

INFLUÊNCIA DA INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NA CRIAÇÃO DE VALOR

INFLUENCE OF THE INTERNATIONALIZATION OF BRAZILIAN COMPANIES IN VALUE CREATION

INFLUENCIA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE EMPRESAS BRASILEÑAS EN LA CREACIÓN DE VALOR

Jonas Fernando Petry

Doutorando em Ciências Contábeis na Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)
Professor na Universidade Federal do Amazonas (UFAM)
Endereço: Av. Primeiro de Maio, Centro, CEP: 69630-000. Benjamin Constant, AM, Brasil
Telefone: 3305-1480. E-mail: jfpetry@al.furb.br

Maria Margarete Baccin Brizolla

Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração FURB
Endereço: Rua do Comercio, n. 3000, Linha 03, CEP: 98700-000. Ijuí, RS, Brasil
Telefone: (55) 3332-0200. E-mail: mbrizolla@al.furb.br

Harlan de Azevedo Herculano

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da FURB
Endereço: Rua Sinfrônio Nazaré, n. 38, Centro, CEP: 58800-240, Sousa, PB, Brasil
Telefone: (83) 3521-3209. E-mail: hherculano@al.furb.br

Nelson Hein

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da FURB
Endereço: Rua Antônio da Veiga, n. 140, Sala D-202, Victor Konder, CEP:89010-971, Blumenau, SC, Brasil
Telefone: (47) 3321-0693. E-mail: hein@furb.br

Artigo recebido em 10/10/2013. Revisado por pares em 13/11/2013. Reformulado em 11/02/2014. Recomendado para publicação em 10/02/2014 por Ademar Dutra (Editor Científico). Publicado em 22/04/2014. Avaliado pelo Sistema *double blind review*.



RESUMO

O estudo objetiva analisar a relação entre o nível de internacionalização das empresas brasileiras e a criação de valor para seus acionistas. Para tanto, foi realizada uma pesquisa descritiva, sendo conduzida por meio da coleta de variáveis, as quais foram utilizadas na aplicação do modelo; tais variáveis são provenientes de empresas listadas na BM&FBovespa, e os dados coletados na revista Valor Multinacionais. A amostra é considerada intencional não probabilística, e constitui-se a partir da identificação das 26 empresas mais internacionalizadas no ano de 2010 listadas na BM&FBovespa. Como neste estudo existe o item de internacionalização como variável dependente e os subitens como variáveis independentes, avalia-se que a regressão simples é o melhor modelo para analisar o objeto do estudo através do *software* SPSS. O resultado indica que, quanto maior o índice de internacionalização das empresas brasileiras, maior a criação de valor para o acionista e o aumento na lucratividade.

Palavras-chave: Internacionalização; Estrutura de capital; Risco; Criação de valor para os acionistas.

ABSTRACT

The study aims to analyze the relationship between the level of internationalization of Brazilian companies and the creation of value for shareholders of these organizations. For this descriptive study, a collection of variables were used in applying the model. These variables are from companies listed on the BM&FBovespa and the data was collected in Multinational Value magazine. The sample is considered non-probabilistic intentional and constitutes the basis of identification for 26 most internationalized companies in 2010, listed on the BM&FBovespa. In this study, the item of internationalization is considered as a dependent variable and the sub-items as independent variables. We evaluate that the simple regression model is better to analyze the object of study by SPSS software. The result indicates that the higher the level of internationalization of Brazilian companies, the higher the shareholder value and the profitability.

Keywords: Internationalization; Capital structure; Risk; Value creation for shareholders.

RESUMEN

El estudio objetiva analizar la relación entre el nivel de internacionalización de empresas brasileñas y creación de valor para sus accionistas. Para eso fue realizada una investigación descriptiva conducida por medio de la recopilación de variables utilizadas en la aplicación del modelo; esas variables son provenientes de empresas alistadas en la *BM&FBovespa*, y los datos recopilados en la revista *Valor Multinacionais*. La muestra es considerada intencional no probabilística, y es constituida a partir de la identificación de las 26 empresas más internacionalizadas en año 2010 alistadas en la *BM&FBovespa*. En ese estudio existe el ítem de internacionalización como variable dependiente y los sub-puntos como variables independientes; así se evalúa que la regresión simple es el mejor modelo para analizar el objeto de estudio a través del *software* SPSS. El resultado indica que cuanto mayor es el índice de internacionalización de empresas brasileñas, mayor es la creación de valor para el accionista y el aumento de rentabilidad.

Palabras-clave: Internacionalización; Estructura de capital; Riesgo; Creación de valor para accionistas.

INTRODUÇÃO

Para atuarem em mercados internacionais, as empresas precisam desenvolver novas e específicas competências organizacionais. Com base nesta compreensão, as competências organizacionais são suportadas pelas competências individuais e grupais (RUAS, 2003). Em outra parte, pode-se considerar o processo recorrente de internacionalização de empresas ainda como relativamente recente no Brasil. Sua intensificação, lenta e tardia, só ocorreu após a abertura de mercado em 1990, com a retirada de reservas de mercado e a redução de barreiras alfandegárias (ROCHA, 2002; FLEURY e FLEURY, 2007). Essa ação levou as empresas despreparadas a competirem com produtos de baixa qualidade, e as empresas estrangeiras perceberam a necessidade de encerrar as atividades, enquanto outras se modernizaram e, conseqüentemente, buscaram oportunidades no exterior.

A atuação internacional traz muitos desafios para os gestores, uma vez que são levados a descobrir novos métodos para responder às pressões e demandas globais (CHOY, 2007). As demandas conceituais e práticas para interpretar qualquer aspecto deste cenário de negócios globais são enormes. E tais demandas multiplicam-se com as mudanças rápidas e simultâneas que ocorrem em vários setores, que interagem com o contexto e mudam novamente (PARKER, 2004). Frente a este contexto, questiona-se: Qual a influência do nível de internacionalização das empresas brasileiras na criação de valor? Visando a responder a esta questão, o objetivo central deste estudo é identificar a influência entre o nível de internacionalização das 26 empresas mais internacionalizadas no ano de 2010 na criação de valor para o acionista. Sob o ponto de vista teórico, o primeiro motivo para a realização da pesquisa proposta é a contribuição científica relevante e necessária que pode ser gerada em um campo com poucos estudos sobre as especificidades das organizações brasileiras, que estão em processo de internacionalização. Isto porque diferentes culturas e realidades podem demandar diferentes abordagens gerenciais e estratégias, cujo projeto e condução nem sempre são realizados com bases teóricas sólidas ou validadas (FARNDALÉ *et al.* 2008).

Ramamurti (2009) corrobora com essa constatação ao afirmar que as teorias dominantes de internacionalização, desenvolvidas a partir de estudos com empresas de países economicamente desenvolvidos, podem apresentar limitação de aplicabilidade em

países em desenvolvimento por desconsiderarem o contexto das atividades ou estabelecerem generalizações com baixo nível de consistência.

O crescimento, tanto do volume de investimentos diretos no exterior (IDE), quanto da quantidade de empresas que dele participaram, levou o Brasil a alcançar a posição de segundo maior investidor em termos de IDE no ano de 2006 (COLUMBIA LAW SCHOOL, 2007). Este fato demonstra que o tema a ser estudado tem assumido um papel de grande importância no ambiente organizacional. Desta maneira, busca-se ainda a apresentação de um modelo que poderá servir de base para a compreensão do fenômeno e para a tomada de decisões em internacionalização de empresas, na criação de valor e no cálculo efetivo do custo de capital. Frente a isso e dada a importância de abordagem de tais temas na sequência apresenta-se a discussão teórica acerca dos temas que fundamentam o presente estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

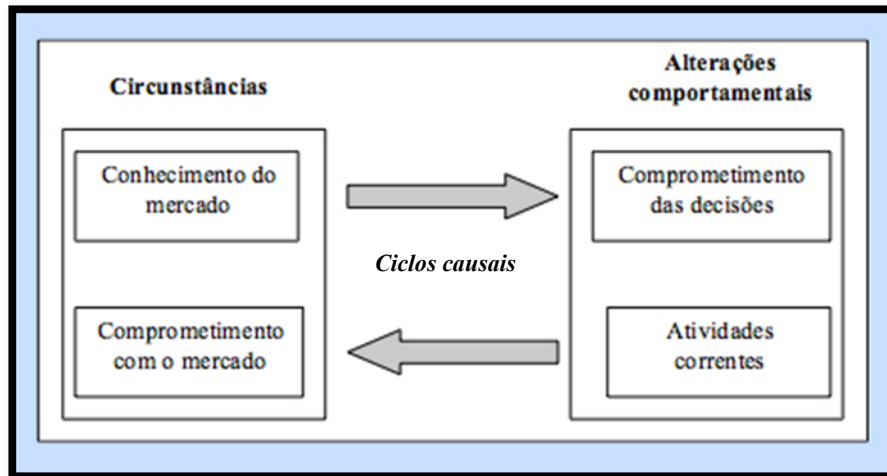
2.1 INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Internacionalização é definida por Rocher (2001, p. 19) “como o intercâmbio de processos econômicos, culturais e políticos, entre as nações, e as relações que daí resultam, que podem ser pacíficas ou conflitantes, de complementaridade ou de concorrência”. A internacionalização pode ser definida “como um processo crescente e continuado de envolvimento das operações de uma empresa com países fora de sua base de origem” (DAL-SOTO, 2006, p. 2). Ademais, o processo de internacionalização das empresas tem sido o tema de muitas pesquisas nos últimos anos. Com o intuito de corroborar com esta afirmativa, identifica-se que duas correntes de pesquisas muito semelhantes surgiram na Europa e nos Estados Unidos, denominadas, respectivamente, como os modelos de Uppsala, com ênfase específica na internacionalização, e aquele com foco na inovação e na internacionalização (MADSEN e SERVAIS, 1997; LAGHZAQUI, 2006; DIB e CARNEIRO, 2006; DAL-SOTO; 2006).

Ambas as correntes de pesquisas convergem da ideia de que as empresas se tornam internacionalizadas de forma lenta e gradual; os fatores podem estar vinculados à falta de

conhecimento sobre os mercados externos, aversão ao alto risco, incertezas, e ou fatores similares (MADSEN e SERVAIS, 1997). O modelo de internacionalização de Uppsala foi proposto nos anos 1970 por Johanson e Vahlne (1977), da Universidade de Uppsala (Suécia), conforme visto a seguir.

Figura 1 – Mecanismo da internacionalização segundo o Modelo de Uppsala



Fonte: Johanson e Vahlne (1977).

A contribuição desse modelo possuía o foco na internacionalização, aliada às novas formas de serem realizados os negócios, ultrapassando os limites da teoria econômica e abrangendo a teoria do comportamento organizacional. Na mesma linha, Kamakura, Ramón-Jerónimo e Gravel (2012) descrevem a internacionalização como um processo evolutivo gradual. Com o amadurecimento, a empresa se torna mais experiente, transfere conhecimento de um país para o outro. Os mesmos autores complementam que o modelo de Uppsala é dinâmico, onde o resultado de uma fase constitui as entradas para a próxima; o amadurecimento e a experiência levam a um compromisso cada vez maior de recursos.

Quadro 1 – Internacionalização de Empresas com base no Modelo de Uppsala

Por quê?	O quê?	Quando?	Onde?	Como?
<ul style="list-style-type: none"> • Motivos; • Justificativa; • Condições; • Busca de mercados. 	<ul style="list-style-type: none"> • Produtos; • Serviços; • Tecnologias; • Outras atividades sem restrições em 	<ul style="list-style-type: none"> • Momento inicial; • Progressão posterior. <p>Momento inicial: saturação do</p>	<ul style="list-style-type: none"> • País; • Região. <p>Para países com <i>distância psíquica</i> em relação ao</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Modo de entrada; • Grau de controle; • Modo de operação.

	temos de produtos, serviços, tecnologias ou atividades (implícito).	mercado doméstico. Expansão: conforme o conhecimento for gradualmente obtido pela experiência internacional.	mercado doméstico menor no primeiro momento, e depois gradualmente crescente.	Em estágios de comprometimento gradual de recursos (primeiro exportação; depois, escritório de vendas até ter produção no novo mercado).
--	---	--	---	--

Fonte: Adaptado pelos autores a partir do modelo de Dib e Carneiro (2006).

A concepção do modelo relacionado à inovação e à internacionalização tende a analisar o processo de internacionalização como um curso inovador de ação; portanto, como adotando novas formas de fazer negócios (KAMAKURA *et al.*, 2012). Enquanto isso, Leonidou e Katsikeas (1996) sugerem que o modelo de inovação e internacionalização é abrangido por vários modelos. A internacionalização é um processo de inovação empresarial (ANDERSEN, 1993; GANKEMA *et al.* 2000; GEMSER *et al.* 2004; LI *et al.* 2004).

Nos constructos de Andersen (1993), os modelos de internacionalização apresentados devem ser submetidos a uma avaliação mais crítica. O modelo Uppsala foi, inicialmente, apoiado por evidências de um estudo de caso de quatro empresas suecas, restrito a um mercado específico do país. A decisão de internacionalização é considerada como uma inovação para a empresa; o que difere o segundo modelo do primeiro é o número de estágios e da descrição de cada etapa de internacionalização (ANDERSEN, 1993).

No Brasil, segundo o Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), o investimento de empresas brasileiras no exterior começou nos anos 70 por meio do estabelecimento de escritórios de vendas, assistência técnica e unidades produtivas nos setores de construção civil, produção e exploração de petróleo, engenharia e bancos. Nos anos 90, com a abertura da economia brasileira, as empresas, para se tornar competitivas e manter seus mercados, impulsionaram a internacionalização com medidas, como a instalação externa de escritórios de vendas, assistência técnica, representações comerciais e unidades produtivas (IEDI, 2003).

Os anos 90 consolidaram-se como um importante período de investimento direto global. No final daqueles anos, com o crescimento do comércio em nível internacional e a proliferação de empresas multinacionais, verificou-se um incipiente processo de internacionalização das empresas brasileiras através do investimento direto no exterior (ALEM e CAVALCANTI, 2005; KRAUS, 2006; XAVIER e TUROLLA, 2012).

Quadro 2 – Evolução das Empresas Brasileiras no Mercado Internacional

Décadas Precedentes (até os anos 80)	Transição (a partir de meados dos 80)	Situação Atual (a partir do início dos 90)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Exportações derivadas de excedentes resultantes de vantagens comparativas; ▪ Improvisação; ▪ Oportunismo: válvula de escape para adversidades conjunturais internas; ▪ Produtos de baixa conformidade com as exigências dos mercados externos; ▪ Pouca estruturação interna para gerenciar exportações; ▪ Exportações diretas ou via agentes, sem preocupações maiores com serviços pós-venda; ▪ Estratégia internacional centrada exclusivamente em exportações; ▪ Presença no mercado internacional de um número restrito de grandes empresas exportadoras de bens. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Exportações condicionadas por vantagens competitivas; ▪ Ação estrategicamente planejada; ▪ Forte preocupação com a conformidade dos produtos; ▪ Criação de gerências, departamentos e diretorias de comércio exterior; ▪ Criação de serviços pós-venda para atender mercado externo a partir da base doméstica; ▪ Estratégias mais complexas de ação internacional através de implantação de unidades de produção e/ou aquisição de plantas em outros países, formação de alianças; ▪ Número crescente de empresas exportadoras de bens e serviços em vários segmentos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Expansão internacional como estratégia de crescimento; ▪ Internacionalização como diretriz estratégica; ▪ Visão de longo prazo e diversificação das estratégias de internacionalização; ▪ Adaptação do produto às especificidades de cada mercado onde atua, muitas vezes com produção local; ▪ Criação de diretoria internacional com responsabilidade de administrar relações com subsidiárias; ▪ Instalações de subsidiárias que se encarregam de <i>marketing</i> e da assistência pós-venda no mercado local; ▪ Aquisição de plantas no exterior por empresas não exportadoras (<i>non-tradeable goods</i>) em estratégia de internacionalização multidoméstica; ▪ Ampliação da presença internacional com a participação de empresas de diferentes portes e setores.

Fonte: Arruda et al. 1996, p. 53.

Analisando o Quadro 2, não podemos esquecer da natureza de uma empresa multinacional ou transnacional, definida como aquela que se dedica ao IDE e possui ou, de algum modo, controla as atividades de valor agregado em mais de um país (DUNNING; LUNDAN, 2008). A literatura tem identificado vários critérios para avaliar o grau ou a intensidade de internacionalização de uma empresa, fato este também vivenciado pelas empresas brasileiras. Cada um dos critérios ajuda a delinear os tipos de IED e de produção

internacional. A dificuldade recai no fato da escolha do ponto em que uma empresa é considerada multinacional ou transnacional. A transnacionalidade de uma empresa deve ser considerada multidimensional ao invés de unidimensional, porque nenhum índice único de atividade internacional é susceptível de captar a dimensão relevante para cada empresa (DUNNING; LUNDAN, 2008).

O processo de decisão de internacionalização remete as empresas a lidar com a incerteza pela falta de conhecimento sobre como conduzir um negócio em um mercado externo (CARLSON, 1966, 1974). O foco de Carlson (1966) tornou-se o processo de decisão para a internacionalização das empresas. Ele primeiro formulou a hipótese de que a empresa tende a lidar com o problema arriscando por tentativa e erro, e pela aquisição gradual de informações sobre mercados estrangeiros. Esta hipótese argumenta que, uma vez que a empresa já passou as barreiras culturais e teve a sua primeira experiência de operações no exterior, geralmente está disposta a conquistar um mercado após o outro (CARLSON, 1966; FORSGREN, 2002).

A premissa básica do modelo de Uppsala é que a falta de conhecimento sobre os mercados estrangeiros é um grande obstáculo para as operações internacionais, mas tal conhecimento pode ser adquirido (JOHANSON; VAHLNE, 1977; FORSGREN, 2002). Corrêa e Lima (2007), em seus estudos sobre a internacionalização produtiva das empresas brasileiras *Marcopolo* e *Grupo Gerdau*, asseguram que o desempenho das empresas, no mundo globalizado, depende cada vez mais de sua capacidade de inserção no mercado internacional. Para o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior - MDIC (2009), a internacionalização de empresas ocorre quando residentes de determinado país obtêm acesso a bens e serviços com origem em outro.

Além disso, o movimento de internacionalização das empresas brasileiras, segundo Lacerda (2006), faz parte de uma forte tendência internacional. Nesta linha, a tomada de ações para a internacionalização de uma empresa brasileira consiste na escolha de três pontos importantes que auxiliarão na construção de estratégia: (i) a estratégia de internacionalização; (ii) a modalidade de entrada; e (iii) os desafios da internacionalização (TAKANO, 2009). Consoante Maia e Lima (2011), a internacionalização passou a ser vista pelas empresas como uma oportunidade estratégica para ampliar os negócios, o que faz

com que as organizações assumam diferentes níveis de compromisso no mercado internacional.

Além e Cavalcanti (2005), em suas reflexões, destacam a ausência de política de apoio à criação de multinacionais brasileiras; acrescentam que, até recentemente, os casos bem-sucedidos de internacionalização decorreram da iniciativa das próprias empresas. Em contrapartida, grande parte dos governos já observou a importância de aumentar a competitividade das empresas em seus territórios (COELHO e ROCHA, 2012). A experiência tem mostrado que o apoio das políticas públicas à internacionalização inclui elementos essenciais, tais como a (a) liberalização das restrições aos investimentos diretos no exterior, juntamente com a (b) criação de instrumentos internacionais que facilitem e protejam os investimentos no exterior.

A pesquisa de Kraus (2006) com as empresas produtoras brasileiras no processo de internacionalização constatou que a maioria das empresas internacionaliza-se mediante um processo incremental de exportações. Isso vem reforçar a noção de que o caminho da internacionalização das empresas brasileiras depende do comprometimento com um processo gradativo de envolvimento da empresa em suas operações internacionais. Mas, para isso, se faz patente observar a estrutura de capital dessas organizações, sendo este o próximo item a ser discutido.

2.2 CUSTO DE CAPITAL E RISCO

Em linhas gerais, o custo de capital é a taxa de retorno que uma empresa deve obter sobre seus projetos de investimento para manter seu valor de mercado. Dentro deste contexto, Sharfman e Fernando (2007) afirmam que o mesmo significa um importante determinante de sua valorização por duas razões. Em primeiro lugar, o custo do capital é a taxa de retorno esperada e exigida pelos investidores de uma empresa. Desta maneira, quanto maior a taxa de retorno exigida por um investidor, mais caro é para uma empresa se financiar. Em segundo, o custo de capital é a taxa que investidores usam para descontar os fluxos de caixa futuros de uma empresa. Quanto maior o custo de capital, menor o valor presente dos fluxos de caixa da empresa no futuro.

Para Carmona (2009), a estrutura de capital indica como o capital total da empresa está distribuído. Isto é, quanto foi oriundo de financiamento (capital de terceiro) e quanto é representado pelo patrimônio (capital próprio). De modo geral, as empresas são financiadas através de dívida ou de capital próprio. Dívida pode ocorrer a partir de fontes de capital privado (por exemplo, bancos) ou de fontes públicas (os mercados de dívida). Nesse caso, o custo da dívida é a aplicável taxa de juros. O custo de capital próprio é o retorno dos investidores em ações da empresa como refletido no preço das ações a pagar, e são relativos aos fluxos de caixa futuros esperados (SHARFMAN e FERNANDO, 2007).

Contudo, normalmente, a empresa pode financiar-se com as duas dívidas: a de capital de terceiro e a de capital próprio. O custo de capital global da empresa é dado pela média ponderada do custo de dívida e capital social, que passou a ser conhecido como o custo médio ponderado de capital (WACC). Ainda para Carmona (2009), o custo médio ponderado de capital (WACC/CMPC) procura refletir o custo médio futuro de todas as fontes de capital em longo prazo. Os resultados são maximizados quando a organização estabelece estratégias e objetivos visando a alcançar o equilíbrio ideal, e para explorar os seus recursos com eficácia e eficiência na busca dos objetivos da organização. A administração do risco tem por diretiva que risco é uma opção, não é destino; portanto, devem ser assumidos, minimizados ou evitados (SCHALTEGGER et al. 2012). Em síntese, gerenciar riscos significa gerenciar possibilidades de perdas.

Uma medida do risco para os investimentos em ações ou qualquer instrumento financeiro é a volatilidade (FERNÁNDEZ, 2000). A maioria das pesquisas que traduzem o impacto das atividades sociais e meio ambiente em termos financeiros e econômicos foi baseada em uma ideia de que o investimento em gestão estratégica ambiental resulta na eficiência dos recursos (BANSAL e ROTH, 2000).

A partir de um exaustivo estudo sobre as pesquisas realizadas sobre o tema, os autores coletam as evidências que os investidores e analistas utilizam para verificar as melhorias pontuais dos fatores de risco ambientais, quando da tomada de decisões de investimento e recomendações. Por outro lado, consideraram que, para melhorar a rígida exposição à gestão do risco ambiental, podem reduzir seu custo de capital de três formas (SHARFMAN e FERNANDO, 2007). Primeiro, com a redução dos custos da empresa através da minimização do custo da dívida. Segundo, com a possibilidade de aumentar a capacidade

de a empresa assumir uma dívida, aumentando, assim, o valor investido. No terceiro e último ponto, ao se reduzir o próprio custo de capital da empresa. Diante disso, o próximo ponto a ser discutido trata da criação de valor para o acionista.

2.3 CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS

É chamada de aumento de valor para o acionista a diferença entre sua riqueza no final de um ano e a que teve no ano anterior. Com um aumento da capitalização, não ocorre um aumento de valor para os acionistas: quando os acionistas de uma empresa subscrevem ações novas da sociedade e pagam por elas; quando há conversão de obrigações conversíveis; e quando a empresa emite novas ações para financiar a compra de outras empresas. Há uma diminuição da capitalização, mas nenhum decréscimo de valor para os acionistas quando a empresa paga a todos os sócios (dividendos, reduções nominais, dentre outros); e quando a empresa compra ações no mercado (de amortização) (FERNÁNDEZ, 2000).

Os números alcançados pela aplicação de Práticas Contábeis Geralmente Aceitas (GAAP) são totalmente inadequados quando se trata de dar aos investidores um bom senso de perspectiva da empresa (BYRNES e HENRY, 2001). Enquanto isso, os contadores consideram apenas o capital próprio como uma fonte livre, o que significa que as empresas, muitas vezes, relatam lucros contábeis quando eles são, de fato, valor com prejuízo para o acionista (STEWART, 2003). A verdadeira chave para criar o valor dos acionistas acontece a partir do momento em que uma empresa visa a ganhar retornos econômicos para seus proprietários, a fim de garantir sua sobrevivência econômica. No longo prazo, é a melhoria no valor econômico adicionado (EVA) e não os lucros contábeis que impulsionam a criação de riqueza de uma organização. Deste modo, são os investidores que escolhem onde aplicar seu dinheiro (BYRNES e HENRY, 2001; STEWART, 2003).

Em contrapartida, alguns autores destacam que a alegação de que o EVA representa a criação de valor da empresa em cada período é um grande erro, uma vez que esse parâmetro pode ter alguma utilidade para propor objetivos aos gestores e unidades de negócio, mas não é coerente dar a ele o sentido da criação de valor em cada período. Para vários autores, o EVA não é uma boa medida de criação de valor para os acionistas

(GRIFFITH, 2004; RICEMAN et al. 2002; FERNÁNDEZ, 2000; BIDDLE et al, 1999). Os problemas com o EVA começam quando se quer dar a este parâmetro um significado que ele não tem, uma vez que nenhuma medida baseada em dados contábeis está relacionada a expectativas e, conseqüentemente, com a criação de valor. O valor depende sempre de expectativas, e a criação de valor, de melhorias nas expectativas; neste sentido, criar valor para o acionista compreende um conjunto de fatores que precisam ser considerados e avaliados simultaneamente, e esta análise vai além do que representa o EVA, devendo envolver melhorias nas expectativas e projeções já contempladas (BIDDLE et al, 1999).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto de identificar a relação entre as 10 empresas mais internacionalizadas no ano de 2010 com a criação de valor destas empresas, a pesquisa foi caracterizada como sendo descritiva. Quanto à sua abordagem, a mesma foi de caráter quantitativo, tendo como procedimento de pesquisa o formato documental. Andrade (2006, p. 124) descreve que, em uma pesquisa descritiva, “[...] os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles. Isto significa que os fenômenos do mundo físico e humano são estudados, mas não manipulados pelo pesquisador”. Para Gil (2007), a técnica padronizada de coleta de dados é uma das características mais expressivas da pesquisa descritiva.

No que concerne o método de abordagem, esta pesquisa foi quantitativa para a abordagem do problema de identificar a relação entre as 10 empresas mais internacionalizadas no ano de 2010 com a criação de valor dessas empresas. Para Martins e Theóphilo (2007, p. 103), uma pesquisa classifica-se como quantitativa quando pode “[...] organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”. Em termos de amostra, inicialmente, a população da pesquisa foi constituída por todas as companhias listadas na BM&FBovespa.

Quanto à amostra, a mesma é considerada intencional não probabilística, compreendendo as 26 empresas de capital aberto mais internacionalizadas no ano de 2010. A técnica de análise dos dados refere-se a uma regressão simples.

Para a análise foram utilizados os dados coletados na revista *Valor Multinacionais Brasileiras*, sendo usado o *software* SPSS para a realização da regressão múltipla. Quando o objeto de pesquisa apresentar uma única variável dependente e uma ou mais variáveis independentes, o método de análise apropriado é a regressão múltipla (HAIR et al, 2005). Neste estudo existe o item de internacionalização como variável dependente e Receitas, Valor do Ativo, Número de Empregados, taxa de crescimento e Receita Bruta em relação ao Patrimônio Líquido como variáveis independentes. A variável dependente que é a internacionalização foi obtida a partir do ranking das empresas mais internacionalizadas no ano de 2010 da revista *Valor Econômico* (Multinacionais), as variáveis independentes foram coletadas no banco de dados Economática.

As características da variável *índice de internacionalização* e das *variáveis independentes* serão utilizadas no modelo:

$$\text{Intern}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Emp}_{it} + \beta_2 \cdot \text{At}_{it} + \beta_3 \text{ Rec}_{it} + \beta_4 \text{Div}_{it} + \beta_5 \text{Cr}_{it} + \beta_6 \text{Cv}_{it} + \beta_7 \text{Dv}_{it} + \mu$$

Onde:

Inter_{it} = índice de internacionalização da empresa i no tempo t.

Emp_{it} = nº de empregados da empresa i no tempo t.

At_{it} = ativo total da empresa i no tempo t.

Rec_{it} = receita total da empresa i no tempo t.

Div_{it} = Dívida total da empresa i no tempo t.

Cr_{it} = crescimento das receitas da empresa i no tempo t

Cv_{it} = criação de valor da empresa i no tempo t

Dv_{it} = destruição de valor da empresa i no tempo t

4 RESULTADOS

No intuito de identificar qual a relação existente entre o nível de internacionalização das 26 empresas brasileiras mais internacionalizadas no ano de 2010 e a criação de valor

destas empresas, apresentam-se, neste tópico, os resultados. Na Tabela 01 apresentam-se as 26 empresas mais internacionalizadas em 2010, as quais compõem a amostra e o índice de internacionalização, e que são de capital aberto.

Tabela 01 – Empresas selecionadas

Empresas	Frequência	Porcentagem Acumulativa
ALL	1	3,8
Ambev	1	7,7
Bematech	1	11,5
BR Food	1	15,4
Coteminas	1	19,2
Fibria	1	23,1
Gol	1	26,9
Grupo Gerdau	1	30,8
Itautec	1	34,6
JBS	1	38,5
Klabin	1	42,3
Lupatech	1	46,2
Magnesita	1	50,0
Marcopolo	1	53,8
Marfrig	1	57,7
Marisol	1	61,5
Metafrio	1	65,4
Minerva	1	69,2
Natura	1	73,1
Petrobras	1	76,9
Portobelo	1	80,8
Suzano	1	84,6
Tam	1	88,5
TOTVS	1	92,3
Vale	1	96,2
Weg	1	100,0
Total	26	

Fonte: Dados da Pesquisa.

Ainda é oportuno ressaltar que, na maioria das pesquisas já realizadas, a internacionalização é um processo dinâmico e evolutivo, onde as empresas aumentam sua participação comercial com outros países (BEAMISH, 1990; CHIAVEGATTI et al; 2012; HESSELS e PARKER, 2012). Além disso, para Kraus (2006), o processo de internacionalização de empresas intensificou-se após a Segunda Guerra Mundial (1939-1945), com a liberação do comércio internacional, ações integradas entre países, entre outros fatores que elevaram os níveis de competição, fazendo com que muitas empresas ampliassem seus negócios em nível internacional. A empresa internacionalizada pode ser classificada como aquela que possui e controla ativos em mais de um país (MEINERZ, 1999; MDIC, 2009), o que também não pode ser considerado como diferente, ao se ter como base as 26 empresas selecionadas neste estudo.

Na sequência (Tabela 02), a estatística descritiva demonstra que o índice de internacionalização apresenta uma média de 20,6, com um desvio padrão 17,45. Já a média para a criação de valor para o acionista é de 62%. Enquanto isso, no caso inverso, ou seja, para a destruição de valor para o acionista, esta era de 35%. Em outras palavras, o retorno do investimento é inferior ao retorno esperado para a maximização da riqueza. Segundo Fernández (2000), o aumento da capitalização das ações não é aumento de valor para o acionista. Valor criado não é necessariamente valor apropriado; enquanto o custo de oportunidade e disposição a pagar definem o valor criado, preço e custo definem o valor apropriado. A parte apropriada pela empresa e materializada em lucro é a manifestação mais direta da criação de valor. Porém, para além desses limites, há outras implicações da criação de valor (LEPAK et al, 2007).

Tabela 02 – Estatística descritiva

Item	Média	Desvio padrão	N
Internacionalização	20,600	17,4515	26
Empregados	18,954	19,2737	26
Ativo	16,642	18,8608	26
Receita	25,323	24,4941	26
Dívida bruta PL	1,1535	1,89154	26
Crescimento Receita	11,227	10,8404	26
Criação	0,62	0,496	26

Destruição	0,35	0,485	26
------------	------	-------	----

Fonte: Dados da Pesquisa.

Para que haja criação de valor para os acionistas em um determinado período, é preciso que o retorno ao acionista seja superior ao exigido pelas ações. O retorno ao acionista é o aumento do valor para ele em um ano, dividido pela capitalização no início do ano (FERNÁNDEZ, 2000). Este entendimento, posteriormente aprofundado por outros autores, destaca como sendo uma vantagem competitiva, e que esta dependerá do contexto de inserção da empresa e das suas relações na cadeia vertical (ADEGBESAN, 2009; ADNER e ZEMSKY, 2006). Em função das interações com fornecedores e clientes, a empresa pode criar mais valor e expandir as fronteiras da disposição a pagar e o custo de oportunidade. Aspectos dinâmicos e sociais influenciam a forma de reconhecimento do valor criado por parte dos atores envolvidos (BLYLER e COFF, 2003).

Conforme a Tabela 03, o índice de internacionalização apresenta correlação negativa com o índice de dívida bruta e com o patrimônio líquido, confirmando o pressuposto de que as empresas internacionalizadas com pouco tempo em outros mercados podem apresentar necessidade de capital para sua continuidade. Isto reflete a premente acuracidade que as organizações devem possuir ao decidir se instalarem em locais alheios a sua origem.

Neste sentido, uma decisão de ampliação traduz a consequente necessidade de contrair valores para que a empresa não encerre suas atividades, porque muitas variáveis devem ser consideradas. Estas, por sua parte, vão desde as obrigações e direitos (Ativo, Receita, Dívida Bruta) até a prestação de contas aos acionistas (Criação e Destruição de Valor), conforme pode ser visto a seguir.

Tabela 03 – Análise de regressão simples correlação

Item		Internacionalização	Empregados	Ativo	Receita	Divbr PL	CrescRec	Criação	Destruição
Correlação de Pearson	Internacionalização	1,000							
	Empregados	,831	1,000						
	Ativo	,795	,528	1,000					
	Receita	,890	,618	,549	1,000				
	Dívida bruta PL	-,122	-,279	-,077	-,021	1,000			
	Cresc. Receita	,072	,090	,088	,027	,269	1,000		
	Criação	-,158	-,121	-,056	-,158	,283	,483	1,000	
	Destruição	,202	,106	,102	,224	-,316	-,523	-,920	1,000

Fonte: Dados da Pesquisa.

Na sequência, de acordo com a Tabela 04, o modelo final consegue expor que 99% das variações ocorreram com o índice de internacionalização. A estatística Durbin-Watson é próxima de 2 (2,24), o que representa que a medida está dentro dos valores críticos segundo o nível de confiança, e atende ao pressuposto do estudo. Em outras palavras, a internacionalização das empresas consiste em um fator preponderante para a verificação dos resultados causados por essa decisão. Ademais, o processo de internacionalização das empresas começa com a própria tomada de decisão (BONACCORSI, 1992) ao iniciar suas atividades em outro país. Isto pode acontecer via controle total de ativos pela empresa entrante ou, ainda, por meio de operações de *joint ventures* com empresas sediadas no país onde pretende ingressar (CORRÊA e LIMA, 2007).

Tabela 04 – Modelo estatístico (Resumo do modelo^b)

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	0,999 ^a	0,997	0,996	1,0592	2,244
a. Preditores: (Constante), Destruição, Ativo, Div br Patr, Cresc Rec, Receita, Empregados, Criação					
b. Variável dependente: Internacionalização.					

Fonte: Dados da Pesquisa.

De acordo com Jorion (1997, p. 4), o gerenciamento de risco pode ser entendido como sendo “o processo pelo qual várias exposições são identificadas, mensuradas e controladas”. O foco da gestão de riscos não está na eliminação total da exposição, mas na sua identificação, avaliação e controle, visando à minimização do risco identificado. Para Assaf Neto (2010), o risco é um custo que deve ser quantificado; ele ainda ressalta que, em finanças, o risco pode ser entendido como uma medida de incerteza associada aos retornos esperados de uma decisão de investimento. Geralmente afirma-se que, para obter mais rentabilidade, é preciso assumir mais riscos. Diante disso, na Tabela 05 apresenta-se a análise ANOVA, que permite identificar se o modelo é ou não significativo.

Tabela 05: Análise das variâncias ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	Df	Quadrado Médio	F	Sig.	
1	Regressão	7593,707	7	1084,815	967,011	0,000 ^b
	Resíduos	20,193	18	1,122		
	Total	7613,900	25			
a. Variável dependente: internacionalização						
b. Preditores: (Constante), Destruição, Ativo, DivbrPatr, cresRec, Empregados, Criação						

Fonte: Dados da Pesquisa.

De acordo com Corrar et al (2007), a soma total dos quadrados (7613,900) é o resíduo quadrado que ocorreria, se fosse utilizada apenas a média da variável dependente, que é o índice de internacionalização para a predição. Já ao se utilizar as variáveis independentes, esse resíduo cai para 20,913. O teste F – ANOVA, com significância (000) é menor que 0,05. Deste modo, rejeita-se a hipótese de que o R quadrado é igual a zero. Em outras palavras, a variável exerce influência sobre a variável dependente, e o modelo é significativo. Concluída a etapa de análise, pondera-se, entretanto, que na necessidade de verificar os impactos causados pela internacionalização, devem ser elementos considerados como relevantes acerca do desempenho da organização e, em especial, no que diz respeito à criação ou destruição de valor das ações para o acionista.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo verificar a influência das empresas internacionalizadas na criação de valor para o acionista, em face de uma situação-problema identificada no contexto das modificações do ambiente de negócios ocorrido nas últimas décadas. A partir da identificação das empresas internacionalizadas, foi verificado se há influência dos índices de internacionalização na criação de valor para o acionista.

Percebe-se que a variável independente exerce influência sobre a variável dependente e o modelo é significativo. Isto indica que, quanto mais as empresas aumentam seu índice de internacionalização, mais este resultado contribui para maior criação de valor para o acionista, indicando que os investidores acreditam que as empresas, ao entrar em outros mercados, têm maior probabilidade de aumentar sua lucratividade.

Em contrapartida, há também uma correlação negativa com a dívida bruta por patrimônio líquido, que vem sendo relatada em pesquisas e estudos anteriores, conforme mencionado anteriormente. Deve-se ressaltar que as empresas, ao abrirem suas oportunidades de negócios em outros países passam, então, a conviver em ambientes diferentes, tanto operacionais quanto culturais. Além destes, outros fatores também vêm

provocando essas modificações, tais como as alterações cambiais e a instabilidade econômica em distintos países.

Entretanto, acredita-se, também, que esses fatores podem ser influenciados pelo curto período de tempo que essas empresas ocupam em outros territórios, que não são aqueles de sua origem. Por fim, entende-se que a constatação, a partir dos modelos aqui expostos, pode contribuir para as decisões acerca da internacionalização das empresas de uma maneira não apenas analítica, mas, principalmente, estratégica.

REFERÊNCIAS

ADEGBESAN, J. A. On the origins of competitive advantage: strategic factor markets and heterogeneous resource complementarity. **Academy of Management Review**, v. 34, n. 3, p. 463-475, 2009.

ADNER, R; ZEMSKY, P. A demand-based perspective on sustainable competitive advantage. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 3, p. 215-239, 2006.

ALEM, A. C.; CAVALCANTI, C. E. O BNDES e o apoio à internacionalização das empresas brasileiras: algumas reflexões. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 43-76, 2005.

ANDERSEN, O. On the internationalization process of firms: a critical analysis. **Journal of international business studies**, p. 209-231, 1993.

ANDRADE, M. M. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ARRUDA, C.A.; GOULART, L.; BRASIL, H.V. Estratégias de Internacionalização: Competitividade e Incrementalismo. In: Fundação Dom Cabral. **Internacionalização de Empresas Brasileiras**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 5.ed. Atlas: São Paulo, 2010.

BANSAL, P. e ROTH, K., Why Companies Go Green: a model of ecological responsiveness. **Strategic Management Journal**, v. 43, p. 717 -738, 2000.

BEAMISH, P. W. The internationalisation process of smaller Ontario firms: A research Agenda, in RUGMAN, A.M. (ed.). **Research in global strategic management**. Greenwich: JAI Press, p. 77-92, 1990.

BIDDLE, G.C. et al. **Does EVA beat earnings?** Evidence on associations with stock returns and firm values (February 1998), available at SSRN. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2948orDOI:10.2139/ssrn.2948>>. Acesso em: 01 mar. 2013.

BLYLER, M; COFF, R. W. Dynamic capabilities, social capital, and rent appropriation: ties that split pies. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 7, p. 677-686, 2003.

BONACCORSI, A. On the relationship between firm size and export intensity. **Journal of International Business Studies**, Columbia, v. 23, n. 4, p. 605-635, Fourth Quarter, 1992.

BYRNES, N.; D. HENRY. 2001. Confused about earnings?. **Business Week Online**, 26 November, Disponível em: <http://www.businessweek.com/magazine/content/01_48/b3759001.htm>. Acesso em: 29 mar. 2013.

CARLSON, S. **International business research**. Uppsala: Acta Universitatis Upsaliensis, 1966.

CARLSON, S. Market information: Selling intensity and the dynamics of international economic integration. **De Economist**, v. 122, n. 6, p. 503-520, 1974.

CARMONA, C. U.de M., Org. **Finanças Corporativas e Mercados**. São Paulo: Atlas, 2009.

CHIAVEGATTI, D.; TUROLLA, F.A. Risco no Modelo de Internacionalização de Uppsala. **Revista Organizações em Contexto-online**, v. 7, n. 13, p. 129-156, 2011.

CHOY, W.K.W. Globalization and workforce diversity: HRM implications for multinational corporations in Singapore. **Singapore Management Review**, 2007.

COELHO, D. B.; ROCHA, C. P. Políticas Públicas de Apoio à Internacionalização e o Papel das Agências de Promoção das Exportações e Investimentos: o caso UK Trade & Investimento Brasil. **XV SEMEAD**, Seminários em Administração. ISSN 2177-3866, outubro de 2012. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/15semead/resultado/trabalhosPDF/1063.pdf>>. Acesso em: 29 mar. 2013.

COLUMBIA LAW SCHOOL. **New study ranks Brasil's multinational corporations**. Disponível em: <http://www.law.columbia.edu/media_inquiries/news_events/2007/December07/brazil_multinat'>. Acesso em: 21 set. 2010. New York, 2007.

CORRAR, L. J. et al. **Análise multivariada**: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. São Paulo: Atlas, 2007.

CORRÊA, D.; LIMA, G. T. O comportamento recente do investimento direto brasileiro no exterior em perspectiva. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 2, p. 249-268, 2008.

DAL-SOTO, F. O processo de internacionalização de empresas brasileiras do setor de componentes para couro, calçados e artefatos. In: **Workshop Internacionalização de empresas—Desafios e oportunidades para países emergentes**. 2006.

DIB, L. A.; CARNEIRO, J. Avaliação comparativa do escopo descritivo e explanatório dos principais modelos de internacionalização de empresas. **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, v. 30, 2006.

DUNNING, J. H.; LUNDAN, S. M. **Multinational enterprises and the global economy**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2008.

FARNDALE, E. BREWSTER, C. E. POUTSMA, E. Coordinated vs. Liberal market HRM: the impact of institutionalization on multinational firms. **The international journal of human resource management**, v.19, n.11. 2008.

FERNÁNDEZ, P. **Creación de valor para los accionistas**. Barcelona: Gestión 2000.

FLEURY, M.T.L.; FLEURY, A. Brasil e China: caminhos cruzados em seus processos de internacionalização. In: FERNÁNDEZ, P. **Internacionalização e os países emergentes**. São Paulo: Atlas, 2007.

FORSGREN, M. The concept of learning in the Uppsala internationalization process model: a critical review. **International business review**, v. 11, n. 3, p. 257-277, 2002.

GANKEMA, H. G. J *et al.* The internationalization process of small and medium-sized enterprises: an evaluation of stage theory. **Journal of Small Business Management**, v. 38, n. 4, p. 15-27, 2000.

GEMSER, G.; BRAND, M. J.; SORGE, A. Exploring the internationalization process of small businesses: a study of Dutch old and new economy firms. **MIR: Management International Review**, p. 127-150, 2004.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2007.

GRIFFITH, J. M. (2004), The True Value of EVA. **Journal of Applied Finance**, v. 14, Issue 2, Fall/Winter 2004.

HAIR, Jr. J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HESSELS, J.; PARKER, Si, C. Constraints, internationalization and growth: A cross-country analysis of European SMEs. **Journal of World Business**, 2012.

IEDI, Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. O Investimento Estrangeiro na Economia Brasileira e o Investimento de Empresas Brasileiras no Exterior. **IEDI-Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial**, fevereiro de 2003. Disponível em: <http://www.sindlab.org/download_up/inv_estrang.pdf>. Acesso em: 29 mar. 2013.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J. The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of international business studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

JORION, P. **Value at risk**. Nova York: Wiley, 1997.

KAMAKURA, W. A. et al. A dynamic perspective to the internationalization of small-medium enterprises. **Journal of the Academy of Marketing Science**, v. 40, n. 2, p. 236-251, 2012.

KRAUS, P. G. O processo de internacionalização das empresas: o caso brasileiro. **Revista de Negócios**. Blumenau: FURB, v. 11, n. 2, 2006.

LACERDA, A. C. de. Internacionalização das empresas brasileiras. **Revista Terra Maganize Latino América**, 2006.

LAGHZAOU, S. **Internationalization of SME: A reading in terms of resources and competencies**. GREFI, University of Paul Cézanne, Aix Marseille III, France. 2006. Disponível em: <<http://www.cirmap-fea.org/fichiers/iibc-slaghzaoui.pdf>>. Acesso em: 27 mar. 2013.

LEONIDOU, L. C.; KATSIKEAS, C. S. The export development process: an integrative review of empirical models. **Journal of international business studies**, p. 517-551, 1996.

LEPAK, D. P et al. Value creation and value capture: a multilevel perspective. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 1, p. 180-194, 2007.

LI, L. et al. Internationalization process of small and medium-sized enterprises: toward a hybrid model of experiential learning and planning. **Management International Review**, p. 93-116, 2004.

MADSEN, T.K.; SERVAIS, P. The internationalization of born globals: an evolutionary process? **International Business Review**, v. 6, n. 6, p. 561-583, 1997.

MAIA, G. M. da; LIMA, G. M. Internationalization strategies of Brazilian companies in the textile industry. 2011. Dissertation in International Marketing. School of Business and Engineering. **Halmstad University**. 48f. 2011.

MARTINS, G. M.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MDIC, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. **Termo de Referência: Internacionalização de Empresas Brasileiras**. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1260377495.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2013.

MEINERZ, P. R. **Risco e Retorno na Internacionalização**: o caso das empresas brasileiras no Mercosul. 1999. 189f. Dissertação de mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PARKER, B. In: CLEGG, S.R et al. **Handbook de Estudos Organizacionais**. v. 1. São Paulo: Atlas, 2004.

RAMAMURTI, R. Why study emerging-market multinational? In: RAMAMURTI, R; ROBERTSON, R. **Global modernities**. Londres. Sage, 1995.

RICEMAN, S. S.; CAHAN S. F.; LAL, M. Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes?. **European Accounting Review**, v.11, n. 3. 2002.

ROCHA, A. da. (Org.). **A internacionalização das empresas brasileiras: estudos de gestão internacional**. Rio de Janeiro: Mauad, 2002.

ROCHER, G. **La mundial is ation: unphé no mène pluriel**. Unesociété-monde, p. 17-32, 2001.

RUAS, R.L. Gestão por competências: uma contribuição à perspectiva estratégica da gestão de pessoas. **XXII ENANPAD**: Atibaia, 2003.

SCHALTEGGER, S. et al. Business Cases for Sustainability: the role of business model innovation for corporate sustainability, **International Journal of Innovation and Sustainability Development**, 6(2), 2012.

SHAFMAN, M. P.; FERNANDO, C. S., Environmental Risk Management and the Cost of Capital, **Strategic Management Journal**, 2008, v. 29, p. 568 -592.

STEWART, G. B. How to fix accounting measure and report economic profit, **Journal of Applied Corporate Finance**, n. 15, v. 3, p. 63–82.

TAKANO, Y. **Estudo do processo de internacionalização de uma empresa multinacional brasileira do ramo de integração de sistemas de tecnologia da informação e comunicação**. Dissertação de mestrado – Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

XAVIER, A. N.; TUROLLA, F. A. A internacionalização da empresa brasileira: a literatura e alguns fatos estilizados. **Anais do IV Ciclo de Debates EITT**, do Grupo de Estudos em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia do Programa de Estudos Pós-graduados em Economia Política da PUC- SP. São Paulo, v. 24, 2012.