



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 15, n. 4, p. 87-108, out./dez., 2019

doi:10.4270/ruc.2019429  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

### QUALITY OF THE BOARD OF DIRECTORS IN THE INTERNATIONALIZATION OF BRAZILIAN COMPANIES ABSTRACT

### CALIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN EN LA INTERNACIONALIZACIÓN DE COMPAÑÍAS BRASILEÑAS

Recebido em: 15/02/2017  
Avaliado em: 11/09/2018  
Reformulado em: 19/09/2018  
Aceito para publicação em: 29/11/2018  
Publicado em: xx/xx/2019  
Editor Responsável: Moacir M. Rodrigues Junior

Edson Luiz Ihlenfeldt<sup>1</sup>

Romualdo Douglas Colauto<sup>2</sup>

Claudio Marcelo Edwards Barros<sup>3</sup>

#### RESUMO

A internacionalização proporciona oportunidades e impõe desafios, se constituindo em estratégia à sobrevivência no mercado interno e à expansão para o exterior. Nesse sentido, o estudo identificou a influência da Qualidade do Conselho de Administração na internacionalização de companhias brasileiras com ações negociadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no período de 2012-2016. Para tanto, elaborou-se uma métrica para mapear o Índice de Qualidade do Conselho de Administração e utilizou a metodologia da UNCTAD/ONU para medir a internacionalização das empresas. A amostra do estudo utilizou 85 empresas, distribuídas em 5 unidades de corte transversal, totalizando 425 observações em painel balanceado. Os dados foram coletados na plataforma Bloomberg® e Formulários de Referência. Utilizando-se inferência estatística em modelo de regressão MQO, os achados permitiram confirmar a hipótese de que quanto maior o índice de Qualidade do Conselho de Administração maior a internacionalização das empresas. As variáveis de controle número de países e tamanho, explicam a internacionalização, ratificando a relação esperada com base no referencial teórico. Por outro lado, as variáveis tempo, segmentos diferenciados de listagem na Bolsa de Valores e alavancagem não se mostraram estatisticamente significantes para explicar a internacionalização. Na medida em que sinaliza que a Qualidade do Conselho de Administração atrai novos aportes de recursos internos e externos, expandindo as fronteiras, o estudo também destaca a amplitude e a relevância das discussões dessa temática.

**Palavras-chave:** Internacionalização; Conselho de Administração; Teoria da Agência.

<sup>1</sup> Mestre em Contabilidade e Finanças pela Universidade Federal do Paraná (UFPR); E-mail: [Ihlenfeldt66@gmail.com](mailto:Ihlenfeldt66@gmail.com)  
<sup>2</sup> Pós-Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP; Professor da Universidade Federal do Paraná (UFPR); E-mail: [rdcolauto@ufpr.br](mailto:rdcolauto@ufpr.br)  
<sup>3</sup> Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR); Professor da Universidade Federal do Paraná (UFPR); E-mail: [claudiomedwards@hotmail.com](mailto:claudiomedwards@hotmail.com)

**ABSTRACT**

Internationalization provides opportunities and challenges, constituting a strategy for survival in the internal market and expansion abroad. In this sense, the study identified the influence of the Quality of the Board of Directors in the internationalization of Brazilian companies with shares traded in B3 (Brazil, Bolsa, Balcão) in the period 2012-2016. For this purpose, a metric was developed to map the Quality Index of the Board of Directors and used UNCTAD / UN methodology to measure the internationalization of companies. The study sample used 85 companies, distributed in 5 cross-sectional units, totaling 425 observations in a balanced panel. Data were collected on the Bloomberg® platform and Reference Forms. Using statistical inference in the OLS regression model, the findings allowed us to confirm the hypothesis that the higher the Quality Index of the Board of Directors, the greater the internationalization of companies. The control variables, number of countries and size, explain the internationalization, ratifying the expected relationship based on the theoretical reference. On the other hand, time variables, differentiated listing segments on the Stock Exchange and leverage were not statistically significant to explain internationalization. Insofar as it indicates that the quality of the Board of Directors attracts new contributions from internal and external resources, expanding the borders, the study also highlights the breadth and relevance of the discussions on this subject.

**Keywords:** Internationalization; Board of Directors; Theory of the Agency.

**RESUMEN**

La internacionalización proporciona oportunidades e impone desafíos, constituyéndose en estrategia a la supervivencia en el mercado interno y a la expansión hacia el exterior. En ese sentido, el estudio identificó la influencia de la Calidad del Consejo de Administración en la internacionalización de compañías brasileñas con acciones negociadas en la B3 (Brasil, Bolsa, Balcón) en el período 2012-2016. Para ello, se elaboró una métrica para mapear el Índice de Calidad del Consejo de Administración y se utilizó la metodología de la UNCTAD/ONU para medir la internacionalización de las empresas. La muestra del estudio utilizó 85 empresas, distribuidas en 5 unidades de corte transversal, totalizando 425 observaciones en panel balanceado. Los datos fueron recolectados en la plataforma Bloomberg® y los formularios de referencia. Se utilizó inferencia estadística en modelo de regresión MQO, los hallazgos permitieron confirmar la hipótesis de que cuanto mayor es el índice de Calidad del Consejo de Administración mayor es la internacionalización de las empresas. Las variables de control, número de países y tamaño, explican la internacionalización, ratificando la relación esperada con base en el referencial teórico. Por otro lado, las variables tiempo, segmentos diferenciados de listado en la Bolsa de valores y apalancamiento no se mostraron estadísticamente significantes para explicar la internacionalización. En la medida en que se señala que la Calidad del Consejo de Administración atrae nuevos aportes de recursos internos y externos, expandiendo las fronteras, el estudio también destaca la amplitud y la relevancia de las discusiones de esa temática.

**Palabras-clave:** Internacionalización; Consejo Administrativo; Teoría de la Agencia.

**1 INTRODUÇÃO**

A Internacionalização de empresas brasileiras se intensificou a partir de 1990, acompanhada pela abertura de mercados e a substituição das importações em setores de informática e telecomunicações por serem protegidos por legislação específica que garantia reserva de mercado (Amatucci & Avrichir, 2008). Por outro lado, as empresas brasileiras, enfrentaram barreiras políticas, legais, culturais, sociais, de qualidade da produção para exportação de seus produtos e serviços (Alem & Cavalcanti, 2005).

Dois abordagens principais tratam do processo de internacionalização das empresas: (i) a Abordagem Comportamental, que estuda fatores motivacionais que impulsionam a firma às

atividades em outro país, representada pela escola de Uppsala (Johanson & Vahlne, 1990) e (ii) a Abordagem Econômica que defende que a internacionalização está atrelada a uma série de fatores relacionados a maturidade da firma, ao conhecimento adquirido ao longo do tempo, a capacidade financeira, a competitividade e a disposição para empreender de forma inovadora e correr riscos, argumentos defendidos pelo pensamento eclético (Dunning, 2000).

Os Conselhos de Administração atuam como intermediadores entre os fornecedores de capital e os gestores, na busca por assegurar a proteção legal dos investimentos, o monitoramento dos contratos e o alinhamento dos interesses, visando minimizar conflitos de agência. Hermalin e Weisbach (2003) argumentam que os Conselhos de Administração representam uma solução de mercado que ameniza os problemas de agência das organizações, decorrentes da complexidade e do caráter defeituoso e incompleto dos contratos.

Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007) confirmaram os efeitos da qualidade do Conselho de Administração, a partir de características dos conselheiros, sobre as medidas de desempenho financeiro em empresas do Canadá. Ao investir na empresa, os acionistas aspiram maximizar suas riquezas e delegar a tomada de decisões à administração. Portanto, a qualidade do conselho pode ser crucial para monitorar os gestores, alinhar interesses e atrair investimentos. Para Bird, Buchanan e Rogers (2004) o desempenho da empresa pode estar atrelado a qualidade da atuação do Conselho de Administração e mensurado pela busca constante de seus membros em melhorar a própria eficácia por meio de hábitos que potencializam a participação do Conselho de Administração e sinalizam que os conselheiros não devem desenvolver miopia de curto prazo se restringindo a apaziguar os ânimos dos investidores, mas sim focar na maximização do valor da empresa no longo prazo.

No Brasil empresas cada vez mais escolhem seus conselheiros a partir de motivações relacionadas a experiência profissional internacional e interação com mercados globais na área de atuação da empresa, pavimentando o caminho da internacionalização dos negócios. A Internacionalização da empresa e o Conselho de Administração estão profundamente interligados, sendo que quanto maior a internacionalização do negócio, maior a participação do Conselho de Administração e maiores as exigências por competências dos conselheiros no entendimento do mercado (Sanders & Carpenter, 1998). De acordo com Lippert e Rahman (1999) o Conselho de Administração desempenha um papel estratégico na internacionalização, desenvolvendo políticas com ênfase competitiva nos mercados globalizados e foco nos investimentos. Com a internacionalização as empresas são pressionadas a reformular estratégias de gestão.

Oxelheim e Randoy (2003) revelaram que empresas norueguesas e suecas que possuem conselheiros estrangeiros de países anglo-americanos apresentam maiores valores de mercado e elevados mecanismos de governança. Investidores estão dispostos a pagar mais por essas empresas. Singh e Nejadmalayeri (2004) citam que conselheiros estrangeiros melhoram a governança, principalmente em países com menor proteção legal, a presença de conselheiros estrangeiros tende a elevar o valor de mercado da firma. A experiência profissional e a formação do conselheiro definem políticas estratégicas de internacionalização e os códigos de governança nas organizações (Enache, Parbonetti, & Srivastava, 2015).

No contexto de expansão da estrutura de capital das empresas é possível que a credibilidade, responsabilidade e comprometimento dos agentes envolvidos em adoção de boas práticas de gestão, derivadas da experiência acadêmica e profissional dos membros dos Conselhos de Administração, potencializem as ações estratégicas das corporações, e que estas sejam refletidas em medidas de desempenho financeiro relacionadas à internacionalização. Assim, a questão de pesquisa que norteia esse estudo é: *qual a influência da Qualidade do Conselho de Administração na internacionalização de companhias brasileiras de capital aberto?* Conseqüentemente, o objetivo do estudo é analisar a influência da Qualidade do Conselho de Administração na internacionalização de companhias brasileiras com ações negociadas na B<sup>3</sup> (Brasil, Bolsa, Balcão) no período de 2012-2016.

Deutsch (2005) ressaltou que a responsabilidade do Conselho de Administração no desempenho da empresa é uma importante linha a ser investigada. No entanto, Rivas, Hamori e Mayo

(2009) argumentam que apesar da crescente importância do Conselho de Administração sobre os principais resultados organizacionais, aliado a crescente expansão internacional experimentado pelas empresas, são escassos os estudos que relacionam o Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas. Nesse contexto, são mais incipientes ainda os estudos que discutem a qualidade da composição e a atuação dos Conselhos de Administração das empresas. Assim, uma das contribuições do estudo está em demonstrar a relação entre Qualidade do Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas no Brasil. O estudo ajuda a preencher uma lacuna provocada pela escassez de estudos no país, principalmente por inovar metodologicamente ao propor uma métrica para capturar a Qualidade do Conselho de Administração.

As empresas internacionalizadas são consideradas fontes principais de financiamento privado à pesquisa e desenvolvimento e dominam a cena tecnológica (BNDES, 2005). Para Alem e Cavalcanti (2005) o contato com mercados estrangeiros, leva a troca de informações e o aprendizado adquirido pelos exportadores, para atingir os padrões de qualidade e os desafios da competição, tendem a avançar para as economias domésticas. Do ponto de vista da contribuição social o estudo demonstra a importância da qualidade do Conselho de Administração na internacionalização, incorporando elementos relevantes que alicercem o julgamento de investidores que atuam no mercado, aproximando os agentes econômicos, motivando as empresas a se lançarem a mercados externos, promovendo o desenvolvimento.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Medidas para Avaliação da Internacionalização e Caracterização e Competências do Conselho de Administração**

A internacionalização da economia mundial começou antes da Primeira Guerra Mundial, em um contexto no qual investidores da Europa, em busca de maiores taxas de retorno, aplicaram uma parcela de suas economias para financiar empresas estrangeiras em outras partes do mundo (Wafu, 1998). A concorrência interna em um mercado local repercute em outros mercados e dessa forma as empresas estão mais expostas à concorrência, em um cenário de economia internacionalizada, que renova as ameaças e as oportunidades.

Os aspectos motivacionais da internacionalização e as ameaças e oportunidades envolvem uma série de decisões alicerçadas em critérios objetivos e na avaliação de estratégias de entrada no mercado estrangeiro (Andersen, 1997). A internacionalização diz respeito às relações que resultam de trocas econômicas e políticas, que ajudam na cooperação com vistas a aplicação das áreas de atuação das empresas. Dunning (2000) afirma que a internacionalização das economias se alcança a partir da internacionalização das empresas. As empresas para se internacionalizarem, devem globalizar suas estratégias de atuação em mercados estrangeiros e, isto decorre do quanto os atores empresariais estão motivados para prosperar no negócio, de como coordenam as atividades e das orientações profissionais que recebem de órgãos de gestão.

Para se pôr em prática a internacionalização de corporações são necessários esforços específicos. Dunning (2000) identificou várias peculiaridades no processo de internacionalização, sendo uma delas que as empresas devem possuir certos atributos em relação aos competidores para justificar o investimento no exterior, incluindo aqueles relacionados aos itens intangíveis e a mão-de-obra especializada que possibilitarão às empresas usufruírem vantagens oferecidas pelos investidores internacionais, entre elas o maior acesso a recursos naturais; maior qualificação e remuneração da mão-de-obra; melhor infraestrutura, nível de desenvolvimento tecnológico mais adequado; políticas de governo diversificadas e a expansão da abrangência geográfica do mercado.

Em linha com ideia de que a internacionalização tem determinantes, Dalla Costa e Souza Santos (2011) defendem que a necessidade da empresa se internacionalizar está relacionada aos próprios motivos que levam a empresa ao mercado internacional, quais sejam: (i) assegurar o

fornecimento de insumos para fabricação de produtos; (ii) buscar novos mercados para crescimento da empresa devido a saturação do mercado doméstico; e (iii) integrar à cadeia produtiva globalizada. Assim, as atividades desenvolvidas em busca da internacionalização compreendem iniciar exportações ocasionais para melhor entender o potencial mercado consumidor externo e compreender como agem os consumidores; analisar como funcionam os aspectos relacionados a legislação tributária; identificar as dificuldades burocráticas; verificar se há disponibilidade de intermediário funcionarem como facilitadores na conquista de novos mercados; atender as características específicas de produtos exclusivos para fidelizar do consumidor estrangeiro.

No campo das Ciências Sociais Aplicadas, os estudos sobre internacionalização têm ocupado diversos espectros e, especificamente na área de Ciências Contábeis, as pesquisas têm utilizado a internacionalização como *proxy* para identificar o seu desempenho econômico e de mercado. Nesse sentido, estudos recentes utilizaram diferentes medidas de internacionalização para identificar suas associações com a estrutura organizacional (Hassel *et al.*, 2003; Honório, 2009), com a divulgação de informações ambientais (Masullo & Lemme, 2009), com o perfil exportador (Santos, Vasconcelos & De Luca, 2013; Platchek & Floriani, 2013; Platchek, Floriani & Borini, 2012), com as práticas de governança corporativa (Souza, Murcia & Marcon, 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca, 2013; Santos, Vasconcelos & De Luca, 2015), e com a autonomia estratégica, tática e operacional (Fundação Dom Cabral, 2016).

Diante do propósito de aprofundar investigações sobre os componentes do grau de internacionalização de corporações, Hassel, Hopner, Kurdelbusch, Rehder e Zugehor (2003) estudaram nas 100 maiores empresas alemãs o índice de internacionalização em duas dimensões. A primeira foi a Produção Real, medida: (i) pela proporção de funcionários estrangeiros; (ii) pela proporção das vendas no exterior e; (iii) pela presença em mercados tidos como chave. A segunda considerada foi o Mercado de Capitais medida pela: (i) proporção acionária dos investidores estrangeiros; (ii) a efetiva contabilização em conformidade com normas internacionais e; (iii) pela negociação de ações em bolsas estrangeiras. Os resultados sugeriram que os três indicadores de cada uma das duas dimensões da internacionalização são fortemente correlacionados, já para as duas dimensões da internacionalização existe uma ligação fraca.

Masullo e Lemme (2009) estudaram a relação entre o índice de internacionalização das empresas brasileiras de capital aberto e o nível de divulgação de informações ambientais voltadas para iniciativas de desenvolvimento sustentável. O índice de internacionalização foi medido a partir de cinco atributos: origem do capital votante; volume de exportação de produtos e serviços, investimentos diretos em outros países; ações negociadas em bolsas internacionais; e financiamentos internacionais.

O estudo de Honório (2009) identificou quais determinantes organizacionais e estratégicos influenciam no índice de internacionalização de empresas brasileiras no que se refere ao volume e a forma de distribuição das operações. Propuseram uma métrica para medir o índice de internacionalização que contempla o tamanho da firma, a experiência internacional da organização, o número de parceiros internacionais, o volume de vendas internacionais, as regiões geográficas de realização de negócios internacionais e as estratégias de entrada adotadas para alcançar o mercado internacional. Os resultados evidenciaram que o tamanho da firma influencia fundamentalmente no processo estratégico internacional das empresas pesquisadas, e que a experiência internacional na constituição de parcerias estratégicas são fatores que interferem positivamente no índice de internacionalização.

Na direção de estudos sobre *Disclosure* e qualidade de Governança Corporativa, Souza, Murcia e Marcon (2011) investigaram a associação entre as práticas de governança corporativa e o índice de internacionalização das 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil. O índice de internacionalização foi medido pela emissão de ADRs e os resultados mostraram que o nível baixo de governança está associado à negociação de ações apenas no mercado de capitais brasileiro, e que níveis altos de governança estão relacionadas com a comercialização de títulos em bolsas de valores

nos Estados Unidos. Em temática semelhante Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) analisaram a influência dos segmentos de governança corporativa na internacionalização. Utilizaram como medida de internacionalização o percentual do Capital Social em posse dos investidores estrangeiros. Constataram que o nível de governança corporativa representa um importante sinalizador do índice de internacionalização do capital social das empresas na medida em que confirmou a eficiência da administração.

A partir da ideia de que estas investigações observam empresas com exposição internacional, tornou-se oportuno examinar a coerência entre essa exposição e o desempenho corporativo em termos de exportação. Sob esse argumento, Platchek, Floriani e Borini (2012) investigaram a relação entre o índice de internacionalização e o desempenho exportador. O índice de internacionalização foi capturado pelo percentual de vendas de exportação sobre o total de vendas, número de países onde a empresa atua, tempo de experiência no mercado internacional e o número de funcionários estrangeiros. Os resultados não confirmaram a influência do índice de internacionalização no desempenho das empresas.

Com o intuito de examinar a exposição internacional de companhias brasileiras em consonância com iniciativas de inovação, Santos, Vasconcelos e De Luca (2013) estudaram a influência do perfil inovador da empresa no nível de internacionalização. O estudo partiu da premissa que os investimentos em inovação gerariam vantagens competitivas e proporcionam condições mais adequadas à internacionalização. Para mapear o índice de internacionalização nos Formulários de Referência utilizaram (i) a quantidade de unidades instaladas no exterior; (ii) a receita externa; (iii) as ações no exterior; (iv) a participação estrangeira no capital social. Os achados apontaram que o nível de inovação tecnológica foi inversamente proporcional ao índice de internacionalização, mas algumas empresas, apesar de serem menos internacionalizadas, apresentaram destinações de volumes de investimentos em inovações tecnológicas mais substanciais.

Platchek e Floriani (2013) verificaram o índice de internacionalização de empresas têxteis do Estado de Santa Catarina. Para medir a internacionalização utilizaram como indicadores o volume de vendas para o exterior, o tempo de experiência internacional dos diretores executivos; a idade da empresa (ano de fundação); o número total de funcionários da empresa; número de países com os quais a empresa mantém negócios (principais mercados); e a quantidade de anos nos quais a empresa atuou no mercado internacional. Os resultados apontaram que as empresas estavam diminuindo seu envolvimento com o mercado internacional em comparação com as décadas anteriores, em função de que, principalmente na última década, o ambiente dos negócios globalizados ofereceu mais ameaças do que oportunidades.

Santos, Vasconcelos e De Luca (2015) estudaram a relação entre a internacionalização e a governança corporativa das maiores companhias de capital aberto do Brasil. Utilizaram como medidas de internacionalização (i) a participação de acionistas estrangeiros; (ii) a proporção de receitas provenientes do exterior; (iii) a quantidade de países onde a empresa desenvolve suas operações; e (iv) emissão de *ADRs*. Os resultados apontaram que as empresas utilizaram como estratégia para a internacionalização, na ordem de importância: o capital social, a emissão de *ADRs*, as exportações e a instalação em outros países. E ainda, que empresas internacionalizadas e não internacionalizadas apresentaram níveis diferenciados de governança.

A Fundação Dom Cabral estuda o movimento das empresas brasileiras rumo a internacionalização e elabora desde 2006 um *ranking* que mensura a competitividade das empresas brasileiras e como elas absorvem os desafios do mercado internacional. O estudo de 2016 buscou identificar o equilíbrio entre a eficiência global e a adaptação local, a partir da análise do grau de autonomia e descentralização entre matriz e subsidiárias, com foco em mercados potenciais e a forma de entrada, quais produtos e serviços, a contratação e preparo de executivos e o financiamento da internacionalização, participaram 64 empresas de capital brasileiro que desenvolvem atividades no exterior, que responderam 39 questões sobre o processo decisório, sendo: 10 estratégicas; 20 táticas e 9 operacionais.

As pesquisas da Fundação Dom Cabral utilizam a metodologia *UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development* da ONU – Organização das Nações Unidas, que classifica desde 1990 as empresas que se expandem por meio de investimentos diretos no exterior. As diversas dimensões do índice permitem comparações entre empresas de setores distintos e de países de origem diversos, variando de 0 a 1, sendo uma média de três razões: (i) ativos externos divididos pelos ativos totais da firma; (ii) vendas externas divididas pelas vendas totais da firma; e (iii) razão entre empregos externos e totais (*UNCTAD*, 2015).

Verifica-se que vários estudos utilizaram como medida para determinar o índice de internacionalização o Volume de Vendas no Exterior em relação as Vendas Totais da empresa. Johansson e Vahlne (1990) sinalizaram que nenhuma empresa inicia a implantação de um parque industrial, para produção em um país estrangeiro, sem antes realizar várias exportações para esse país, e estabelecer uma rede relacionamentos através de uma cadeia de atividades regulares por meio de agentes representantes da organização ou de subsidiárias de vendas no país de destino.

As medidas de internacionalização podem ser agrupadas segundo Sullivan (1994) em três grandes atributos. Primeiro, as que estão relacionadas com o desempenho financeiro da firma no exterior. Segundo, em relação à estrutura da organização materializado com recursos aplicados no exterior. Terceiro, em função dos aspectos relacionados as atitudes dos diretores, a orientação da alta administração, dos funcionários e dos parceiros estratégicos, além de elementos culturais que orientam a gestão e que identificam as peculiaridades de cada economia de acordo com a localização geográfica do negócio e das zonas psíquicas mundiais.

Os motivos que direcionam as empresas para o caminho da internacionalização estão relacionados, de um lado às exigências e pressões do mercado interno, no ambiente de localização da empresa, visando controlar as ameaças que colocam em risco a sobrevivência do negócio, e de outro às vantagens competitivas de longo prazo, como a abertura de novos mercados consumidores, atração de potenciais investidores para viabilizar o desenvolvimento das atividades da organização. Tais motivos buscam a inserção das empresas para além das fronteiras do país, potencializando a marca e a imagem da organização na economia globalizada e a busca de troca de conhecimentos entre os países emergentes e as economias desenvolvidas.

## 2.2 Hipóteses

Bird, Buchanan e Rogers (2004) expressam que os resultados financeiros da empresa podem estar relacionados a qualidade da atuação do Conselho de Administração. Zahra e Pearce (1990) argumentam que a qualidade da atuação dos conselhos pode ser mensurada a partir de atributos relacionados (1) a estrutura da organização, a divisão do trabalho e a formação de comitês de assessoramento; (2) a composição que trata do tamanho do conselho, tipos de conselheiros e representação dos acionistas minoritários; (3) as características que informam sobre a experiência, formação acadêmica, independência e o desempenho dos conselheiros; (4) aos processos de tomada de decisões e a formalidade dos procedimentos de monitoramento das relações entre conselheiros e executivos.

Para Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007) há efeitos positivos em medidas de desempenho financeiro nas empresas decorrentes da qualidade do Conselho de Administração. Barroso, Villegas e Calero (2011) defendem que as características do Conselho de Administração, representada pela experiência dos conselheiros é decisiva para elevar o índice de internacionalização da organização; e Lien *et al.* (2005) comprovaram que a forma de controle exercida pelos conselheiros apresenta relação positiva com o volume de investimentos em outros países.

Oxelheim e Randoy (2003) argumentam que empresas norueguesas e suecas que possuem conselheiros estrangeiros de países anglo-americanos possuem maiores valores de mercado e apresentam elevados mecanismos de governança, investidores estão dispostos a pagar mais por essas empresas e que para atingir esse nível de excelência são nomeados conselheiros americanos e ingleses. A experiência profissional e a formação dos conselheiros definem políticas estratégicas de

internacionalização e os códigos de governança nas organizações (Enache, Parbonetti, & Srivastava, 2015).

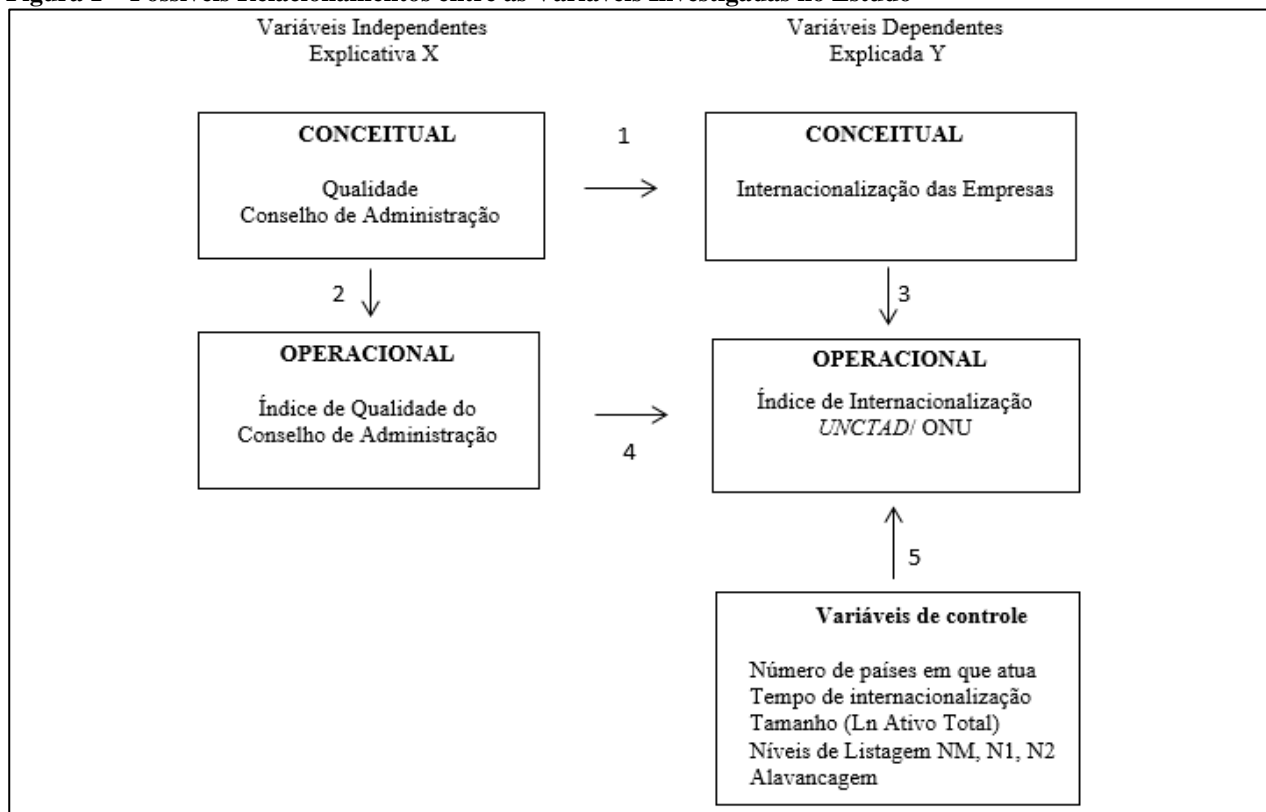
Entende-se que o Conselho de Administração apresenta atribuições que propiciam maior credibilidade e responsabilidade à gestão corporativa, maior comprometimento dos agentes envolvidos em adoção de boas práticas de gestão e que o Conselho de Administração se constitui no pilar estrutural da governança corporativa interferindo nas ações estratégicas das corporações. Isto sugere que empresas que possuem Conselhos de Administração constituídos, observando-se determinadas estruturas, composições, características e processos teriam maior potencial para influenciar no índice de internacionalização das empresas. Em face do exposto, tem-se a hipótese de pesquisa de que:

**Hipótese de pesquisa:** *Quanto maior o índice de Qualidade do Conselho de Administração maior a internacionalização da empresa.*

### 3 METODOLOGIA

O estudo investiga empiricamente as relações entre a Qualidade do Conselho de Administração e as medidas do índice de internacionalização sob o ponto de vista da Teoria de Separação da Propriedade e Controle. O estudo, *ex-post facto*, está delimitado às empresas que possuem alguma política de internacionalização relacionada à destinação de parte de seus ativos em investimentos no exterior, receitas operacionais derivadas de transações com o mercado externo ou parte de capital humano exercendo atividades em subsidiárias situadas no exterior. Na Figura 1 são apresentadas as variáveis que compõem o estudo, além do modelo conceitual e operacional para o teste da hipótese da pesquisa.

**Figura 1 – Possíveis Relacionamentos entre as Variáveis Investigadas no Estudo**



Fonte: Adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002)



A literatura aponta diversos atributos que fundamentam a atuação e o papel do Conselho de Administração e dos Conselheiros que podem impactar na continuidade das empresas. Zahra e Pearce (1990) definem como atributos que afetam a performance do Conselho de Administração: (i) estrutura; (ii) composição; (iii) características e (iv) processos. O índice proposto para mapear a qualidade do Conselho de Administração privilegiará todos os atributos sugeridos por Zahra e Pearce (1990) e indicações feitas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015).

As métricas representam um conjunto de informações agrupadas, a partir de indicadores previamente definidos que proporcionam medir o desempenho de determinado objeto. Segundo Zeller e Carmines e (1988) medir é o processo de vincular conceitos abstratos a indicadores empíricos, a partir da definição de um plano para mapear, classificar e quantificar os dados disponíveis em relação aos resultados que a pesquisa pretende atingir. Para Babbie (2005) a métrica é um resultado básico mensurável na forma de itens, as categorias ou dimensões da métrica são representações, na forma de um agrupamento, de itens que foram selecionados para medir o que se pretende determinar. A relação entre as categorias e os itens refere-se a que medir, como medir e onde medir.

Espera-se que o índice de internacionalização de uma empresa seja influenciado positivamente pela qualidade do Conselho de Administração, dessa forma, as quatro categorias que compõem a métrica estão fundamentalmente inspiradas nas recomendações do Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC em sua edição de 2015 que, procuram agrupar, por natureza de interesse, os assuntos que são abordados, servindo com uma forma de direcionar a busca pelos objetivos da pesquisa. Os itens que compreendem a métrica proposta, distribuídos em suas respectivas categorias são apresentados na Figura 2.

Para codificação do Índice de Qualidade do Conselho de Administração foram atribuídos 2 (dois) pontos se a afirmativa proposta na métrica for “SIM”; 1 (um) ponto se a afirmativa for “NÃO”; e 0 (zero) quando a empresa NÃO DECLARAR as informações propostas para cada um dos itens do índice. Em função desses critérios para codificação, as empresas receberão uma pontuação individual absoluta que pode variar entre 0 e 80 pontos (40 itens da métrica vezes a pontuação máxima dois pontos). Para o cálculo do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) será dividida a pontuação absoluta de cada empresa, pela pontuação absoluta máxima da métrica e resultará o em um índice que varia em uma escala de 0 a 1. A fonte utilizada para coletar os dados por empresa foi o Formulário de Referência especificamente no item 12 que versa sobre Assembleia e Administração.

Em função do Índice de Qualidade do Conselho de Administração ser composto basicamente a partir de recomendações do IBGC, não se utilizou mecanismo para validação externa, uma vez que este procedimento é recomendável quando há subjetividade na coleta e análise de dados. Para verificar a confiabilidade interna do Índice de Qualidade do Conselho de Administração (IQCA) foi realizado o teste de Alfa de *Cronbach*, *ex-post facto* a coleta de dados. Conforme Cooper e Schindler (2003) a consistência interna de um instrumento mensurado pelo Alfa de *Cronbach* varia entre 0 e 1 representando a média de todos os coeficientes de correlação entre o *score* de cada item da medida e o *score* total dos demais itens. Quando o índice for maior que 0,7 pode-se dizer que há confiabilidade interna nas medidas. Em alguns cenários de investigação, como nas ciências sociais, um alfa de 0,6 é considerado aceitável. Abaixo desse valor, a confiabilidade do instrumento não é admitida.

O estudo utiliza o índice de internacionalização elaborado pela *UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development* que, desde 1964, é um órgão permanente da Organização das Nações Unidas responsável por promover a integração entre os países em desenvolvimento. Este órgão da ONU tem como principal objetivo maximizar as oportunidades de comércio, investimento e progresso dos países em desenvolvimento, contribuindo no enfrentamento dos desafios decorrentes da globalização e promovendo a integração da economia mundial em condições de igualdade.

QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

**Figura 2 – Métrica para o Índice de Qualidade do Conselho de Administração**

Item	Descrições	IBGC Fonte código
<b>ESTRUTURADO O CONSELHO</b>		
1	CEO e presidente do Conselho são pessoas diferentes	item 2.10
2	CEO não participa do Conselho de Administração	item 2.10
3	Conselheiros independentes representam 50% ou mais do Conselho de	item 2.16
4	O Controlador Acionário elege o Presidente do Conselho de Administração	item 5.2
5	Renovação dos mandatos dos Conselheiros ocorre a cada 2 anos	item 2.7
6	Eleição de todos os membros do Conselho de Administração ocorre na mesma	item 2.7
7	Conselheiros independentes não possuem vínculo empregatício algum com a	item 2.16
8	O Conselho Fiscal está instalado em caráter permanente	item 2.34
9	Comitê de Gestão de Riscos Corporativos está estruturado e em funcionamento	item 2.3.1
10	Comitê de Divulgação de Fatos Relevantes está estruturado e em funcionamento	item 3.3
11	Estão bem definidas as atribuições dos Conselheiros Independentes	item 2.16
12	Comitê de <i>Compliance</i> está estruturado e em funcionamento	item 3.3
<b>COMPOSIÇÃO DO CONSELHO</b>		
13	Conselho de Administração possui entre 5 e 11 membros	item 2.14
14	Comitê de Remuneração é composto por Conselheiros Independentes	item 2.24
15	Comitê de Auditoria é composto por Conselheiros Independentes	item 2.28
16	Existem membros estrangeiros no Conselho de Administração	item 2.4
17	Não existem conselheiros internos empregados da empresa	item 2.15
18	Não há a figura de Conselheiros Suplentes	item 2.13
19	Presidente do Conselho de Administração não possui sobrecarga (máximo 2	item 2.8.1
20	Membros do Conselho de Administração não possuem sobrecarga (máximo 5	item 2.8.1
<b>CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO</b>		
21	A maior parte dos conselheiros possuem especialização Lato Sensu	item 2.5
22	A maior parte dos conselheiros possuem especialização Stricto Sensu	item 2.5
23	Pelo menos um conselheiro possui experiência profissional em finanças e	item 2.4
24	Há um especialista no setor do negócio que pertence ao Conselho	item 2.4
25	Há Conselheiros com comprovado conhecimento e experiência no mercado	item 2.4
26	Conselheiros já foram CEO's de outras empresas	item 2.10
27	O Comitê de Auditoria possui pelo menos um membro da área contábil	item 2.30
28	Há programa de treinamento de membros do Conselho de Administração	item 2.2
<b>PROCESSO DO CONSELHO</b>		
29	O Conselho de Administração segue Código de conduta segundo os valores da	item 6.3
30	Existem mecanismos interno/externo de avaliação dos conselheiros	item 2.18
31	Existem canais de atendimento aos minoritários para inclusão de propostas na	item 2.32
32	Há mecanismos para identificação de conflitos de interesse entre os conselheiros	item 6.2
33	Há mecanismos para avaliação de projetos com impactos socioambientais	item 2.3.2
34	Há alinhamento interno dos pronunciamentos públicos para divulgação aos	item 2.3.3
35	Há avaliação dos conselheiros com base no envolvimento ou participação nas	item 2.18
36	Existe Ouvidoria ou Canais de Denúncia	item 2.32
37	As reuniões do Conselho de Administração são presenciais	item 2.38
38	As Assembleias Gerais Ordinárias são transmitidas por teleconferências	item 1.4.2
39	O Conselho de Administração avalia o CEO	item 3.8
40	Conselheiros são avaliados anualmente por especialistas externos independentes	item 2.18

Fonte: elaborado pelos autores com base no IBGC (2015).

**Figura 3 – Índice de Internacionalização UNCTAD**

$$\frac{\text{Ativos no exterior}}{\text{Ativos totais}} + \frac{\text{Receitas no exterior}}{\text{Receitas totais}} + \frac{\text{Funcionários no exterior}}{\text{Funcionários totais}}$$

3

Fonte: UNCTAD / Organização das Nações Unidas 1990

A metodologia UNCTAD é empregada desde 1990 para verificar o grau de expansão de investimentos das empresas no exterior. O índice de internacionalização resulta da média simples de

indicadores observados em três dimensões: (i) investimentos diretos, observado a partir da análise dos ativos da empresa no exterior; (ii) mercado consumidor, capturado a partir do volume de receitas no exterior; (iii) capital humano, resultante da proporção de funcionários no exterior, conforme apresentado na Figura 3.

O índice *UNCTAD* emprega dimensões que permitem comparações entre empresas de setores distintos e de países de diversas origens, variando de 0 a 1. Valores mais próximo de 1 (um) representam melhores índices de internacionalização, decorrente da média simples de: (i) ativos externos divididos pelos ativos totais da firma; (ii) vendas externas divididas pelas vendas totais da firma; e (iii) empregos externos divididos pelos empregos totais na firma.

O índice é adequado para realizar comparações entre empresas de setores diferentes, tendo em vista que cada setor possui peculiaridades em relação à conquista do mercado e a permanência no exterior. Neste caso, empresas de serviço tendem a ter mais funcionários no exterior do que indústrias que podem alcançar maiores volumes de receita com quantidade menor de funcionários. Assim, a utilização de três indicadores, promove o equilíbrio das diversificadas formas de internacionalização e valoriza as atuações globais de empresas de todos os setores, o que viabiliza uma análise multissetorial (Fundação Dom Cabral, 2016).

As variáveis de controle são utilizadas para avaliar de forma mais eficiente, as relações entre as variáveis independentes e dependentes, aumentando a potência explicativa da regressão linear. Tratam-se de variáveis para amenizar, anular ou neutralizar qualquer efeito colateral que possa vir a, aumentar a estimativa de erro e distorcer os resultados obtidos. Na Figura 4 apresentam-se as variáveis regressoras do modelo estatístico.

**Figura 4 – Resumo das Variáveis da Pesquisa**

Variável	Código	Classificação	Definição Operacional	Mensuração	Relação Esperada
Índice Internacionalização	INTER	Dependente	Grau de relacionamento da empresa no exterior	Índice <i>UNCTAD</i>	
Qualidade Conselho Administração	IQCA	Independente	Melhores práticas do Conselho Administração	Métrica IQCA	+
Países onde atua	PAIS	Controle	Países onde a empresa realiza seus negócios	Número de países	+
Tempo Internacionalização	TEMP	Controle	Experiência da empresa atuando no exterior	Tempo em Número de meses	+
Tamanho	TAM	Controle	Porte da empresa	Ln Ativo Total	+
Níveis Governança	GOV	Controle	Classificação da B <sup>3</sup> (Brasil, Bolsa, Balcão)	Níveis NM, N1, N2	+
Alavancagem	ALAV	Controle	Captação de recursos em relação aos investimentos	Razão entre Capital Terceiros e Ativo Total	+

Fonte: Elaborado pelos autores

A internacionalização pode ser compreendida como um conjunto de relações formadas por atores, com maior ou menor inserção internacional que depende do número de ligações que a empresa desenvolve com outros países (Johanson & Vahlne, 1990). Dessa forma, o processo de internacionalização está relacionado, não apenas com as capacidades da empresa no mercado interno, mas também da sua posição no mundo globalizado, ou seja, do seu envolvimento com parceiros que atuam em mercados em países diversos. Ietto-Gillies (2013) estudou o processo de internacionalização sob o ponto de vista da análise da dispersão geográfica das atividades da empresa. A variável número de países onde a empresa atua é importante pois possibilitou determinar o nível

de concentração das atividades da empresa em países específicos, em função dos esforços direcionados àquela região. As empresas escolhem exportar para países dos quais já detém algum conhecimento e que apresentam menor distância psíquica em relação ao país de origem (Sullivan, 1994).

Conforme Thomas (2006) o fator tempo possibilita entender o impacto na internacionalização no desempenho econômico e financeiro, em função das empresas ganharem experiência e conhecimento e como consequência, fomentar o aumento da rede de relacionamentos externos no mercado internacional. Cazurra (2012) argumenta que as empresas que fazem parte das economias em desenvolvimento estão operando a menos tempo no mercado internacional, esse fato ocorre em função de que os países em desenvolvimento se lançaram no processo de internacionalização mais tarde, quando comparados aos países já considerados desenvolvidos. Uma firma que desenvolveu a experiência internacional durante anos, está alicerçada em repertórios amplos, potencializando a estruturação de relacionamentos mais profundos e de longo prazo, que viabilizam o comprometimento de recursos mais pesados, na forma de investimentos, com a finalidade de posicionar a empresa internacionalizada no mercado global (Johanson & Mattsson, 1988).

Calof (1994) estudou empresas canadenses de diversos tamanhos, constatando que as empresas maiores possuem uma tendência mais elevada a se internacionalizarem, em função do volume de transações que realizam no mercado interno e com outros países, além da experiência que adquirem ao longo do tempo. Empresas maiores detém os recursos necessários para conquistar espaços mais abrangentes nas atividades internacionais, que podem levar a obtenção de desempenho satisfatório no mercado estrangeiro (Bloodgood, Sapienza & Almeida, 1996). Características da empresa como tamanho, determinam o sucesso de pequenas e grandes empresas que possuem diferentes índices de internacionalização, o que determina que o porte da empresa é importante variável de controle (Cavusgil & Kirpalani, 1993).

La Porta, Silanesb, Shleifera e Vishnyc, (2000) enfatizam que países onde está evidenciada a maior qualidade da governança corporativa, atraem mais investimentos em razão da proteção legal que oferecem, fomentando o desenvolvimento do mercado financeiro. Há também evidências de que países que apresentam uma boa estrutura de governança, facilitam a entrada de investimentos estrangeiros e que as empresas sediadas nesses países são mais propensas a se internacionalizarem por meio de investimentos em mercados internacionais (Globerman & Shapiro, 2002).

A alavancagem constitui uma razão, onde o numerador é formado pela soma do exigível de curto e longo prazos ou o total do capital de terceiros, e apresenta em seu denominador o valor contábil do ativo total. A alavancagem é comumente utilizada como variável explicativa em estudos de governança corporativa. Estudos realizados por Black, Jang e Kim (2006), sugerem que organizações com alta alavancagem podem ser pressionadas pelos acionistas e sócios investidores a conquistar níveis de excelência em Governança. Kahle e Stulz (2013) destacam os comportamentos diversos nas políticas de financiamento para empresas que captam recursos no sistema bancário, empresas alavancadas e não alavancadas em um momento onde a economia vive um período de crise financeira.

A população é composta por todas as empresas listadas na B<sup>3</sup> (Brasil, Bolsa, Balcão) que apresentarem algum índice de internacionalização. A coleta de dados ocorreu por meio do banco de dados da Bloomberg para os dados financeiros e dos Formulários de Referências disponibilizados na Comissão de Valores Mobiliários. Analisou-se todas as 442 empresas ativas em 2016 e encontrou-se 105 empresas que apresentavam algum índice de internacionalização no período de 2012 a 2016, na sequência descartou-se 20 empresas que não apresentavam os dados para todos os anos do período pesquisado, fechando a amostra final do estudo em 85 empresas, que constituíram painel balanceado com 425 observações.

Para atender aos objetivos do estudo, a influência da qualidade do Conselho de Administração sobre as medidas de Internacionalização, será analisada com o uso da regressão linear múltipla, com a utilização de dados em painel balanceado, modelo MQO – Mínimos Quadrados Ordinários, sendo

que serão testados os modelos econométricos gerados com a utilização da ferramenta estatística Gretl®, considerando-se como variável dependente a Internacionalização, como variável independente o índice de qualidade do Conselho de Administração e como variáveis regressoras de controle: o número de países em que a empresa atua, o tempo de internacionalização, o tamanho da empresa e os níveis de governança corporativa. Nesse estudo será utilizada a seguinte Regressão Linear Múltipla:

$$INTER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IQCA_{i,t} + \beta_2 PAIS_{i,t} + \beta_3 TEMP_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 GOV_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que,

**INTER**<sub>i,t</sub> = índice de Internacionalização Metodologia *UNCTAD* para empresa *i* no período *t*;

**IQCA**<sub>i,t</sub> = índice de Qualidade do Conselho de Administração capturada através da métrica;

**PAIS**<sub>i,t</sub> = Número de países em que a empresa *i* atua no período *t*;

**TEMP**<sub>i,t</sub> = Tempo de internacionalização da empresa *i* no período *t*;

**TAM**<sub>i,t</sub> = Tamanho da empresa *i* no período *t*;

**GOV**<sub>i,t</sub> = Segmentos diferenciados B<sup>3</sup> (Brasil, Bolsa, Balcão) Níveis Governança (NM, N1 e N2) empresa *i* no período *t*;

**ALAV**<sub>i,t</sub> = Alavancagem da empresa *i* no período *t*;

**β**<sub>0</sub> = constante, intercepto do modelo; período = *t*; empresa = *i*;

**β**<sub>1</sub>, **β**<sub>2</sub>, **β**<sub>3</sub>, **β**<sub>4</sub>, **β**<sub>5</sub>, **β**<sub>6</sub> = Coeficientes estimados da regressão; **ε**<sub>i,t</sub> = Estimativa de erros aleatórios da regressão.

Tendo em conta a articulação teórica que expôs a hipótese de pesquisa de que quanto maior o índice de Qualidade do Conselho de Administração, maior a internacionalização da empresa, tem-se o que o valor esperado para o coeficiente  $\beta_1$  é positivo. Assim, pode-se declarar as hipóteses nula e alternativa para o coeficiente como:

$$H_0: \beta_1 \leq 0$$

$$H_1: \beta_1 > 0$$

Logo, a rejeição da hipótese nula ao nível de 5%, ensejará na confirmação da hipótese de pesquisa articulada na seção 3. A seguir são apresentadas as etapas de exclusão de empresas para depuração da amostra final do estudo.

**Tabela 1 - Processo de seleção da amostra**

<b>Critério</b>	<b>Empresas</b>
Empresas com registro na B3 entre 2012 e 2016	615
(-) Empresas sem registro ativo entre 2012 e 2016	-173
População considerada	442
(-) Empresas que não possuem qualquer nível de internacionalização no período	-337
Empresas que possuem internacionalização no período (pelo menos um ano)	105
Empresas que não eram internacionalizadas no período 2012 até 2016	-20
<b>Amostra Final</b>	<b>85</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela a seguir é descrita a frequência absoluta e frequência relativa de companhias por setor econômico que compuseram amostra final do estudo.

**Tabela 2 – Empresas por setor econômico**

<b>Setores</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>	<b>%</b>
Bens Industriais	23	27.06%
Consumo Cíclico	17	20.00%
Financeiro	6	7.06%
Materiais Básicos	15	17.65%
Consumo não Cíclico	11	12.94%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	4.71%
Outros Setores	9	10.59%
<b>Total</b>	<b>85</b>	<b>100.00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

No presente estudo, o Alfa de *Cronbach*, medida de validação interna, calculado para a métrica de Qualidade do Conselho de Administração foi da ordem de (0,9036) para o ano de 2012; (0,8596) em 2013; (0,7066) para o ano de 2014; (0,8850) em 2015; e alcançou (0,8966) em 2016. Estes valores indicam que há uma boa consistência interna do instrumento e não houve indicativo de que a exclusão de algum item específico do IQCA pudesse alterar significativamente a confiabilidade do índice. O Alfa de *Cronbach* médio para os dados coletados foi da ordem de 0,8503 para o período compreendido entre os anos de 2012 e 2016.

**Tabela 3 - Alfa de Cronbach por categoria da métrica para IQCA**

Categoria / ano	2012	2013	2014	2015	2016	2012 – 2016
Estrutura	0,7194	0,6373	0,3905	0,6541	0,6672	0,6137
Composição	0,6292	0,5291	0,3028	0,5471	0,5345	0,5085
Característica	0,7054	0,6381	0,2771	0,6581	0,6600	0,5877
Processo	0,7231	0,6702	0,5996	0,7224	0,7441	0,6919
Total	0,9036	0,8596	0,7066	0,8850	0,8966	0,8503

Fonte: Dados da pesquisa

As categorias da métrica para IQCA apresentaram no período 2012-2016 os valores de alfa de Cronbach médio conforme segue: Categoria Estrutura 0,6137; Composição 0,5085; característica 0,5877; Processo 0,6919. O alfa de Cronbach total é da ordem de 0,8503.

**Tabela 4 - Estatística Descritiva do Índice de Qualidade do Conselho de Administração**

Medidas Estatísticas	2012	2013	2014	2015	2016	2012 - 2016
Média	0,6676	0,6843	0,7166	0,7241	0,7526	0,7091
Desvio padrão	0,1210	0,0968	0,0619	0,1005	0,1034	0,0787
Coefficiente de Variação	0,1813	0,1415	0,0864	0,1387	0,1374	0,1109
Mínimo	0,0000	0,0000	0,5375	0,0000	0,0000	0,0000
Primeiro Quartil	0,6500	0,6625	0,6875	0,7000	0,7250	0,6800
Mediana	0,6875	0,6875	0,7250	0,7375	0,7750	0,7225
Terceiro Quartil	0,7250	0,7375	0,7625	0,7625	0,8000	0,7500
Máximo	0,8250	0,8250	0,8250	0,8375	0,8625	0,8625

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente de variação do IQCA apresentou média de 0,1109, seu valor mais alto 0,1813 em 2012 e seu menor valor em 2014 na casa de 0,0864 que definem quanto o desvio padrão atinge a média. O desvio padrão foi de 0,0619 em 2014 e para todos os anos analisados essa tendência de proximidade da série estatística com a média se manteve. A média do IQCA se apresentou em 0,7091 para o período, sendo que os valores transitam entre 0,6676 em 2012 e 0,7526 em 2016.

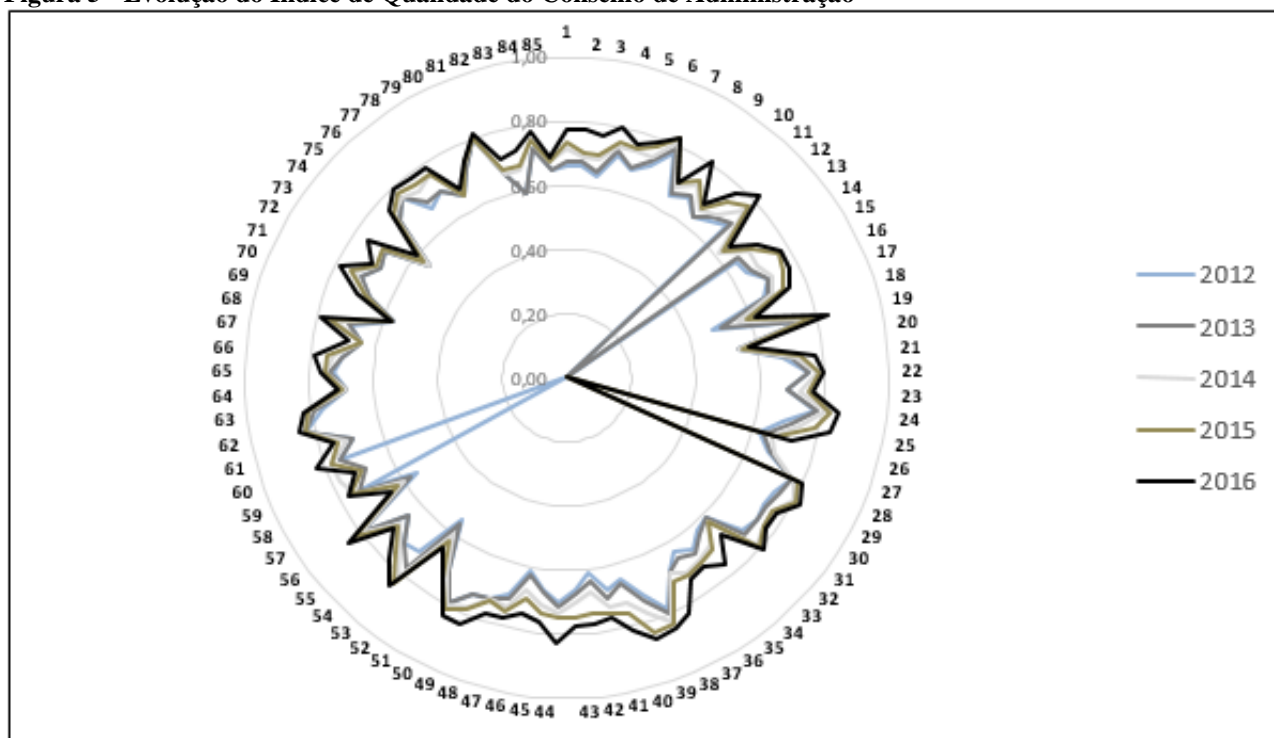
**Tabela 5 - Estatística Descritiva Índice Qualidade Conselho Administração por Setor Econômico**

Medidas Estatísticas	Bens Industriais	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Financeiro	Materiais Básicos	Petróleo e Gás	Outros
Média	0,7183	0,6799	0,7323	0,7608	0,7117	0,7613	0,6503
Desvio padrão	0,0676	0,0656	0,0785	0,0559	0,1280	0,0705	0,1848
Coef. Variação	0,0941	0,0965	0,1072	0,0734	0,1799	0,0926	0,2842
Mínimo	0,5500	0,4750	0,5375	0,6750	0,0000	0,6125	0,0000
Primeiro Quartil	0,6750	0,6500	0,7000	0,7156	0,6875	0,7000	0,6500
Mediana	0,7250	0,6875	0,7375	0,7750	0,7375	0,7750	0,6875
Terceiro Quartil	0,7625	0,7250	0,7875	0,8094	0,7750	0,8250	0,7375
Máximo	0,8500	0,8250	0,8625	0,8500	0,8250	0,8500	0,8000
Empresas	23	17	11	6	15	4	9
Observações	115	85	55	30	75	20	45

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que o setor de Petróleo e Gás apresenta a maior média 0,7613 de IQCA, cuja representatividade tem pelo menos duas explicações. A primeira é a elevada exposição mundial do setor o que é coerente com mais elevada qualificação, sobretudo técnica, de integrantes de Conselhos de Administração dessas companhias. A segunda é que, embora a quantidade de empresas neste setor não seja expressiva, é nele setor que está a Petrobrás, que é uma das 3 maiores exportadoras brasileiras. O setor de Consumo não Cíclico apresenta o valor máximo 0,8625 e o setor de consumo cíclico o valor mínimo 0,4750 para IQCA. Na Figura 5 apresenta-se graficamente a evolução do Índice de Qualidade do Conselho de Administração, que varia de 0 (zero) até 1 (um), sendo que valores mais próximos de 1 (um) representam melhor qualidade do Conselho de Administração para as 85 empresas que participam do estudo.

**Figura 5 - Evolução do Índice de Qualidade do Conselho de Administração**



Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que índice IQCA aumentou ao longo do tempo para as empresas da amostra, no início da série em 2012 os valores dos índices são inferiores e com o passar do tempo, vão sofrendo representativo aumento, na medida em que as curvas que definem a tendência vão se distanciando em relação ao centro, evidenciando o aumento da qualidade do Conselho de Administração ao longo do tempo de acordo com as recomendações do IBGC. No ano de 2016 verificam-se os valores mais elevados da série, tendo em vista que as empresas tendem a buscar melhorias contínuas em seus padrões administrativos para atender as crescentes demandas do mercado por responsabilidade social, ambiental e transparência nas relações da empresa com o mercado.

Nesse período o índice IQCA mínimo oscilou entre 0,4750 e 0,6750 em 2012. A média do índice apresentou valores que variaram de 0,6503 até 0,7613 no período de cinco anos, os valores máximos, por sua vez, se apresentaram entre 0,8000 e 0,8625 em 2016, evidenciado a crescente preocupação das organizações em atender as melhores práticas de governança corporativa. Os melhores índices IQCA foram alcançados em 2016, com destaque para a empresa JBS com 0,8625 seguida das empresas Embraer, Natura, Itaú-Unibanco, Petro Rio e Mills, todas alcançando o índice IQCA de 0,8500.

QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

As três dimensões da internacionalização: mercado (receitas no exterior); recursos humanos (colaboradores no exterior) e investimentos (ativos no exterior), foram levantadas a partir das informações disponíveis nos Formulários de Referência: item 7.6 - receitas provenientes do exterior; item 14.1 - colaboradores no exterior e item 9.1.a – relação dos ativos no exterior, com os valores identificados a partir dos Relatórios da Administração e Notas Explicativas. As 85 empresas da amostra realizaram exportações e, portanto, relataram possuir receitas no exterior. Sendo essa a principal forma e primeiro contato das empresas com a internacionalização (Sullivan 1994).

**Tabela 6 - Estatística descritiva do Índice de Internacionalização**

Medidas	2012	2013	2014	2015	2016	2012 - 2016
Média	0,1871	0,2002	0,2114	0,2354	0,2337	0,2136
Desvio padrão	0,1612	0,1658	0,1726	0,1863	0,1748	0,1638
Coefficiente de Variação	0,8617	0,8283	0,8164	0,7913	0,7482	0,8092
Mínimo	0,0000	0,0029	0,0050	0,0030	0,0000	0,0078
Primeiro Quartil	0,0457	0,0590	0,0600	0,0758	0,0770	0,0652
Mediana	0,1542	0,1450	0,1700	0,2000	0,2260	0,1765
Terceiro Quartil	0,2800	0,2900	0,3257	0,3660	0,3290	0,3168
Máximo	0,6350	0,5629	0,6287	0,6930	0,6705	0,5948

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente de variação do índice de Internacionalização representa a dispersão homogênea dos dados e apresentou o valor mais alto próximo a 0,8617 em 2012 e menor 0,7482 em 2016, que definem quanto o desvio padrão atinge a média. A média geral foi 0,2136, sendo que os valores para a média por ano oscilam entre 0,1871 em 2012 e 0,2337 em 2016. O valor mínimo para o índice de Internacionalização (zero) foi verificado em 2012 para a empresa Algar e em 2016 para empresa Tegma, em função de que as empresas não eram internacionalizadas naquele momento.

Verificou-se uma tendência de crescimento do índice de Internacionalização ao longo dos anos, e em relação as empresas quando analisadas individualmente, nota-se uma tendência de manutenção dos índices em torno de um valor médio, na medida em que as empresas se lançam na busca pela conquista de novos mercados, mas é possível visualizar de modo geral o crescimento do índice com a passar dos anos do período estudado.

**Tabela 7 - Estatística Descritiva do Índice de Internacionalização por Setor Econômico**

Medidas Estatísticas	Bens Industriais	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Financeiro	Materiais Básicos	Petróleo e Gás	Outros
Média	0,1951	0,1858	0,3652	0,1836	0,2785	0,2089	0,0416
Desvio padrão	0,1370	0,1633	0,1584	0,1629	0,1851	0,1823	0,0367
Coef. Variação	0,7021	0,8793	0,4336	0,8873	0,6646	0,8728	0,8833
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0070	0,0138	0,0200	0,0330	0,0000
Primeiro Quartil	0,0800	0,0700	0,2686	0,0739	0,1265	0,0506	0,0156
Mediana	0,1780	0,1440	0,4120	0,1415	0,2618	0,1205	0,0320
Terceiro Quartil	0,2738	0,2372	0,4722	0,2823	0,4338	0,3490	0,0590
Máximo	0,6070	0,6761	0,6350	0,6316	0,6930	0,5588	0,1684
Empresas	23	17	11	6	15	4	9
Observações	115	85	55	30	75	20	45

Fonte: Dados da pesquisa

O Setor de Consumo não Cíclico foi o que apresentou a maior média 0,3652 de índice de Internacionalização, e o Setor Outros a menor média 0,0416. O Setor de Materiais Básicos apresentou o valor máximo para o índice 0,6930 seguido do Setor de Consumo Cíclico com 0,6761 de internacionalização. Os setores que apresentaram menor quantidade de empresas atuando são aqueles onde são necessários grandes investimentos com retornos de longo prazo (Cavusgil & Kirpalani, 1993). Segundo Itani (1995) os investimentos contínuos no Setor de Bens Industriais aceleram o



crescimento econômico do país e fomentam possibilidades, intensificando a internacionalização. O setor de Bens Industriais é atraente para investimentos em função da relação risco e retorno (Albuja, Garcia, Moreiras & Tambosi, 2011).

Os testes apontaram que os dados da pesquisa são heterocedásticos, aliada a confirmação de que o modelo MQO agrupado é a forma mais adequada para análise da regressão, apresenta-se na Tabela 8, um painel de dados em modelo MQO agrupado com HAC – erros robustos, como forma de minimizar os efeitos da heterocedasticidade.

**Tabela 8 - Painel Dados Modelo MQO Variável Dependente: Internacionalização – HAC Erros Robustos**

Variável	Coefficiente	Erro-Padrão Robusto	p-valor
Constante	-0,074971	0,032374	0,0815 *
IQCA	0,271572	0,078729	0,0261 **
TAMANHO	0,000000	0,000000	0,0045 ***
PAIS	0,001060	0,000421	0,0658 *
TEMPO	0,000848	0,000482	0,1534
LISTAGEM	0,072208	0,051253	0,2317
ALAVANCAGEM	-0,005559	0,008567	0,5518

Legenda: Variável dependente INTER – Internacionalização. Variável Independente IQCA – Índice de Qualidade do Conselho de Administração. Variáveis de Controle: TAMANHO – porte da empresa medido pelo Ln – Logaritmo natural do ativo total individual da empresa; PAIS – número de países com os quais a empresa se relaciona; TEMPO – quantidade de anos que a apresenta desenvolve atividades com o exterior; LISTAGEM – segmento de listagem da empresa na B3 e ALAVANCAGEM. As significâncias entre as variáveis são representadas da seguinte forma: \* Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 1%; \*\* Relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 5%; \*\*\* relação entre a variável dependente e a independente ao nível de 10%. (R2 0,584411) (R2 ajustado 0,576222) (Durbin-Watson 1,915214). Com estimadores de erros robustos à heterocedasticidade.

Fonte: Dados da pesquisa

Estudos têm utilizado a internacionalização como *proxy* para identificar o desempenho econômico e de mercado das empresas. Nesse sentido, pesquisas recentes utilizaram diferentes medidas de internacionalização para identificar suas associações com a estrutura organizacional (Sullivan, 1994; Ruigrok & Wagner, 2003; Hassel *et al.*, 2003; Honório, 2009), com a divulgação de informações ambientais (Masullo & Lemme, 2009), com o perfil exportador (Santos, Vasconcelos & De Luca, 2013; Platchek & Floriani, 2013; Platchek, Floriani & Borini, 2012), com as práticas de governança corporativa (Souza, Murcia & Marcon, 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca, 2013; Santos, Vasconcelos & De Luca, 2015), e com a autonomia estratégica, tática e operacional (Fundação Dom Cabral, 2016).

Os resultados nos permitiram afirmar que estatisticamente a relação entre o índice de qualidade do Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas da amostra é significativa ao nível de 5%, apresentando p-valor 0,0257. Ratificando os estudos de (Souza, Murcia, Marcon, 2011), que apontaram que a qualidade do Conselho de Administração fundamentada nas melhores práticas de governança, têm fundamental importância na internacionalização, à medida que contribui para reduzir a percepção do risco por parte dos investidores externos. As atitudes dos administradores também repercutem na decisão da empresa em se lançar no processo de se internacionalizar (Garrido, 2007).

Lien, Piesse, Strange e Filatotchev (2005) comprovaram que as características e competências do Conselho de Administração apresentam relação positiva com o volume de investimentos em outros países. Adjaoud, Zeghal e Andaleeb (2007) confirmaram os efeitos da qualidade do Conselho de Administração, a partir de características dos conselheiros, sobre as medidas de desempenho financeiro, entre elas a atração de investimentos externos.

Correia, Amaral e Louvet, (2011) sinalizam que a governança corporativa, por meio de seus princípios e instrumentos, exerce importante papel no processo de internacionalização de empresas, maiores índices de internacionalização exigem maiores índices de qualidade de governança

corporativa. Há evidências de que países que apresentam boa estrutura de governança, viabilizam a entrada de investimentos estrangeiros e as empresas sediadas nesses países são mais propensas a se internacionalizarem (Globerman & Shapiro, 2002).

A variável de controle quantitativa Tamanho com p-valor 0,0049 foi estatisticamente significativa ao nível de 10%, sendo que esta relação positiva atendeu a expectativa do estudo. Para Moura e De Luca (2013) há intensa associação entre internacionalização e tamanho da empresa, relação que determina que empresas de grande porte apresentam índices de internacionalização mais elevados em relação às pequenas. As empresas maiores detêm os recursos necessários para conquistarem espaços abrangentes nas atividades internacionais (Bloodgood, Sapienza & Almeida, 1996). O tamanho da firma, é fator determinante do sucesso da organização que experimenta a internacionalização (Cavusgil & Kirpalani, 1993).

A variável de controle quantitativa País com p-valor 0,0633 é estatisticamente significativa ao nível de 1%, pode-se afirmar que essa variável contribui para explicar o índice de internacionalização, sendo que esta relação positiva atendeu a expectativa do estudo. Empresas internacionalizadas encontram facilidades para conquistar fatias em novos mercados consumidores de outros países (Andrade & Galina, 2013). Esses resultados também confirmaram os estudos de Louter, Ouwerkerk e Bakker (1991) variáveis relacionadas ao número de países com os quais a empresa desenvolve rede de relacionamentos, afetam o índice de internacionalização. Ietto-Gillies (2013) concluiu que o número de países onde a empresa atua determina a concentração das atividades, gerando vantagens competitivas.

A variável de controle quantitativa Tempo com p-valor 0,1414 não é estatisticamente significativa e não contribui para explicar o índice de internacionalização das empresas estudadas. Moura e De Luca (2013) observaram que o baixo índice de internacionalização das companhias brasileiras está diretamente relacionado com a tardia internacionalização da economia brasileira. Este estudo não confirmou os resultados de (Johanson & Vahlne, 1977; Johanson & Mattsson, 1988; Honório, 2009; Cazorra, 2012), que argumentam que o índice de internacionalização está relacionado à experiência internacional e a vantagem competitiva caracterizada pelo tempo que a organização mantém negócios no exterior.

A variável de controle qualitativa Listagem na B3, que foi capturada pelo segmento de listagem da empresa na B<sup>3</sup> com p-valor 0,2319 não se apresentou estatisticamente significativa e não contribui para explicar o índice de internacionalização das empresas estudadas. Esse resultado não confirma os achados de (Globerman & Shapiro, 2002; Correia, Amaral & Louvet, 2011; Maia, Vasconcelos & De Luca 2013; Domingues & Muritiba, 2016).

A variável quantitativa Alavancagem com p-valor 0,5518 não é estatisticamente significativa e não contribui para explicar o índice de internacionalização das empresas estudadas. Os achados não confirmaram os estudos de Black, Jang e Kim (2006) que sugerem que organizações com alto grau de alavancagem podem ser pressionadas pelos investidores a conquistar excelência em Governança. Aivazian, Ge e Qiu (2005) evidenciaram relação positiva entre alavancagem e investimentos. Kahle e Stulz (2013) os comportamentos diversos nas políticas de financiamento para empresas que captam recursos de terceiros em períodos de crise.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A decisão de se internacionalizar envolve empresas de estruturas corporativas diversas e países com características culturais distintas, é um fenômeno alicerçado nos relacionamentos com clientes e fornecedores, viabilizando a produção e distribuição mundial de bens e serviços. O Conselho de Administração, como principal órgão no sistema de governança corporativa, delibera sobre a continuidade da empresa e se torna uma exigência de mercado. Concomitantemente, a internacionalização proporciona oportunidades e impõe desafios, se constituindo em importante

estratégia para a sobrevivência no mercado e a busca de oportunidades de crescimento e expansão para o exterior.

Utilizando o índice de internacionalização elaborado desde 1990 pela UNCTAD e o índice elaborado pelos autores para mapear a Qualidade do Conselho de Administração, chegou-se aos seguintes resultados: (1) O Alfa de Cronbach médio para os dados coletados do IQCA foi de 0,85036 indicando que há uma boa consistência interna do instrumento; (2) as inferências estatísticas confirmaram a hipótese do estudo de que o índice de Internacionalização pode ser explicado pelo Índice de Qualidade do Conselho de Administração, com significância de 5% e nível de confiança da ordem de 95%; (3) as variáveis tamanho e país também possuem força para explicar a internacionalização, de outro lado as variáveis tempo, listagem e alavancagem, estatisticamente não são capazes de explicar a internacionalização; (4) o crescimento do IQCA permite identificar a preocupação das empresas no caminho das melhores práticas de governança; (5) Todos os setores da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) estão representados no estudo.

Em termos perceptivos, os resultados alcançados evidenciam que empresas que apresentam melhores índices de Qualidade do Conselho de Administração estão mais aptas a atuarem em outros países, em função da influência positiva que as ações de melhores práticas de governança corporativa, aqui representadas pela qualidade do conselho de administração, refletem na redução dos custos associados à internacionalização, na abertura de novos mercados e na atração de novos investidores.

Em relação as contribuições do trabalho, pode-se citar a sinalização para o mercado de que a excelência do Conselho de Administração, em função da ilibada conduta pessoal de seus membros, aliada às características empresariais e profissionais, indica aos investidores que a empresa pretende continuar investindo na produção de bens e serviços de qualidade diferenciada, agregando valor às ações e maximizando o valor da empresa. Também contribui para evidenciar que a transparência e as melhores práticas de governança, possibilitem que mensagens transmitidas pelas percepções do mercado em relação a companhia e seus administradores, em caminho de mão dupla, sejam recebidas e compreendidas.

O estudo inovou metodologicamente ao capturar o índice de qualidade do Conselho de Administração com métrica de 40 itens divididos nas categorias: estrutura; composição; característica e processo. O alfa de Cronbach, foi apresentado detalhadamente por categoria e por ano para validação do instrumento.

Como contribuição empresarial o estudo demonstra o potencial do Conselho de Administração para influenciar na internacionalização, essa relação eleva o valor de mercado das empresas via atração de novos investimentos. O estudo inovou ao conduzir o Conselho de Administração ao patamar de importância que ele representa no mundo corporativo, como principal órgão da governança, que delibera sobre a continuidade da empresa. O estudo é singular ao propor e estabelecer a relação entre dois assuntos tão em alta na sociedade atual, o Conselho de Administração e a Internacionalização, em função das demandas por transparência e a globalização mundial. O estudo contribui socialmente ao destacar a importância do Conselho de Administração na internacionalização, aproximando agentes econômicos e fomentando a promoção do desenvolvimento.

As dimensões e os três indicadores utilizados pela metodologia UNCTAD, apesar de permitirem uma classificação das empresas com transações além das fronteiras de seus países e possibilitarem a comparação de organizações de países com economias distintas, não são suficientes para analisar a evolução de uma empresa durante o processo de internacionalização, porque o índice mede indicadores para empresas já internacionalizadas.

Vale ressaltar que o presente estudo considerou apenas empresas que já possuem um certo índice de internacionalização, não sendo levados em consideração empresas que ainda estão desenvolvendo atividades com a finalidade de se tornarem internacionalizadas. Dessa forma, se caracteriza como uma limitação da pesquisa não estudar empresas que estão em processo de internacionalização. A subjetividade na seleção dos itens da métrica para qualidade do conselho de

administração, com base nas melhores práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015) constitui uma limitação do presente trabalho.

Em função de que a maioria dos estudos realizados até o momento partem de processos de internacionalização de grandes empresas, e que em razão de alterações da realidade econômica mundial, onde as pequenas e médias empresas ganharam grande importância, verifica-se que não existem na literatura medidas que expliquem a internacionalização aplicáveis a empresas de capital fechado e para pequenas e médias empresas, mesmo porque o acesso aos dados dessas empresas não é público.

## REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., Zeghal, D., & Andaleeb, S. (2007). The effect of board's quality on performance: A study of Canadian, *Corporate Governance: International Review*, 15, 623-635.
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
- Albuja, C. D., Garcia, F. G., Moreiras, L. M. F., & Tambosi Filho, E. (2011). Onde investir nos BRICs? Uma análise sob o prisma da organização industrial. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 51(4), 349-369.
- Alem, A. C., & Cavalcanti, C. E. (2005). BNDES Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras: Algumas Reflexões. *Revista BNDES*, 12(24), 43-76.
- Amatucci, M., & Avrichir, I. (2008). Teorias de Negócios Internacionais e a Entrada de Multinacionais no Brasil de 1850 a 2007. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 10(28), 234-248.
- Andersen, O. (1997). Internationalization and New Market Entry: A review of theories and concepts. *Management International Review*, 37, 27-42.
- Andrade, A. M. F., & Galina, S. V. R. (2013). Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *RAC (Revista de Administração Contemporânea)*, 17, 239-262.
- Babbie, E. (2005). Métodos de pesquisas de survey. Belo Horizonte: (tradução) UFMG, 276 p.
- Barroso, C., Villegas, M. M., & Calero, L. P. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 351-367.
- Bird, A., Buchanan, R., & Rogers, P. (2004). The seven habits of an effective board. *European Business Journal*, 16, 128-135.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Bloodgood, J. M., Sapienza, H. J., & Almeida, J. G. (1996). The internationalization of new high-potential US ventures: antecedents and outcomes. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 20(4), 61-76.
- Calof, J. L. (1994). The relationship between firm size and export behavior revisited. *Journal of International Business Studies*, 25(2), 367-387.
- Cavusgil, S. T., & Kirpalani, V. (1993). Introducing products into export markets: success factors. *Journal of Business Research*, 27, 1-15.
- Cazurra, A. C. (2012). Extending theory by analyzing developing country multinational companies: solving the goldilocks debate. *Global Strategy Journal*, 2, 153-167.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 22(55), 45-63.
- Dalla Costa, A. J., & Souza Santos, E. R. M. (2011). Estratégias e Negócios das Empresas diante da Internacionalização. Curitiba: Ibpe.
- Deutsch, Y. (2005). The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytic review. *Journal of Management*, 31, 424-444.
- Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, 9, 163-190.
- Enache, L., Parbonetti, A., & Srivastava, A. (2015). Are all independent directors created equal? Do their professional backgrounds influence firms' financial disclosures? [Working paper].
- Globerman, S., & Shapiro, D. (2002). Global foreign direct investment flows: the role of governance infrastructure. *World Development*, 30(11), 1899-1919.

- Gripsrud, G. (1990). The determinants of export decisions and attitudes to a distant market: Norwegian fishery exports to Japan. *Journal of International Business Studies*, 21(3), 469-485.
- Hassel, A., Hopner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B., & Zugehor, R. (2003). Two dimensions of the internationalization of firms. *Journal of Management Studies*, 40(3), 701-720.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7 - 36.
- Honório, L. C. (2009). Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. *RAE*, 49(2), 162-175.
- Letto-Gillies, G. (2013). Transnational Corporations and International Production. The Theory of the Transnational Corporation at 50+. UK and Northampton, MA, USA.
- Itani, A. F. (1995). Transportes, globalização e as questões da qualidade e produtividade. *Revista dos Transportes Públicos*, 8(4), 19-31.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Johanson, J., & Mattsson, L. G. (1988). Internationalization in Industrial Systems: a network approach. In: Hood, N; Vahlne, J. E. Strategies in global competition. London: Croom Helm.
- Johanson, J., & Vahlne, J. (1990). The Internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing Market commitment. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23-32.
- Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2013). Access to capital, investment, and financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 280-299.
- La Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 1-37.
- Lien, Y. C., Piesse, J., Strange, R., & Filatotchev, I. (2005). The role of corporate governance in FDI decisions: evidence from Taiwan. *Business Review*, 14(6), 739-763.
- Lippert, R. L., & Rahman, M. (1999). Multinationality, CEO compensation, and corporate governance: Some empirical evidence. *Managerial Finance*, 25(10), 1-12.
- Louter, P., Ouwerkerk, C., & Bakker, B. A. (1991). An Inquiry into Successful Exporting. *European Journal of Marketing*, 25(6), 7-23.
- Masullo, D. G., & Lemme, C. F. (2009). Um exame da relação entre o nível de internacionalização e a comunicação ambiental nas grandes empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Eletrônica de Administração*, 15(3), 557-580.
- Oxelheim, L., & Randoy, T. (2003). The Impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369-2392.
- Platckek, R. B., & Floriani, D. E. (2013). O Posicionamento Internacional Das Empresas Têxteis Catarinenses: Uma Análise Qualitativa. *RIAE*, 12(2), 42-68.
- Rivas, J. L., Hamori, M., & Mayo, M. (2009). Board composition and firm internationalization. *Academy of Management Proceedings*, 1, 1-6.
- Ruigrok, W., & Wagner, H. (2003). Internationalization and performance: an organizational learning perspective. *Management International Review*, 43, 63-83.
- Sanders, W. G., & Carpenter, M.A. (1998). Internationalization and firm governance: the roles of CEO compensation board structure. *Academy Management Journal*, 41(2), 158-178.
- Singh, M., & Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: French corporations. *Journal Multinational Financial Management*, 14(2), 153-169.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of International Business Studies*, 25(2), 325-342.
- Treiger, J. M. (2009). Relação com Investidores – A arte de se comunicar com o mercado e atrair investidores. São Paulo: Elsevier. Coleção Expo Money.
- Vafeas, N. (2000). Board Structure and the Informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.
- Wafo, G. L. K. (1998). Political Risk and Foreign Direct Investment. Faculty of Economics and Statistics. University of Konstanz. Konstanz.

QUALIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DE COMPANHIAS  
BRASILEIRAS

- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1990). Determinants of Board of Directors strategic involvement. *European Management Journal*, 8, 164-173.
- Zeller, R. A., & Carmines, E. G. (1988). *Measurement in the social sciences: the link between theory and data*. Cambridge: Cambridge University Press.