de empregos formais e renda na região.

Uma tentativa de desconcentração regional dos empregos industriais, desenvolvida por políticas públicas, demonstrou que as regiões brasileiras que já possuíam uma maior concentração de indústrias, com o passar dos anos, transformaram-se em polos industriais com maiores avanços tecnológicos. Essa diferença ocorreu em consequência das externalidades locais, que tiveram maiores efeitos do que os incentivos fiscais que foram oferecidos na política de dispersão (CRUZ; SANTOS 2011),

Conforme exposto, as diversas desigualdades das regiões brasileiras tornam o Brasil um interessante exemplo para estudos de desempenhos financeiros e econômicos em diferentes regiões. Nesse sentido, a localização geográfica de diferentes regiões brasileiras pode influenciar o desempenho das empresas devido a disponibilidade de recursos e incentivos públicos para a industrialização regional (BARROS, 2002).

O desempenho de uma empresa não pode ser analisado de maneira separada da análise da influência de fatores macroeconômicos (DEWI; SOEI; SURJOKO, 2019). Nesse sentido, as políticas macroeconômicas possuem estreita relação com o mercado e variações em tais políticas podem promover distintos resultados do que eram esperados, além de alterar as expectativas e influenciar as tomadas de decisões dos investidores (CAMPBELL, 1993).

As variáveis macroeconômicas exercem influência sobre o desempenho das empresas e o valor dos ativos de maneiras variadas. A magnitude desse impacto varia de acordo com a natureza da variável em análise e suas interações (BJØRNLAND; LEITEMO, 2009).

Em períodos caracterizados por adversidades econômicas e financeiras, a obtenção de medidas que se atualizem com frequência e que projetem antecipadamente o curso esperado da economia é de suma importância para formuladores de políticas e participantes do mercado (GORMSEN; KOIJEN 2020).

A pandemia da COVID-19, originada pelo coronavírus, desencadeou uma crise global que demandou respostas de emergência e ações coletivas para enfrentar o cenário pandêmico que gerou maiores níveis de vulnerabilidades biológicas, físicas e espaciais, bem como uma instabilidade de ordem social e econômica (CÂMARA et al., 2020).

A crise ocasionada pela pandemia teve impacto direto nas esferas sociais e econômicas, influenciando as economias nacionais e mundiais. Enquanto os esforços na área da saúde pública buscaram mitigar as questões do sistema de saúde, os agentes econômicos buscaram minimizar os problemas decorrentes da pandemia, como desordens nas cadeias de produção (SALLES, 2021).

A pesquisa apresentada por Salles (2021), evidenciou que a economia do Brasil foi mais afetada pelos problemas da pandemia referentes ao risco específico das atividades de financiamento de projetos produtivos em comparação com a média de outros países emergentes. O nível de risco específico da economia brasileira se mostrou acima do risco de outras economias emergentes durante o período da amostra estudada, e se acentuou com a pandemia de Covid-19.

Assim como a pandemia, o conflito entre Rússia e Ucrânia, iniciado em fevereiro de 2022, também atingiu os preços de ações e gerou impactos nas economias globais (NERLINGEN; UTZ, 2022). De acordo com Ribeiro (2022), a guerra impactou de maneiras distintas países em desenvolvimento e nações desenvolvidas e, no caso do Brasil, a economia brasileira foi afetada principalmente devido ao aumento global do preço dos combustíveis, que causou aumento do custo de vida e intensificou a vulnerabilidade da população mais pobre.

Nesse sentido, a pandemia de Covid-19 e o conflito entre Rússia e Ucrânia causaram consequências negativas para as populações ao redor do mundo, nas esferas energética, social, política e econômica (RIBEIRO, 2022).

Assim sendo, baseando-se nos estudos de Fonseca et al. (2019), que analisaram os impactos de fatores macroeconômicos no desempenho de empresas brasileiras de capital aberto, a indagação que norteia este estudo é: os fatores macroeconômicos Selic e Inflação exercem influência no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto de maneira diferente conforme a localização da empresa?

Nesse contexto, o objetivo deste estudo é investigar se há diferenças resultantes dos fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas de capital aberto, com base em sua localização, considerando o período de 2000 a 2022.

Este estudo contribui para a teoria ao trazer uma perspectiva relacionada a regionalidade a pesquisas que relacionam desempenho financeiro e fatores macroeconômicos, de forma a apresentar uma forma de análise que leva em considerações fatores locais do país além de dados macroeconômicos e financeiros das empresas.

Além desta seção introdutória, este capítulo está organizado em mais quatro partes distintas: a primeira seção explora a base teórica que fundamenta este estudo; posteriormente, são delineados os procedimentos metodológicos empregados; na sequência, são expostos os resultados obtidos e as análises correspondentes; finalmente, o capítulo se conclui com considerações.

3.2 Fundamentação Teórica

3.2.1 Teoria Contingencial e Fatores Macroeconômicos

As organizações empresariais enfrentam constantes transformações devido à intensificação da competição e à aceleração da globalização na era do conhecimento. Isso tem levado as empresas a reavaliar suas políticas e estratégias para melhorar o desempenho e assegurar sua sobrevivência no mercado (PARENTE; DE LUCA; VASCONCELOS, 2015).

A Teoria Contingencial evidencia sobre o processo de adaptação de uma empresa ao ambiente que está inserida (MORGAN, 1996) e os fatores contingenciais são os elementos que influenciam as características da empresa (DONALDSON, 1999).

De acordo com Donaldson (1999), a Teoria Contingencial elucida que não existe um modelo único de estrutura organizacional para todas as organizações, visto que a estrutura da organização se modificará de acordo com diversas variáveis, como o tamanho, estratégia, tecnologia e grau de disponibilidade de risco.

Estas características da organização refletem a influência do ambiente, sendo institucional, industrial ou macroeconômico ao qual a empresa está inserida. A Teoria Contingencial não apenas distingue os pares de variáveis como ambientais e organizacionais, mas traz a reflexão para o entendimento da organização como um sistema aberto (OLIVEIRA; KOVACS, 2006).

Lawrence e Lorsch (1967) estudaram a relação entre as características da estrutura da empresa e as condições ambientais. A pesquisa desenvolvida por estes autores buscava entender o que as organizações faziam frente as condições externas, como as condições do mercado e econômicas, e concluíram que em ambientes dinâmicos, as organizações possuíam melhores estratégias de integração e diferenciação, além de as organizações que melhor se adaptavam ao ambiente obtinham melhores resultados.

De acordo com Morgan (1996), a Teoria Contingencial pode ser entendida como a adaptação da organização no ambiente, sendo a organização considerada como um sistema aberto em constante influência com o ambiente, sendo também diretamente influenciada por

ele. Nesse sentido, os mercados financeiros desempenham um papel de indicadores de perspectivas econômicas, através dos mercados monetários, cambiais, de crédito e de capitais (SALLES, 2021).

O setor financeiro desempenha um papel importante no crescimento econômico e no desenvolvimento de um país. O mercado acionário integra o setor financeiro ao passo que fornece recursos e oportunidades para as empresas negociarem títulos e opções de investimentos. Mudanças nos fatores macroeconômicos podem influenciar diretamente na volatilidade do mercado de ações, que aumentaria os riscos do mercado e prejudicaria o setor financeiro como um todo (KHAN; BILLAH, 2023).

3.2.2 Fatores Macroeconômicos, Localização e Desempenho

A localização das empresas é um tema de interesse, tanto para os empresários e investidores, que desejam saber onde estabelecer suas fábricas, quanto para os planejadores estaduais, que buscam atrair empregos para as regiões que governam. Economistas regionais utilizam a localização de negócios como um indicador da saúde da economia de uma região (CARLTON, 1983). A probabilidade de uma região ser escolhida como localização de uma empresa depende dos níveis das características que afetam os lucros em comparação com outros locais (BARTIK, 1985).

O estudo de Figueiredo, Guimarães e Woodward (2002) explorou as diferenças de localização de empresas, levando em consideração os locais de origem dos empreendedores, em regiões de Portugal e verificou que grande parte dos investidores localizam suas empresas nos mesmos municípios de sua origem, com condições econômicas muitas vezes desfavoráveis se comparado a locais alternativos, para competir em sua área de residência comercial. Em contrapartida, os investimentos de origem estrangeira concentram-se próximos as principais cidades, sugerindo que as escolhas de localização distintas do local de origem são influenciadas, principalmente, por economias de aglomeração e proximidades aos centros urbanos.

Em um estudo que se concentrou na decisão para a localização de fábricas domésticas nos estados americanos, Bartik (1985) constatou que maiores economias de urbanização, menores custos de mão de obra e impostos têm a capacidade de atrair novos investimentos para uma certa localidade. Indo ao encontro destes achados, Hansen (1986) demonstrou que a escolha de localização de empresas que investem em filiais ou que realocam suas plantas no interior do estado de São Paulo pode ser explicada devido a fatores econômicos encontrados em diferentes localidades.

Estudos em geografia econômica e desenvolvimento revelam disparidades econômicas significativas dentro de um país, o que invalida a suposição de que as considerações de localização são homogêneas. Apesar da importância crescente das características de localização para as empresas, a nação deixou de ser o nível mais relevante de análise para a localização, que passaram a dar importância a localização a níveis regionais (CHIDLOW et al., 2015).

As diferenças regionais possuem um poder explicativo maior em relação ao desempenho das empresas para as economias emergentes (CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010). Neste sentido, o Brasil é um exemplo, visto que é uma nação que possui significativas disparidades regionais. Enquanto alguns estados e microrregiões mais desenvolvidas possuem um PIB per capita próximo ao de algumas nações europeias, outras regiões têm uma produção per capita semelhante a alguns países africanos (BARROS, 2015).

Em relação ao seu contexto histórico, o Brasil passou por um sistema de desconcentração econômica espacial relativa desde os anos 1960, porém este processo diminuiu e até mesmo reverteu a partir da metade da década de 1980 e durante os anos 1990. Deste modo, um processo de reconcentração espacial dos investimentos industriais aconteceu, principalmente nos setores mais modernos, fazendo com que as cidades de médio porte e metrópoles localizadas próximas a região metropolitana de São Paulo e maiores cidades das regiões Sudeste e Sul se beneficiassem desse movimento (FONTES; SIMÕES; OLIVEIRA, 2010).

No início do século XXI, após a concretização do plano real e de alguns anos de moderado crescimento, a economia brasileira se tornou mais dinâmica e o país passou a integrar parte dos BRICs, conglomerado das quatro nações emergentes que a comunidade empresarial mundial esperava que se tornassem um centro de poderes econômicos e políticos significativos na economia global. Neste período, existiam evidências que sugeriam que o Brasil não apenas estava emergindo como uma importante economia mundial, mas também que estava acontecendo uma melhoria na distribuição dos ganhos deste crescimento em níveis regionais (BAER; FLEISCHER, 2011).

Estas mudanças econômicas e a reconcentração espacial que ocorreram a partir dos anos 1990 impactaram as economias locais do país e, assim, a economia nacional como um todo. Desta forma, estudos que investigam o comportamento dos mercados brasileiros sob uma perspectiva regional ganham cada vez mais importância (FONTES; SIMÕES; OLIVEIRA, 2010).

De acordo com Chidlow et al. (2015) o desempenho de empresas está associado com as características específicas das localizações nas diferentes regiões de uma nação. Dessa forma, ao decidir pela localização, é importante observar o tamanho do mercado. Mercados de maior tamanho podem proporcionar maior aumento nos lucros, além de economias na escala de produção. Além disso, investir em uma nova localidade implica em custos fixos associados à familiarização com aspectos do ambiente, como leis, idioma e cultura, sugerindo que é mais eficiente investir em mercados amplos, nos quais esses custos podem ser compensados por meio de um volume elevado de vendas (MATALONI JR.; 2011).

Desta forma, entende-se o tamanho do mercado no qual a empresa está inserida influencia o seu desempenho. Com base no que foi exposto, assume-se que os fatores macroeconômicos e a localização das companhias têm relação com o desempenho financeiro das empresas.

3.3 Metodologia

Para cumprir o propósito deste estudo, a seleção da amostra se fundamentou nos registros contábeis de empresas do Brasil que operam como sociedades de capital aberto e estão listadas na B3. As informações foram adquiridas por meio da plataforma Economatica, abrangendo o período de 2000 a 2022. As empresas que desempenham atividades financeiras ou de seguros e serviços relacionados não foram consideradas nesta pesquisa devido as especificidades contábeis destas organizações. Companhias com sede no exterior e sem informações referentes ao município da sede/matriz da empresa também foram desconsideradas. Dessa forma, a amostra é composta por 633 empresas não-financeiras que apresentam localidade nacional registrada no CNPJ da matriz/sede da empresa.

A partir do cadastro nacional de pessoas jurídicas (CNPJ), os dados que se referem a localização das companhias foram coletados individualmente por meio da base de dados da Receita Federal. Quanto as informações da população da cidade, as informações foram coletadas pela base do IBGE-Cidades (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Para evitar problemas de escala, a variação população foi transformada, dividindo os dados por 1.000.000.

As variáveis consideradas como dependentes nesta pesquisa se referem a indicadores econômico-financeiros que são técnicas de análise comumente utilizadas para avaliação de desempenho empresarial (ASSAF NETO, 2014). Nesta pesquisa, os indicadores utilizados

foram Lucro por Ação (LPA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE – *Return on Equity*) e Margem EBITDA.

Assim como no estudo de Fonseca et al. (2019), as variáveis macroeconômicas independentes consideradas nesta pesquisa foram a taxa de juros e a inflação. A taxa Selic, que representa a taxa básica de juros da economia brasileira, foi utilizada como medida para os juros. O Índice Geral de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi empregado como indicador de inflação.

As variáveis de controle (Tamanho da Empresa, Setor e Ano) foram empregadas neste estudo com a finalidade de isolar efeitos que estes fatores podem exercer nas organizações.

Quadro 4 - Variáveis dependentes consideradas no estudo

Variável	Sigla	Caracterização	Fonte
Retorno sobre os Patrimônio Líquido	ROE	Retorno de cada empresa analisada sobre os ativos totais.	Economatica
Margem EBITDA	MEBITDA	Relação entre o lucro antes de juros, impostos, depreciação, amortização (EBITDA) e as receitas.	Economatica
Lucro por Ação	LPA	Relação entre o lucro líquido e o total de ações em circulação	Economatica

Fonte: elaborado pela autora.

Quadro 5 - Variáveis independentes consideradas no estudo

Variável	Sigla	Caracterização	Fonte
Tamanho do mercado	POP	População da cidade da matriz/sede da empresa	IBGE
Juros	SELIC	Média anual da taxa Selic	Banco Central
Inflação	IPCA	IPCA acumulado no ano	Ipea

Fonte: elaborado pela autora.

Quadro 6 - Variáveis de controle consideradas no estudo

Variável	Sigla	Caracterização	Fonte
Tamanho da empresa	TAM	Logaritmo natural do total de ativos da empresa	Economatica
Setor da empresa	SETOR	Conjunto de Variáveis Dummy	Economatica
Tempo	ANO	Conjunto de Variáveis Dummy	Economatica

Fonte: elaborado pela autora.

Os dados obtidos foram inicialmente submetidos a um processo de organização utilizando o software Excel. Após a conclusão da etapa de organização dos dados, o software estatístico Stata foi empregado para análise subsequente. Com o propósito de identificar possíveis problemas relacionados à multicolinearidade nos modelos desenvolvidos, recorreu-se ao teste do Fator de Inflação de Variância (VIF).

Para abordar a presença de valores atípicos (outliers) na amostra de pesquisa, as variáveis do estudo foram submetidas a um procedimento de winsorização até um limite de 0,025, resultando na preservação de 97,5% da amostra inalterada, em consonância com as metodologias empregadas nos estudos de Cardoso, Souza e Pereira (2018) e de Pereira Junior e Hernandes (2019).

Conforme preconizado por Barnett e Lewis (1994), o processo de winsorização tem como objetivo não a exclusão das observações extremas da amostra, mas sim a substituição destas pelo valor mais próximo que não seja considerado extremo. Esse procedimento visa evitar a eliminação de observações atípicas que, de outra forma, poderiam ser descartadas, preservando-as e evitando sua perda. No entanto, mesmo após a winsorização dos dados, persistiram alguns outliers devido à variabilidade intrínseca das variáveis do estudo.

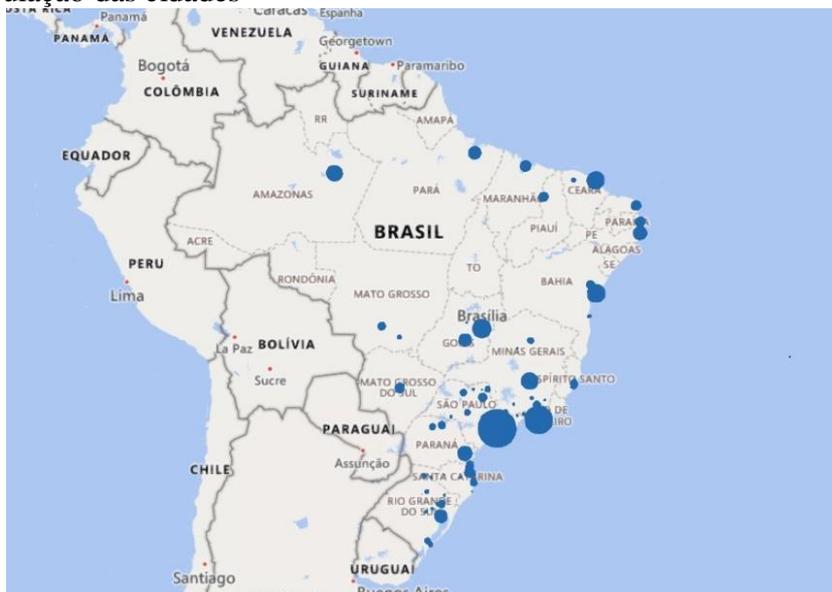
A fim de determinar qual modelo de análise de dados em painel seria mais apropriado para a pesquisa, considerando as opções de Pooled, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, foram conduzidos os seguintes testes: Breusch-Pagan, Chow, Hausman e T de Student.

Devido à presença de heterogeneidade nos dados da pesquisa, os dados foram agregados em um formato de painel após a realização dos testes mencionados anteriormente. Para examinar o comportamento das variáveis ao longo do tempo, foram empregados modelos de regressão linear com dados em painel. Essa análise envolve a observação da trajetória temporal das variáveis, combinando abordagens que consideram a estrutura de painel e séries temporais.

3.4 Resultados

Antes das análises de regressões, serão apresentadas as estatísticas descritivas a nível de empresas e das cidades na qual as companhias possuem sedes/matrizes. A Figura 1 ilustra as cidades de acordo com o número de habitantes, representados com o tamanho dos círculos, quanto maior o círculo, maior a população. As cinco cidades da amostra com maior população são: São Paulo (1.396.372), Rio de Janeiro (6.775.561), Brasília (3.094.325), Salvador (2.900.319) e Fortaleza (2.703.391).

Figura 1 - População das cidades



Fonte: dados da pesquisa.

Como pode ser observado na Figura 1, a concentração populacional brasileira não é homogênea, o que demonstra as possíveis disparidades econômicas dentro do país, evidenciando que o país deixou de ser o nível mais relevante da análise de localização, que passou a ser considerada em níveis regionais, conforme exposto por Chidlow et al. (2015).

A tabela 7 apresenta o resumo das observações, média, desvio-padrão, pontos mínimos e máximos das variáveis da pesquisa. Observa-se um número menor de observações das variáveis dependentes LPA, ROE e MEBTIDA se comparado ao número de observações das variáveis independentes IPCA, SELIC e POP (14.559), que se justifica pela limitação da disponibilidade dos dados das empresas em relação aos dados macroeconômicos e informação populacional.

Tabela 7 - Estatísticas descritivas das variáveis do estudo

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
LPA	7.695	0,441491	16,34032	-56,80844	69,02514
ROE	7.735	0,653076	0,4968174	-1,929383	1,343577
MEBITDA	6.980	0,114983	0,3794682	-1,636757	0,7704932
POP	14.559	6,037609	5,357117	0,007813	12,39637
IPCA	14.559	6,325217	2,361488	2,95	12,53
SELIC	14.559	0,1224722	0,0502194	0,0286875	0,2361417
TAM	7.735	13,58392	2,649018	5,010722	17,74477

Fonte: Dados da pesquisa.

O Quadro 7 demonstra a distribuição do número de empresas e cidades pelas mesorregiões onde as empresas da amostra estão sediadas.

Quadro 7 - Distribuição das empresas por mesorregiões brasileiras

Região	Estado	Mesorregião	Nº de cidades	Nº de sedes
NORTE	AM	Centro Amazonense	1	1
	PA	Metropolitana de Belém	1	1
NORDESTE	BA	Centro Norte Baiano	1	1
		Metropolitana de Salvador	6	21
		Sul Baiano	1	1
	CE	Jaguaribe	1	1
		Metropolitana de Fortaleza	3	5
		Noroeste Cearense	1	1
	MA	Norte Maranhense	1	3
	PB	Mata Paraibana	1	1
	PE	Metropolitana de Recife	1	4
	PI	Centro-Norte Piauiense	1	1
RN	Leste Potiguar	1	2	
CENTRO-OESTE	MT	Centro-Sul Mato-grossense	1	2
		Sudeste Mato-grossense	1	1
	MS	Centro Norte de Mato Grosso do Sul	1	1
		Leste de Mato Grosso do Sul*	0	0
	GO	Centro Goiano	3	4
		Leste Goiano	1	1
		Sul Goiano*	1	1
DF	Distrito Federal	1	4	
SUDESTE	ES	Central Espírito-santense	3	4
		Litoral Norte Espírito-santense	1	1
	MG	Campo das Vertentes	1	1
		Metropolitana de Belo Horizonte	4	20
		Norte de Minas	2	5
		Oeste de Minas	1	1
		Sul / Sudoeste de Minas	3	3
		Zona da Mata	2	6
	Triângulo Mineiro/Alto Paranaíba*	0	0	
	RJ	Centro Fluminense	2	2
Metropolitana do Rio de Janeiro		3	99	
Sul Fluminense		3	3	

	SP	Assis	1	1
		Bauru	1	1
		Macro Metropolitana Paulista	3	7
		Metropolitana de São Paulo	14	283
		Piracicaba	2	2
		Ribeirão Preto	6	7
		Vale do Paraíba Paulista	3	4
		Campinas	9	16
		São José do Rio Preto	1	2
SUL	PR	Metropolitana de Curitiba	3	13
		Norte Central Paranaense	2	2
		Norte Pioneiro Paranaense	1	1
	RS	Centro Oriental Rio-grandense	2	2
		Metropolitana de Porto Alegre	10	34
		Nordeste Rio-grandense	2	2
		Noroeste Rio-grandense	3	3
		Norte Rio-grandense	1	6
		Sudeste Rio-grandense	2	3
	SC	Grande Florianópolis	3	6
		Norte Catarinense	2	12
		Oeste Catarinense	3	3
		Sul Catarinense	1	1
		Vale do Itajaí	6	20
	Total		56	633

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

Fonte: Elaborado pela autora.

Pode-se observar no Quadro 7 que as 633 sedes das companhias estão distribuídas nas 5 regiões brasileiras, 19 estados e Distrito Federal, 56 mesorregiões em 135 municípios diferentes. As mesorregiões que possuem o maior número de sedes das empresas são a Metropolitana de São Paulo e Metropolitana do Rio de Janeiro. Das três mesorregiões abrangidas pela Universidade Federal de Uberlândia, o Triângulo Mineiro/Alto Paranaíba e Leste do Mato Grosso do Sul não comportam nenhuma sede, apenas a mesorregião do Sul Goiano possui uma sede das empresas desta amostra.

Como pode ser percebido no Quadro 7, há uma concentração do número de empresas nas mesorregiões Metropolitana de São Paulo, Metropolitana do Rio de Janeiro e Metropolitana de Porto Alegre, o que evidencia o processo de reconcentração espacial dos investimentos industriais em que as cidades de maior porte e localizadas próximo a região Metropolitana de

São Paulo e as maiores cidades do Sudeste e Sul do Brasil se beneficiaram deste movimento, conforme apontado por Fontes, Simões e Oliveira (2010).

A tabela 8 apresenta a matriz de correlação das variáveis da pesquisa.

Tabela 8 - Matriz de Correlação

	LPA	ROE	MEBITDA	TAM	IPCA	SELIC	POP
LPA	1						
ROE	0,0888*	1					
MEBITDA	0,2565*	0,1104*	1				
TAM	0,0602*	0,1554*	0,2701*	1			
IPCA	-0,0240*	-0,0243*	0,0197	-0,0431*	1		
SELIC	-0,0159	-0,0219	-0,0001	-0,1929*	0,3771*	1	
POP	0,0016	-0,0416*	0,0287*	0,0219	-0,0000	0,0000	1

Nota: * indica significância a 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

As variáveis dependentes lucro por ação (LPA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e margem Ebitda (MEBITDA) apresentam correlações positivas entre elas ao nível de 5%. A nível de 5%, a variável independente IPCA apresenta correlação negativa com as variáveis LPA, ROE e tamanho (TAM) e positiva com a variável SELIC; já a variável SELIC apresenta correlação negativa com a variável TAM; a variável pop apresenta correlação negativa com ROE e positiva com a MEBITDA.

A Tabela 9 apresenta os resultados das regressões dos dados para as variáveis dependentes LPA, ROE e MEBITDA e as variáveis independentes relativas a macroeconomia e população, IPCA, SELIC e POP.

Tabela 9 - Resultados das regressões

	LPA	ROE	MEBITDA
IPCA	-0.1677**	-0.0048*	0.0015
SELIC	0.9305	0.0780	0.5648***
POP	-0.0060	-0.0049***	-0.0025
TAM	0.4583***	0.0205***	0.0495***

Legenda: *** significância a 1%; ** significância a 5%; * significância a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se na tabela 9 que a variável IPCA apresentou significância estatística para o LPA ($\beta = -0,1677$) e ROE ($\beta = -0,0048$), negativamente, a níveis de 5% e 10%, respectivamente. Já a variável SELIC apresentou significância estatística a 1%, positivamente, com a variável

MEBITDA ($\beta = 0,5648$). Estes resultados evidenciam a influência que o ambiente, considerando, neste caso, fatores macroeconômicos, exerce sobre o desempenho de uma empresa, o que vai ao encontro do pressuposto ambiental da Teoria Contingencial, abordado pelos estudos de Lawrence e Lorsch (1967).

A variável relativa ao tamanho do mercado (POP) está negativamente associada ao ROE ($\beta = -0,0049$) a um nível de 1%. O resultado referente ao tamanho do mercado (POP) implica que quanto menor o mercado que a empresa está inserida, maior o desempenho (ROE), e vice-versa. Este resultado vai de encontro ao que afirma Mataloni Jr. (2015), em que o autor sugere ser mais eficiente para a organização investir em mercados amplos.

3.5 Considerações Finais

O objetivo deste estudo foi entender se existem diferenças ocasionadas por fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas de capital aberto, conforme a sua localidade, considerando o período de 2000 a 2022. A análise dos dados da pesquisa foi realizada por meio de regressão linear múltipla com dados em painel.

Os resultados apresentaram que o tamanho do mercado da cidade de localização da sede da empresa está negativamente associado ao ROE das empresas da amostra. Este resultado implica que empresas sediadas em cidade com menor tamanho de mercado (população) tendem a apresentar maior ROE.

Tratando-se dos fatores macroeconômicos, os resultados mostraram que o IPCA está associado ao ROE e LPA negativamente, implicando, assim que aumentos inflacionários tendem a impactar o desempenho das empresas de maneira negativa. Já a variável SELIC apresentou associação positiva a margem Ebitda.

Os resultados desta pesquisa corroboram com as premissas da influência do ambiente nas organizações, como exposto na Teoria Contingencial (DONALDSON, 1999; LAWRENCE; LORSCH, 1967). Os resultados demonstraram que os fatores macroeconômicos inflação e taxa Selic, bem como o tamanho da população em que a empresa está inserida influenciam o desempenho organizacional, dessa forma, a organização pode ser entendida como um sistema aberto (OLIVEIRA; KOVACS, 2006).

Com este estudo sugere-se que fatores macroeconômicos e de localização tem valor estratégico nos processos de tomadas de decisão do negócio. Gestores de empresas que buscam diversificar seu negócio em outras localidades devem entender os benefícios e desafios a esta estratégia que podem impactar na rentabilidade da empresa.

Uma limitação deste estudo é que os resultados se restringem às empresas brasileiras listadas na B3, não considerando as empresas de capital fechado. Uma sugestão para pesquisas futuras consiste em examinar se os achados deste estudo se aplicam a empresas não listadas em bolsa, incluindo aquelas de pequeno e médio porte.

Outra limitação foi a análise das empresas apenas pela localização de sua sede, excluindo as demais localidades das subsidiárias e filiais das companhias. Desta forma, sugere-se que as futuras pesquisas façam a mesma investigação considerando outras cidades, mesorregiões e regiões específicas do Brasil.

CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO

Esta dissertação procurou entender se existem diferenças quando comparados os impactos de fatores macroeconômicos no desempenho de empresas brasileiras de capital aberto, domésticas e internacionalizadas, bem como empresas de distintas localizações geográficas. A amostra da pesquisa abrangeu empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 durante os períodos de 2007 a 2020 e 2000 a 2022.

Este estudo se dividiu em dois capítulos, sendo o primeiro relacionado as possíveis diferenças do impacto de fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas domésticas e internacionalizadas; e o segundo estudo tratava de entender prováveis diferenças no desempenho em virtude dos fatores macroeconômicos em diferentes regiões do Brasil.

O primeiro estudo desta dissertação teve como objetivo entender se existiam diferenças significativas quando é feita a comparação do impacto de fatores macroeconômicos no desempenho financeiro entre empresas, não financeiras de capital aberto, domésticas e internacionalizadas, no período de 2007 a 2020. Os resultados encontrados não evidenciaram impacto estatisticamente significativo nas variáveis relativas ao desempenho em relação aos fatores macroeconômicos taxa de juros e inflação para as empresas internacionalizadas. Os resultados, porém, indicaram que existe uma relação entre tais variáveis macroeconômicas com as empresas domésticas. Em relação ao desempenho das empresas, domésticas e internacionalizadas, e a taxa de câmbio, não foi evidenciado resultados estatisticamente significantes.

A contribuição principal desta pesquisa está ao relacionar as perspectivas de estudos de internacionalização com estudos que analisam fatores macroeconômicos e desempenho de empresas. Sugere-se que pesquisas futuras examinem a influências de outras variáveis macroeconômicas no desempenho empresarial, tanto em empresas domésticas, como internacionalizadas, de capital aberto e fechado.

As limitações desta pesquisa estão relacionadas a obtenção de dados das empresas que serviram como amostra, visto que grande parte das empresas não possuem dados relativos a internacionalização em seus relatórios, trazendo assim, limitação para análises dos níveis de internacionalização. Ademais, fatores limitantes se devem as delimitações da própria pesquisa, como as variáveis empregadas e o período analisado, que podem ser analisados em pesquisas futuras.

No segundo estudo desta pesquisa, o objetivo proposto era entender se existiam diferenças ocasionadas pelos fatores macroeconômicos no desempenho financeiro de empresas de capital aberto, não financeiras, quando comparamos companhias de diferentes localidades, considerando o período de 2000 a 2022.

Os resultados indicaram que a os fatores macroeconômicos e de localização tem valor estratégico nos processos de tomada de decisão dos negócios, visto que o tamanho do mercado da cidade da sede da empresa está associado ao desempenho. Em relação aos fatores macroeconômicos do estudo, os resultados demonstraram que o desempenho empresarial também apresenta relação com níveis inflacionários e taxas de juros.

Nesse sentido, os resultados desta pesquisa determinam relação entre fatores macroeconômicos e desempenho de empresas brasileiras e podem ser utilizadas para comparações em diferentes contextos. Isto posto, sugere-se que pesquisas futuras investiguem os resultados desta pesquisa com outras amostras, como empresas não listadas na bolsa de valores, de pequeno e médio porte.

REFERÊNCIAS

- AALI-BUJARI, A.; VENEGAS-MARTÍNEZ, F.; PÉREZ-LECHUGA, G.. Impact of the stock market capitalization and the banking spread in growth and development in Latin American: A panel data estimation with System GMM. **Contaduría y administración**, v. 62, n. 5, p. 1427-1441, 2017. Disponível em: < <https://doi.org/10.1016/j.cya.2017.09.005>>.
- AHMED, S.; HASAN, M. M.; KAMAL, M. R. Russia–Ukraine crisis: The effects on the European stock market. **European Financial Management**, 2022. Disponível em: < <https://doi.org/10.1111/eufm.12386>>.
- ANDRADE, G. N. G.; SILVA, S. S. da. Uma Investigação Do Desempenho Da Economia Do Nordeste Por Meio Do Comportamento Do Produto E Do Emprego. **Revista Ciências Sociais em Perspectiva**, v. 21, n. 40, p. 1-23. 2022. Disponível em: < <https://doi.org/10.48075/revistacsp.v21i40.26142>>.
- ABDI, M.; AULAKH, P. S. Internationalization and performance: Degree, duration, and scale of operations. **Journal of International Business Studies**, v. 49, p. 832-857, 2018. Disponível em: < <https://doi.org/10.1057/s41267-018-0146-8>>.
- AHMED, B.; XIE, H.; ALI, Z.; AHMAD, I.; GUO, M. Internationalization of emerging economies: Empirical investigation of cross-border mergers & acquisitions and greenfield investment by Chinese firms. **Journal of Innovation & Knowledge**, v. 7, n. 3, p. 1-11, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jik.2022.100200>>.
- 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>>.
- ANTONAKAKIS, N.; CHATZIANTONIOU, I.; FILIS, G. Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty. **Economics Letters**, v. 120, n. 1, p. 87-92, 2013. Disponível em: < <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2013.04.004>>.
- ARGHYROU, M. G.; POURPOURIDES, P. Inflation announcements and asymmetric exchange rate responses. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 40, p. 80-84, 2016. Disponível em: < <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.07.002>>.
- ALSALMAN, Z. Oil price uncertainty and the US stock market analysis based on a GARCH-in-mean VAR model. **Energy Economics**, v. 59, p. 251-260, 2016. Disponível em: < <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.08.015>>.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2013.
- BAER, W.; FLEISCHER, D.V. (Ed.). **The economies of Argentina and Brazil: a comparative perspective**. Edward Elgar Publishing, 2011. Disponível em: <<https://doi.org/10.4337/9781849809979>>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Investimento Direto no País, Brasília, 2018. Publicação em meio eletrônico, p. 1-35. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Rex/CensoCE/port/RelatorioIDP2016.pdf>>.
- BARBOSA, F. H.; CAMÊLO, F. D.; JOÃO, I. C. A taxa de juros natural e a regra de Taylor no Brasil: 2003-2015. **Revista Brasileira de Economia**, v. 70, p. 399-417, 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.5935/0034-7140.20160021>>.

- BARBOSA, L.; MEURER, R. Investimento estrangeiro em carteira no Brasil: Estudo empírico do comportamento do investidor de 1999 a 2012. **Revista Brasileira de Economia de Empresas**, v. 14, n. 2, 2015. Disponível em: <<https://portalrevistas.ucb.br/index.php/rbee/article/view/4918>>.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M.; ROTTA, U. A. S. A Relação Entre O Retorno Das Ações E As Métricas De Desempenho: Evidências Empíricas Para As Companhias Abertas No Brasil. **Rege - Revista De Gestão**, V. 16, N. 3, P. 65-79, 2009. Disponível em: <<https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2009.36678>>.
- BALCILAR, M.; GUPTA, R.; MILLER, S. M. Regime switching model of US crude oil and stock market prices: 1859 to 2013. **Energy Economics**, v. 49, p. 317-327, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2015.01.026>>.
- BASHER, S. A.; HAUG, A. A.; SADORSKY, P. Oil prices, exchange rates and emerging stock markets. **Energy economics**, v. 34, n. 1, p. 227-240, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.10.005>>.
- BARROS, A. R. Historical origins of Brazilian relative backwardness. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 35, p. 75-94, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n01a05>>.
- BARROS, A. R. Raízes históricas das idéias que subsidiam as políticas de clustering. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 22, p. 136-155, 2002. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0101-31572002-1227>>.
- BARTIK, T. J. Business location decisions in the United States: Estimates of the effects of unionization, taxes, and other characteristics of states. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 3, n. 1, p. 14-22, 1985. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/07350015.1985.10509422>>.
- BEKAERT, G.; GARCIA, M. G. P.; HARVEY, C. R. The contribution of speculators to effective financial markets. **Catalyst Institute Monograph Series**, 1995.
- BJØRNLAND, H. C.; LEITEMO, K. Identifying the interdependence between U.S. monetary policy and the stock market. **Journal of Monetary Economics**, v.56, n.2, p.275-282, 2009. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2008.12.001>>.
- BLANCHARD, O. J. Output, the stock market, and interest rates. **American Economic Review**, v. 71, n.1, p. 132-43, 1981. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2534565>>.
- BONFIM, M. P.; PADOVANI, F.; DUQUE, A. P. O. O impacto do câmbio nas ações das empresas brasileiras internacionalizadas. **Pensar Contábil**, v. 17, n. 62, 2015. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-8/index.php/pensarcontabil/article/view/2528/2152>>.
- BORGES, W. A. F. **Análise do choque de risco-país sobre os ciclos econômicos brasileiros pós-regime de metas para a inflação**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de São Carlos. Sorocaba. 2019. Disponível em: <<https://repositorio.ufscar.br/handle/ufscar/10932>>.
- BREWER, H. L. Investor benefits from corporate international diversification. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 16, n. 1, p. 113-126, 1981. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2330669>>.
- BUCKLEY, P. J.; CASSON, M. **The future of the multinational enterprise**. Londres: Macmillan, 1976. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/978-1-349-02899-3>>.

CALUZ, A. D. R. E.; MAGNANI, V. M.; GOMES, M. C.; AMBROZINI, M. A. A relação de políticas econômicas e de fatores macroeconômicos com o desempenho do mercado de ações brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 1, p. 31-47, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i1.48863>>.

CÂMARA, S. F.; PINTO, F. R.; SILVA, F. R.; GERHARD, F. Vulnerabilidade socioeconômica à COVID-19 em municípios do Ceará. **Revista de Administração Pública**, v. 54, p. 1037-1051, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0034-761220200133>>.

CAMPBELL, J. Y. Intertemporal asset pricing without consumption data. **American Economic Review**, v. 83, n. 3, p.487–512, 1993. Disponível em: <<https://doi.org/10.3386/w3989>>.

CARDOSO, G. F.; SOUZA, G. S.; PEREIRA, V. S. Efeitos Do Endividamento Em Moeda Estrangeira No Desempenho Das Empresas Brasileiras. **Advances in Scientific & Applied Accounting**, v. 11, n. 2, 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.14392/ASAA.2018110202>>.

CARDOSO, V. R. S.; PINHEIRO, M. C.. Influência da recessão e das variáveis macroeconômicas sobre a estrutura de capital setorial. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, p. 392-408, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1808-057x201908100>>.

CARLTON, D. W. The location and employment choices of new firms: An econometric model with discrete and continuous endogenous variables. **The review of economics and statistics**, p. 440-449, 1983. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/1924189>>.

CARVALHO, P. N.; SENHORAS, E. M. Uma leitura interpretativa dos impactos da crise da pandemia de Covid-19 sobre a economia global e sobre o ciclo hegemônico norte-americano. In: ALBUQUERQUE, E. M.; JAYME JR., F. G.; BRITTO; G. (org.). **Crise, Pandemia e Alternativas. População e Economia**. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 2022. p. 310 - 332.

CARVALHO, P. L.; SEKUNDA, A. Influência De Variáveis Macroeconômicas Sobre Desempenho Do Mercado de Capitais Brasileiro. In: XX USP International Conference in Accounting, 2020, São Paulo.

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>>.

CHANG, J. International expansion path, speed, product diversification and performance among emerging-market MNEs: evidence from Asia-Pacific multinational companies. **Asian Business & Management**, v. 6, p. 331-353, 2007. Disponível em: <<https://doi.org/10.1057/palgrave.abm.9200228>>.

CHANG, S. E. et al. Business recovery from disasters: Lessons from natural hazards and the COVID-19 pandemic. **International Journal of Disaster Risk Reduction**, v. 80, p. 103191, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ijdr.2022.103191>>.

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: <<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2010.10.022>>.

CHIAO, Y-C.; Y., K-P. Internationalization, intangible assets and Taiwanese SMEs' performance: Evidence of an Asian newly-industrialized economy. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 3, p. 641, 2011.

- 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>>.
- COLLINS, J. M. A market performance comparison of US firms active in domestic, developed and developing countries. *Journal of International Business Studies*, v. 21, p. 271-287, 1990. Disponível em:<<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490335>>.
- CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE (CRS), Global Economic Effects of COVID-19, report R46270, CRS, Washington, DC, 2021, p. 2021.
- CONTRACTOR, F. J., KUNDU, S. K., HSU, C. C. A three-stage theory of expansion of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector. *Journal of International Business Studies*, v. 34, n. 1, p. 5-18, 2003. Disponível em:<<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400003>>.
- CRUZ, B. O.; SOARES SANTOS, I. R. S. **Dinâmica do emprego industrial no Brasil entre 1990 e 2009: uma visão regional da desindustrialização**. Rio de Janeiro: Ipea, 2011 (Texto para discussão, n. 1673).
- DANIELS, J. D.; BRACKER, J. Profit performance: do foreign operations make a difference?. *Management international review*, p. 46-56, 1989.
- DEWI, V. I.; SOEI, C. T. L.; SURJOKO, F. O. The Impact of Macroeconomic Factors on Firms Profitability (Evidence From Fast Moving Consumer Good Firms Listed on Indonesian Stock Exchange). *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, v. 23(1), p. 1–6. 2019.
- DONALDSON, L. Teoria da contingência estrutural. In: CLEGG, S.; HARDY, C.; NORD, W. (Org.). **Handbook de estudos organizacionais: modelos de análise e novas questões em estudos organizacionais**, v. 1. São Paulo: Atlas, 1999.
- DOUGLAS, S. P.; CRAIG, C. S. Convergence and divergence: Developing a semiglobal marketing strategy. *Journal of International Marketing*, v. 19, n. 1, p. 82-101, 2011. Disponível em:<<https://doi.org/10.1509/jimk.19.1.82>>.
- DUNNING, J. H. Reappraising the eclectic paradigm in an age of alliance capitalism. *Journal of international business studies*, v. 26, p. 461-491, 1995. Disponível em:<<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490183>>.
- FAMA, E. F. Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American economic review*, v. 71, n. 4, p. 545-565, 1981.
- FERREIRA, C. E.; SCHERER, F. L.; TRINDADE, N. R.; BIANCHI, J. Mulheres Nos Conselhos De Administração De Multinacionais Brasileiras. *Revista Pretexto*, 2021.
- FIGUEIREDO, O.; GUIMARAES, P.; WOODWARD, D. Home-field advantage: location decisions of Portuguese entrepreneurs. *Journal of Urban Economics*, v. 52, n. 2, p. 341-361, 2002. Disponível em:<[https://doi.org/10.1016/S0094-1190\(02\)00006-2](https://doi.org/10.1016/S0094-1190(02)00006-2)>.
- FLETCHER, M.; HARRIS, S.; RICHEY JR, R. G. Retrospective and prospective learning: Accelerating the internationalization process. *Journal of World Business*, v. 56, n. 3, p. 101191, 2021. Disponível em:<<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2021.101191>>.
- FONSECA, S. E.; SANTOS, A. O.; PEREIRA, M. V. L.; CAMARGOS, M. A. Análise Do Impacto De Variáveis Macroeconômicas No Desempenho Financeiro E Endividamento De Empresas Listadas Na B3. *Revista Universo Contábil*, v. 14, N. 4, p. 93-114, 2019. Disponível em:<<https://doi.org/10.4270/ruc.2018429>>.

- FONTES, G. G.; SIMÕES, R. F.; OLIVEIRA, H. C. A. M. Urban attributes and wage disparities in Brazil: a multilevel hierarchical model. **Regional Studies**, v. 44, n. 5, p. 595-607, 2010. Disponível em:<<https://doi.org/10.1080/00343400902926367>>.
- FRANZEN, A., MEURER, R., GONÇALVES, C. E. S., SEABRA, F. Determinantes do fluxo de investimentos de portfólio para o mercado acionário brasileiro. **Estudos Econômicos**. V. 39, p. 301-328, 2009
- FREITAS, E.E. **Economias externas, atributos urbanos e produtividade: evidências a partir do nível salarial industrial das microrregiões brasileiras, 2000-2010**. Fortaleza: Banco do Nordeste do Brasil, 2014. (Série BNB Teses e Dissertações, n.43)
- FISHER, I. The theory of interest. **New York**, v. 43, p. 1-19, 1930.
- FISCHER, S.; MERTON, R.C. **Macroeconomics and finance: the role of the stock market**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. Elsevier, v. 21, p. 57-108, Jan. 1984. Disponível em:<[https://doi.org/10.1016/0167-2231\(84\)90005-8](https://doi.org/10.1016/0167-2231(84)90005-8)>.
- FUNDAÇÃO DOM CABRAL (FDC). Trajetórias de Internacionalização das Empresas Brasileiras. **Fundação Dom Cabral**. 2018. Disponível em <https://www.fdc.org.br/conhecimento-site/nucleos-de-pesquisa-site/centro-de-referencia-site/Materiais/internacionalizacao_empresas_brasileiras.pdf>.
- GALINARI, R.; LEMOS, M. B.; AMARAL, P. Retornos crescentes urbanos: a influência do espaço na diferenciação da taxa salarial no Brasil. In: DE NEGRI, J. A.; DE NEGRI, F.; COELHO; D. Tecnologia, exportação e emprego. Brasília: IPEA, p. 203-248, 2006.
- GARCIA, M.G. P.; VALPASSOS, M. V. F. Capital flows, capital controls and currency crisis: the case of Brazil in the nineties. In: FELIPE LARRAIN. Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s, University of Michigan Press, 2000. Disponível em:<<https://doi.org/10.2139/ssrn.147201>>.
- GOLDSMITH, R. W. Financial Structure and Development, Yale Uni. **Press, New Haven**, 1969.
- GORMSEN, Niels Joachim; KOIJEN, Ralph SJ. Coronavirus: Impact on stock prices and growth expectations. **The Review of Asset Pricing Studies**, v. 10, n. 4, p. 574-597, 2020. Disponível em:<<https://doi.org/10.1093/rapstu/raaa013>>.
- GRAHAM, F. C. Inflation, real stock returns, and monetary policy. **Applied Financial Economics**, v. 6, n. 1, p. 29-35, 1996. Disponível em:<<https://doi.org/10.1080/096031096334448>>.
- GRANT, R. M. Multinationality and performance among British manufacturing companies. **Journal of international business studies**, v. 18, p. 79-89, 1987. Disponível em:<<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490413>>.
- GRANT, R. M.; JAMMINE, A. P.; THOMAS, H. Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies, 1972–1984. **Academy of management Journal**, v. 31, n. 4, p. 771-801, 1988. Disponível em:<<https://doi.org/10.5465/256338>>.
- GRÔPPO, G. S. Cointegração e causalidade entre variáveis de política monetária e o Ibovespa. **Revista de Economia e Administração**, São Paulo, v. 45, n.2, p. 229-246, 2005. Disponível em:<<https://doi.org/10.11132/rea.2002.94>>.

- GRÔPPO, G. S. Relação dinâmica entre Ibovespa e variáveis de política monetária. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, Edição especial, Minas Gerais, 2006. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-75902006000500006>>.
- HANSEN, E. R. Industrial location choice in Sao Paulo, Brazil: a nested logit model. **Regional science and Urban economics**, v. 17, n. 1, p. 89-108, 1987. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/0166-0462\(87\)90070-6](https://doi.org/10.1016/0166-0462(87)90070-6)>.
- HENNART, J-F. A theoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance. **Global Strategy Journal**, v. 1, n. 1-2, p. 135-151, 2011. Disponível em: <<https://doi.org/10.1002/gsj.8>>.
- JABEEN, A.; YASIR, M.; ANSARI, Y.; YASMIN, S.; MOON, J.; RHO, S. An Empirical Study of Macroeconomic Factors and Stock Returns in the Context of Economic Uncertainty News Sentiment Using Machine Learning. **Complexity**, v. 2022, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1155/2022/4646733>>.
- JAIN, N. K.; CELO, S.; KUMAR, V. Internationalization speed, resources and performance: Evidence from Indian software industry. **Journal of Business Research**, v. 95, p. 26-37, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.09.019>>.
- JIANG, R. J.; XIONG, J.; DING, Y.; PARAMESWARAN, R. To wait or not to wait: pacing international expansion in China for best results. **Journal of Business Strategy**, v. 42, n. 5, p. 343-350, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.1108/JBS-01-2020-0004>>.
- KAFOUROS, M.; CAVUSGIL, S. T.; DEVINNEY, T. M.; GANOTAKIS, P.; FAINSHMIDT, S. Cycles of de-internationalization and re-internationalization: Towards an integrative framework. **Journal of World Business**, v. 57, n. 1, p. 101257, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2021.101257>>.
- KAMAKURA, W. A.; RAMÓN-JERÓNIMO, M. A.; VECINO GRAVEL, J. D. A dynamic perspective to the internationalization of small-medium enterprises. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 40, p. 236-251, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/s11747-011-0267-0>>.
- KHAN, F. H.; BILLAH, M.. Macroeconomic factors and Stock exchange return: A Statistical Analysis. **arXiv:2305.02229**, 2023.
- KIRCA, A. H. et al. 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: <<https://doi.org/10.5465/amj.2011.59215090>>.
- LARRINAGA, O. V. La internacionalización de la empresa y la empresa multinacional: una revisión conceptual contemporánea. **Cuadernos de Gestión**, v. 5, n. 2, p. 55-73, 2005.
- LAWRENCE, Paul R.; LORSCH, Jay W. Organization and environment. Managing differentiation and integration. Boston: Harvard University, 1967.
- LEITE, A. R.; COSTA, R. F. R.; MONTE, P. A. Análise da causalidade entre o Ibovespa e a taxa de câmbio em um contexto de crise. **Pensamento & Realidade**, v. 27, n. 4, p. 4-21, 2012.
- LEVINE, R. Stock markets, growth, and tax policy. **The journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1445-1465, 1991. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04625.x>>.
- LEVINE, R; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. **American economic review**, p. 537-558, 1998. Disponível em: <<https://doi.org/10.1596/1813-9450-1690>>.

- LI, L. Multinationality and performance: A synthetic review and research agenda. **International Journal of Management Reviews**, v. 9, n. 2, p. 117-139, 2007. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00205.x>>.
- LONCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Foreign portfolio capital flows and stock returns: a study of Brazilian listed firms. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 45, p. 859-895, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0101-416145456tlj>>.
- LOPES, P. F.; COSTA, D. F.; CARVALHO, F. M.; CASTRO JÚNIOR, L. G. Desempenho econômico e financeiro das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo das crises 2008 e 2012. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 105-121, jan./mar., 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.4270/ruc.2016106>>.
- LU, J. W.; BEAMISH, P. W. The internationalization and performance of SMEs. **Strategic management journal**, v. 22, n. 6-7, p. 565-586, 2001. Disponível em: <<https://doi.org/10.1002/smj.184>>.
- MADURA, J.; WHYTE, A. M. Diversification benefits of direct foreign investment. **MIR: Management International Review**, p. 73-85, 1990.
- MARCH, J. G.; SHAPIRA, Z. Managerial perspectives on risk and risk taking. **Management science**, v. 33, n. 11, p. 1404-1418, 1987. Disponível em: <<https://doi.org/10.1287/mnsc.33.11.1404>>.
- MARTINAZZO, M. R.; VARGAS, L. A.; ZANELLA, C.; JACOSKI, C.; BARICHELLO, R. Influência Da Internacionalização No Índice De Sustentabilidade Empresarial. **Revista Metropolitana de Sustentabilidade**, v. 11, n. 1, p. 50-70, 2021.
- 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. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2010.05.004>>.
- MELLO, G.; WELLE, A.; OLIVEIRA, A., L., M. A crise prossegue: baixo crescimento e alta desigualdade no Brasil pós-recessão. **CECON Centro de Estudos de Conjuntura de Política Econômica**, n. 3, 2018.
- MENDES, P. S.; HERMETO, A. M.; BRITO, G. Reorganização Espacial da Indústria de Transformação Brasileira Pós-2008: A Evolução do Emprego Formal no Território. **Revista Brasileira de Estudos Regionais e Urbanos (RBERU)**, v. 13, n. 1, pp. 23-44, 2019
- MICHEL, A.; SHAKED, I. Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics. **Journal of international business studies**, v. 17, p. 89-100, 1986. Disponível em: <<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490435>>.
- MONTEIRO NETO, A.; SILVA, R. O.; SEVERIAN, D. Região e indústria no Brasil: ainda a continuidade da “desconcentração concentrada”? **Economia e Sociedade**, v. 29, p. 581-607, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1982-3533.2020v29n2art09>>.
- MORGAN, G. **Imagens da organização**. São Paulo: Altas, 1996.
- MURADOGLU, G.; TASKIN, F.; BIGAN, I. Causality between stock returns and macroeconomic variables in emerging markets. **Russian and East European Finance and Trade**, v. 36, n. 6, p. 33-53, 2000.
- MURINDE, Victor. Financial development and economic growth: Global and African evidence. **Journal of African economies**, v. 21, n. suppl_1, p. i10-i56, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1093/jae/ejr042>>.

NECȘULESCU, C.; ȘERBĂNESCU, L. Impact of the inflation on the exchange rate and on the average salary. **Cross-Cultural management journal**, v. 15, n. 2, 2013.

NERLINGER, Martin; UTZ, Sebastian. The impact of the Russia-Ukraine conflict on energy firms: A capital market perspective. **Finance Research Letters**, v. 50, p. 103243, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103243>>.

NUNES, M. S.; COSTA JR., N. C. A.; MEURER, R. A relação entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas: uma análise econométrica para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 585-607, 2005. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-71402005000400004>>.

OLIBE, K. O.; MICHELLO, F. A.; THORNE, J. Systematic risk and international diversification: An empirical perspective. **International review of financial analysis**, v. 17, n. 4, p. 681-698, 2008. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.09.004>>.

OLIVEIRA, B. R. B.; KOVACS, E. P. Estrutura organizacional e estratégia: uma relação contingencial. In: SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 13., 2006, São Paulo. **Anais...**São Paulo: Simpep, 2006.

OLIVEIRA, G. C. A estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil no período recente (I-2007/I-2014). Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990- 2015 Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6536/1/td_2162.pdf>.

OLIVEIRA, D. S. **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.

PARENTE, P. H. N.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Teoria contingencial e intangibilidade: um estudo nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 34, n. 3, p. 21-40, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i3.29568>>.

PEREIRA, V. S., SHENG, H. H. Os efeitos dos modos de entrada sobre o endividamento das multinacionais. **In XII Encontro Brasileiro de Finanças**, São Paulo, SP, Brasil, 2012.

PEREIRA, Y. V.; MORAES, W. F. A.; MOREIRA, V. F.; SALAZAR, V. S.. Processo De Internacionalização De Empresas Do Vale Do São Francisco: Um Estudo De Múltiplos Casos. **Gestão & Regionalidade**, v. 35, n. 106, p. 108-133, 2019.

PEREIRA JUNIOR, A.; HERNANDES, M. A Relação Do Índice De Emprego E Renda Dos Municípios Mineiros Com A Arrecadação Para O Inss. **Revista Inova Ciência & Tecnologia**, p. 44-50, 2019.

PONTES, L. S.; RÊGO, L. C. Impact of macroeconomic variables on the topological structure of the Brazilian stock market: A complex network approach. **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, v. 604, p. 127660, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.physa.2022.127660>>.

REIS, L.; MEURER, R.; SILVA, S. Stock returns and foreign investment in Brazil. **Applied Financial Economics**, v. 20, n. 17, p. 1351-1361, 2010. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/09603107.2010.498342>>.

- RIAHI-BELKAOUI, A. The effects of the degree of internationalization on firm performance. **International Business Review**, v. 7, n. 3, p. 315-321, 1998. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(98\)00013-4](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(98)00013-4)>.
- RIBEIRO, Renata Albuquerque. Guerra na Ucrânia e pobreza energética no sul geopolítico: o caso do Brasil. **Diálogos Soberania e Clima**, v.1, n. 9, p. 6-10, 2022.
- RIBEIRO, A. A. S.; LEITE, A. D.; JUSTO, W. R. Análise de cointegração e causalidade entre variáveis macroeconômicas eo índice Dow Jones sobre o IBOVESPA. **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v. 9, n. 1, p. 121-137, 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.5902/1983465911741>>.
- RUIGROK, W.; AMANN, W.; WAGNER, H. The internationalization-performance relationship at Swiss firms: A test of the S-shape and extreme degrees of internationalization. **Management International Review**, v. 47, p. 349-368, 2007. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/s11575-007-0020-6>>.
- SAEED, M. Z., Sultana S., AHMED Z. , AZIZ M. T. , Fatima K. Macroeconomic Factors Influencing Market Capitalization of Pakistan Stock Exchange (PSX). **Research Journal for Societal Issues**, v. 5 n. 2, p. 303-317, 2023. Disponível em: <<https://doi.org/10.56976/rjsi.v5i2.102>>.
- SALLES, A. A. O Impacto Inicial Da Pandemia De Covid-19 No Risco Da Atividade Econômica No Brasil. **Pesquisa Operacional para o Desenvolvimento**, v. 13, p. 1-16, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.4322/PODes.2021.002>>.
- SCHUMPETER, Joseph A. **History of economic analysis**. Routledge, 1954.
- SHAH, A.; ZEILEIS, A.; PATNAIK, I. What is the new Chinese currency regime?. Research Report Series / Department of Statistics and Mathematics, 23. Department of Statistics and Mathematics, **WU Vienna University of Economics and Business**, Vienna. 2005. Disponível em: <<https://core.ac.uk/download/pdf/11007134.pdf>>.
- 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: <<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.05.041>>.
- 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>>.
- SUN, W.; PRICE, J.; DING, Y. The longitudinal effects of internationalization on firm performance: The moderating role of marketing capability. **Journal of Business Research**, v. 95, p. 326-337, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.014>>.
- TANGJITPROM, N. The review of macroeconomic factors and stock returns. **International Business Research**, v. 5, n. 8, p. 107, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.5539/ibr.v5n8p107>>.
- TUPPURA, A.; SAARENKETO, S.; PUUMALAINEN, K.; JANTUNEN, A.; KYLÄHEIKO, K. Linking knowledge, entry timing and internationalization strategy. **International business review**, v. 17, n. 4, p. 473-487, 2008. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2008.02.003>>.

VITHESSONTHI, C. Capital investment, internationalization, and firm performance: Evidence from Southeast Asian countries. **Research in International Business and Finance**, v. 38, p. 393-403, 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.019>>.

VITHESSONTHI, C.; TONGURAI, J. The effect of firm size on the leverage–performance relationship during the financial crisis of 2007–2009. **Journal of multinational financial management**, v. 29, p. 1-29, 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.001>>.

WICKSELL, K. **Lectures on Political Economy (Routledge Revivals): Two Volumes**. Routledge, 1934.