

# RELAÇÃO ENTRE A INTERNACIONALIZAÇÃO E A REMUNERAÇÃO DE DIRETORES DE COMPANHIAS LISTADAS NA B3

*RELATIONSHIP BETWEEN INTERNATIONALIZATION AND REMUNERATION OF DIRECTORS OF  
COMPANIES LISTED AT B3*

DOI: [HTTP://DX.DOI.ORG/10.13059/RACEF.V12I1.728](http://dx.doi.org/10.13059/RACEF.V12I1.728)

**Ítalo Carlos Soares do Nascimento**  
italocarlos25@gmail.com  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Andressa Ruth Sousa Santos**  
andressa\_ruth@hotmail.com  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Adriano Fleck de Paula Pessoa**  
adrianofleck@uol.com.br  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Márcia Martins Mendes De Luca**  
marciammdeluca@gmail.com  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Alessandra Carvalho de Vasconcelos**  
alevasconcelos.ufc@gmail.com  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

**Data de envio do artigo:** 28 de Março de 2020.

**Data de aceite:** 07 de Fevereiro de 2021

**Resumo:** Respaldo pela Teoria da Economia dos Custos de Transação, o presente estudo investiga a relação entre a internacionalização empresarial, na perspectiva de uma orientação estratégica multidimensional, e a remuneração de diretores em 96 das 100 empresas listadas na B3 S. A. Brasil, Bolsa, Balcão, com maior valor de mercado. De natureza quantitativa, a pesquisa utilizou o teste de Mann-Whitney e a regressão linear múltipla. Foram consideradas três dimensões da internacionalização: capital social, receitas e mercados. Como métrica da remuneração dos diretores, utilizou-se a remuneração total dos executivos. Os resultados apontam que as empresas utilizam como estratégia para a internacionalização o capital social, as exportações e a presença no mercado em outros países, nessa ordem de importância. Ao se confrontar as empresas internacionalizadas com as não internacionalizadas, identificaram-se diferenças e semelhanças significantes na remuneração dos diretores, revelando-se um provável custo de transação inserido no processo de internacionalização.

**Palavras-chave:** Internacionalização. Remuneração. Diretores executivos.

**Abstract:** *Supported by the Theory of Transaction Cost Economics, this study investigates the relationship between business internationalization, in the perspective of a multidimensional strategic orientation, and the remuneration of directors in 96 of the 100 companies listed on B3 SA Brasil, Bolsa, Balcão, with highest market value. Quantitative in nature, the research used the Mann-Whitney test and multiple linear regression. Three dimensions of internationalization were considered: social capital, revenues and markets. As a metric*

*for executive compensation, total executive compensation was used. The results show that companies use social capital, exports and physical presence (markets) in other countries as an internationalization strategy, in that order of importance. When confronting internationalized companies with non-internationalized ones, significant differences and similarities were identified in the directors' remuneration, revealing a probable transaction cost inserted in the internationalization process.*

**Keywords:** *Internationalization. Remuneration. Executive directors.*

## 1 INTRODUÇÃO

Após a estabilização e abertura da economia nos anos 1990, registrou-se expressivo crescimento no fluxo de capitais estrangeiros, não só de investimentos do exterior para o território nacional, mas também de empresas brasileiras para o estrangeiro (SANTOS, 2015). Esse processo aumentou a concorrência externa das empresas brasileiras, que, em contrapartida, passaram a adotar estratégias de internacionalização, para ampliar seus mercados, utilizando vantagens competitivas existentes ou passíveis de ser desenvolvidas (MACHADO-DA-SILVA; FERNANDES, 1999; PLATCHEK; FLORIANI; BORINI, 2012). Nesse sentido, uma questão importante consiste em compreender as estratégias que as grandes empresas brasileiras utilizam para se manterem competitivas (FLORIANI; FLEURY, 2012; VENDRUSCOLO; GALINA, 2020).

Compreendida como uma orientação estratégica organizacional, a internacionalização pode impactar significativamente as estruturas da empresa, devido às exigências competitivas do mercado internacional (SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015). A remuneração dos executivos é uma dessas estruturas afetadas pela internacionalização (GWON; SHIN, 2020).

Nas últimas décadas, alguns estudiosos destacaram a tendência de a compensação dos executivos passar a ser um importante fator nas decisões sobre as estratégias e alinhamentos

de metas a serem implementados (LIN; CHENG, 2013; CUNHA; VOGT; DEGENHART, 2016; BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020). Sabe-se que a remuneração dos executivos deve, além de ser estratégica, levar em conta o contexto organizacional, a estrutura, o estilo gerencial e a sua visão de futuro, de modo a contribuir para o alinhamento dos interesses dos colaboradores com os dos proprietários, proporcionando melhores resultados para toda a empresa (BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014). Nesse contexto, destaca-se uma correlação direta entre o sucesso da companhia e o nível de recompensa de seus executivos ao se adotar melhores estratégias (DOW; RAPOSO, 2006).

Além disso, deve-se salientar que, a partir do momento em que decide explorar o mercado internacional, na sua forma menos complexa, seja por meio da abertura de capital ou por qualquer outra dimensão de internacionalização, a empresa passa a enfrentar custos associados à busca de informação ou ao cumprimento de contratos, denominados custos de transação (WILLIAMSON, 1985; TREVISAN, 2008).

Alguns estudiosos estrangeiros conseguiram demonstrar a correlação entre as empresas internacionalizadas e as respectivas remunerações e recompensas dos executivos (CARPENTER; SANDERS, 2004; LIN; CHENG, 2013; OXELHEIM; RANDOY, 2005; WOO, 2017). Os principais achados desses estudos indicam que a estratégia de internacionalização tem significativa influência na estrutura de remuneração dos gestores, e sugerem que os custos referentes a essas compensações são ignorados à medida que as empresas passam a operar no exterior e se integram ao mercado global.

Assim, seguindo-se as evidências teóricas apresentadas, advoga-se que as empresas que se internacionalizam remuneram melhor seus executivos. Diante disso, emerge a seguinte questão-problema: **Qual a relação entre a internacionalização corporativa e a remuneração de diretores em empresas listadas na bolsa de valores brasileira?** Destarte, constitui objetivo geral deste estudo analisar a relação entre internacionalização e remuneração

de diretores em empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa), denominada B3 S. A. Brasil, Bolsa, Balcão desde junho de 2017; e, adicionalmente, examina-se se há diferença entre a remuneração de diretores nas empresas internacionalizadas e a das demais empresas da amostra. Com base nos achados empíricos (CARPENTER; SANDERS, 2004; LIN; CHENG, 2013; OXELHEIM; RANDOY, 2005; WOO, 2017), levanta-se a hipótese geral de que a internacionalização influencia a remuneração dos diretores.

Para o alcance desses objetivos, foi realizada uma pesquisa descritiva, quantitativa e documental, aplicando-se testes estatísticos de diferenças entre médias e de regressão linear múltipla, extraídos da base Economática® e do Formulário de Referência das empresas da amostra listadas na B3.

A sinergia entre os dois constructos - internacionalização e remuneração de executivos - evidenciada em pesquisas estrangeiras, tem demonstrado a relevância desse debate. Além disso, com base nos preceitos da Teoria da Economia dos Custos de Transação, alguns autores concluíram que o custo de internacionalização correspondente à remuneração dos gestores tem sido negligenciado nas empresas (CARPENTER; SANDERS, 2004; OXELHEIM; RANDOY, 2004; GWON; SHIN, 2020).

Desta forma, esta pesquisa justifica-se por se tratar de uma temática atual, relevante e pouco explorada em âmbito nacional, tendo em vista que a correlação entre os dois construtos não fora observada anteriormente no Brasil. Além disso, diferencia-se das demais, considerando-se a utilização do enfoque multidimensional da internacionalização, que permite a análise da estratégia de internacionalização sob múltiplas perspectivas para a investigação proposta.

Espera-se, assim, contribuir para o aprofundamento e avanço da discussão dessas questões no meio acadêmico, trazendo novas constatações e procurando preencher lacunas ainda existentes, especialmente no contexto brasileiro, por se tratar de um país emergente, considerando-se que as pesquisas já realizadas

utilizaram dados de países desenvolvidos; e no meio profissional, contribuindo para melhorar o processo de gestão, haja vista que investiga a remuneração dos diretores como um custo negligenciado no processo de internacionalização.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo discute os temas internacionalização de empresas e remuneração de executivos, expondo os resultados de alguns estudos empíricos anteriores que verificaram a associação entre esses dois construtos.

Após a abertura da economia no início dos anos 1990, as empresas brasileiras não apenas passaram a sofrer o impacto do aumento da concorrência externa, como também passaram a refletir sobre a ampliação de seu mercado via implementação de estratégias de internacionalização, utilizando vantagens competitivas existentes ou passíveis de serem obtidas (MACHADO-DA-SILVA; FERNANDES, 1999; PLATCHEK; FLORIANI; BORINI, 2012). A redução das barreiras comerciais e os incentivos do governo na época, bem como a modernização dos meios de comunicação e a melhoria dos meios de transporte abriram caminhos para a internacionalização de empresas, ao ampliar o leque de opções de localização de linhas de produção, assim como para o enfrentamento de novos desafios (DENBERG; GOMES, 2011). Destaca-se, assim, que parcerias estrangeiras, investimentos estrangeiros e agrupamentos internacionais representam caminhos exequíveis para facilitar o intercâmbio do conhecimento e das estratégias empresariais (BOUÇAS; GOMES, 2010).

A internacionalização pode impactar de forma significativa as estruturas da empresa, devido às exigências competitivas do mercado internacional, para além daquelas cumpridas apenas no país de origem, demandando exame multidimensional, já que engloba, além do envolvimento internacional, a adaptação estratégica de recursos e da estrutura, evidenciando-se essa visão como a mais apropriada à análise da conveniência e

oportunidade de internacionalização (FLORIANI; FLEURY, 2012; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015; ALBUQUERQUE FILHO et al., 2020).

São inúmeras as motivações para a internacionalização, abrangendo aspectos como, por exemplo, a expansão dos mercados, a redução da dependência do mercado interno, a proteção contra ciclos econômicos desfavoráveis, a busca de conhecimento e o acesso a recursos naturais ou menores custos dos fatores (RIBEIRO; SERRA; BERTOLINI, 2016; FLORIS; CALEGÁRIO, 2019). Nesse contexto, observa-se que as empresas internacionalizadas procuram se beneficiar das vantagens decorrentes da criação de subsidiárias em outros países, impulsionada por diferentes estratégias, envolvendo incertezas, riscos, complexidade e custos, que podem ser compensados pelos benefícios resultantes da expansão, destacando-se o crescimento da firma, a conquista de novos mercados, a economia de escala e o fortalecimento da posição competitiva (SILVA et al., 2015).

Apesar dos inúmeros benefícios da internacionalização, na maioria das empresas as operações internacionais iniciam-se bem mais tarde que as operações no mercado interno (DENGERG; GOMES, 2011). Destarte, por um tempo considerável correspondem a um pequeno percentual das receitas e dos custos da empresa. Enquanto são embrionárias, tais operações costumam ser tratadas como marginais; ou seja, pode não haver uma explicitação ou um controle dos custos correspondentes (PLATCHEK; FLORIANI; BORINI, 2012).

O processo de internacionalização pode ser explicado com base em três correntes teóricas: a econômica, a comportamental ou organizacional e a estratégica (DENBERG; GOMES, 2011). Para atender aos objetivos do estudo, recorre-se à corrente econômica, que se fundamenta no conceito de custo de transação, enunciado por Williamson (1985). Argumenta-se que ao iniciar as operações no exterior, a empresa enfrenta custos associados, como, por exemplo, a busca de informação, cumprimento de contratos, obtenção de melhor conhecimento

de mercado, controle de atividades e instalação de subsidiárias.

As duas principais teorias de internacionalização provenientes do enfoque econômico são a teoria da internalização e o paradigma eclético da produção industrial, desenvolvidas ao final da década de 1970 e enunciadas por Williamson (1985). Para a teoria de internalização, as falhas de mercado, tais como custos de informação, oportunismo e especificidade de ativos, criam as condições que levariam uma empresa multinacional a utilizar o investimento direto, ou seja, internalizar suas atividades no mercado externo em detrimento do licenciamento como modo de entrada em mercados estrangeiros. Já a proposta do paradigma eclético da produção tem como propósito explicar a amplitude, a forma e o padrão da produção internacional com base em três grupos de vantagens: a) as vantagens específicas da propriedade das firmas relativas à produção no exterior; b) a propensão a internalizar mercados; c) a atratividade da localização da produção no exterior (BARRETTO, 2002; DENBERG; GOMES, 2011).

No final da década de 1970 foram desenvolvidas as duas principais teorias de internacionalização provenientes do enfoque econômico, ou seja: a Teoria da Internalização e o Paradigma Eclético da Produção Industrial. De acordo com a Teoria da Internalização, as falhas de mercado, tais como custos de informação, oportunismo e especificidade de ativos, criam as condições que levariam uma empresa multinacional a utilizar o investimento direto, ou seja, internalizar suas atividades no mercado externo em detrimento do licenciamento como modo de entrada em mercados estrangeiros. Já o Paradigma Eclético da Produção Industrial tem por propósito explicar a amplitude, a forma e o padrão da produção internacional, com base em três grupos de vantagens: a) as vantagens específicas da propriedade das firmas relativas à produção no exterior; b) a propensão a internalizar mercados; e c) a atratividade da localização da produção no exterior (BARRETTO, 2002; DENBERG; GOMES, 2011).

Vários estudos procuram mensurar e

identificar o grau de internacionalização de empresas. Pioneiro nesse tipo de abordagem, Sullivan (1994) criou uma medida de internacionalização de empresas, denominada Degree of Internationalization, por meio da análise de cinco elementos – proporção de vendas no exterior em relação ao total, proporção de ativos estrangeiros, proporção de subsidiárias no exterior, experiência internacional de membros da gerência e da diretoria e dispersão psíquica de operações internacionais.

Destaca-se também o estudo de Vermeulen e Barkema (2002), o qual constata que o ritmo e os passos da expansão internacional das empresas resultam em diferentes tipos de *performance*. Para isso, os autores analisaram três dimensões – período, extensão geográfica e regularidade do processo de internacionalização –, concluindo que as empresas que se internacionalizaram com um padrão regular, beneficiaram-se mais do que outras que realizaram esse processo de forma irregular. Apesar disso, segundo Cuervo-Cazurra, Maloney e Manrakhan (2007), dependendo do país em que a empresa busca esse processo, três fatores podem vir a comprometer seu desempenho, além da falta de regularidade do padrão de internacionalização: discriminação de consumidores e governo contra companhias estrangeiras; perda de vantagem, quando recursos deixam de ser benéficos, por serem transferidos para um novo mercado internacional; e falta de recursos complementares no novo mercado.

Em estudo mais recente, evidencia-se que a análise sobre internacionalização de empresas em países em desenvolvimento deve ser diferente daquela feita em economias desenvolvidas, pois naqueles há diferentes padrões, que não são corretamente contemplados na maioria dos estudos sobre a temática (CUERVO-CAZURRA, 2012).

Desse modo, há divergências entre as formas de se estudar o grau de internacionalização das empresas, em especial as brasileiras. Dentre as métricas mais comuns de internacionalização utilizadas em estudos recentes com empresas listadas na bolsa de valores brasileira (MAPURUNGA; PONTE;

OLIVEIRA, 2013; SANTOS; ALMEIDA; BEZERRA, 2013; SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015; SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011), destacam-se as seguintes: emissão de *American Depositary Receipt* (ADR), internacionalização do capital social, internacionalização das receitas (exportações) e internacionalização de mercados (instalação de subsidiárias). Para atender aos objetivos do presente estudo, foram utilizadas as três últimas.

Importa destacar ainda que, junto com o aumento do grau de internacionalização das empresas de todo o mundo (UNCTAD, 2000), registra-se também um aumento na compensação e remuneração de executivos (THE ECONOMIST, 2000). No Brasil, são recentes as pesquisas voltadas para a remuneração de executivos, porquanto somente em 2009 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tornou obrigatória a divulgação desses dados pelas empresas de capital aberto (SILVA, 2010).

A atribuição de recompensas pode ser um estimulante para os gestores continuarem exercendo a atividade, e se sintam motivados a atingir e superar as metas que lhes forem atribuídas. Outra preocupação que se reputa à alta administração é que, ao serem aplicados, os critérios de avaliação de desempenho, de recompensa e de punição devem ser divulgados e compreendidos por todos os envolvidos nesse processo. Isso pressupõe, por exemplo, clareza na divulgação de informações e definição de funções e responsabilidades (NASCIMENTO; REGINATO; LERNER, 2008).

Assim, a política de remuneração ou de incentivos tem como principal finalidade proporcionar aos gestores o reconhecimento pelo empenho, em contrapartida por sua cooperação para melhorar os resultados organizacionais (SILVA; LUZ, 2010). Nesse contexto, vincular recompensas ao desempenho gerencial constitui a forma mais adequada de remunerar, haja vista que estimula os gestores para atuar em prol da congruência de metas (OYADOMARI et al., 2009).

Dessa forma, observa-se que a remuneração é um importante instrumento para motivar e incentivar os gerentes e

diretores a atingir suas metas. Além do salário, a remuneração inclui benefícios como plano de saúde e ajuda para transporte; e os incentivos, como as compensações ou prêmios ofertados para estimular executivos a tomar decisões mais arriscadas, e que, sendo bem-sucedidas, irão melhorar o desempenho da empresa (ATKINSON et al., 2015; ERMEL; MEDEIROS, 2019). Complementarmente, segundo Funchal (2005), a remuneração dos executivos deve incluir incentivos diretos e indiretos, como forma de aliar a sua riqueza e o seu bem-estar com os dos proprietários da companhia.

Beuren, Silva e Mazzioni (2014) propõem que a remuneração seja concebida como uma função estratégica de alinhamento de interesses entre principal e agente, e que tende a ser segregada em remuneração fixa e variável de curto e longo prazo. A forma como essa remuneração será distribuída deve ser determinada pelo conselho de administração e ter correlação com o desempenho da empresa (FIRTH; FUNG; RUI, 2007).

Dessa forma, a remuneração variável vincula metas de desempenho dos indivíduos, das equipes e da organização, podendo incluir participação nos lucros ou remuneração por resultado (WOOD JR.; PICARELLI FILHO, 2004). Segundo Miranda, Tomé e Gallon (2011), as melhores empresas para se trabalhar no Brasil em 2009, conforme publicação das revistas *Exame* e *Você S/A*, em 2009, listadas na BM&FBovespa, praticam a remuneração variável com base em ações e benefícios de curto prazo e plano de previdência de contribuição e benefício definidos.

Apesar da escassez de estudos nacionais acerca da relação entre internacionalização da empresa e remuneração de executivos, alguns estudos estrangeiros comprovam que há uma correlação positiva entre os dois construtos. Após analisar 224 companhias do índice Standard and Poor's que atendiam a critérios de internacionalização, Carpenter e Sanders (2004) concluíram que os executivos das empresas norte-americanas internacionais são mais bem remunerados, devido ao seu maior esforço ao lidar com informações e decisões nos mercados

estrangeiros.

A partir desse estudo, Oxelheim e Randoy (2005) investigaram 90 empresas norueguesas e 97 companhias suecas, para identificar a relação entre internacionalização e remuneração de diretores, concluindo que aquelas com maior proporção de receita oriunda da exportação de bens e serviços eram as que remuneravam melhor os seus executivos.

Destaca-se também o estudo de Lin e Cheng (2013), acerca de empresas de Taiwan. Apesar de terem chegado aos mesmos resultados de positividade na correlação entre internacionalização e remuneração, os autores afirmaram que o processo de internacionalização de empresas e o desempenho, em um país em desenvolvimento, é diferente daquele observado em países desenvolvidos, e que, se a política de internacionalização e remuneração não for bem alinhada, essa correlação poderá se inverter.

Woo (2017) sugere a perspectiva de remuneração e incentivos como antecedente da internacionalização. Após analisar 145 novas empresas dos EUA, o autor constatou a importância da estrutura de compensação como um motor significativo de iniciativas estratégicas de criação de valor, identificando fatores de incentivo que estimulam as empresas a se internacionalizar antecipadamente, tais como a remuneração do CEO baseada no capital próprio e a remuneração baseada em ações. Verificou-se também que a probabilidade de internacionalização precoce se fortalece à medida que aumenta a duração do mandato do CEO.

Diante do exposto, e para atender ao objetivo geral da pesquisa, formula-se a seguinte hipótese: H1 – a internacionalização da empresa influencia a remuneração dos seus diretores.

### 3 MÉTODO

Quanto aos objetivos, esta pesquisa classifica-se como descritiva, por delinear as características de determinado grupo de empresas e por estabelecer correlações entre suas duas variáveis: internacionalização de

empresas e remuneração de diretores. No que diz respeito ao problema, caracteriza-se como quantitativa, com abordagem empírico-analítica, adotando-se o emprego de instrumentos estatísticos. Quanto à coleta dos dados, trata-se de pesquisa documental, em que foram utilizados dados secundários extraídos do banco de dados Economática® e do Formulário de Referência das empresas, disponibilizados no website da B3.

A população da pesquisa reúne as 100 empresas listadas na B3 com maior valor de mercado, de acordo com dados extraídos do Economática®. Após exclusão de quatro empresas que não apresentaram os dados necessários para a pesquisa, a amostra ficou definida em 96 empresas. Foram utilizados dados secundários oriundos das Demonstrações Financeiras Padronizadas e do Formulário de Referência das empresas, disponibilizados no website da B3. Os dados referem-se ao exercício social de 2016, sendo coletados em junho de 2017.

Finalizada essa etapa, e de posse dos dados alusivos aos dois construtos teóricos confrontados neste estudo, desenvolveu-se o tratamento quantitativo dos dados, utilizando-se o teste de diferenças entre médias e a regressão linear múltipla, com a finalidade de verificação da validade da hipótese.

O Quadro 1 reúne as variáveis independentes, suas métricas, a fonte de coleta dos dados e a base teórica que dá suporte à utilização das medidas como representativas do construto internacionalização.

Como demanda para atender ao objetivo geral da pesquisa, o Quadro 2 evidencia a variável dependente, sua métrica, a fonte de coleta dos dados e a base teórica que dá suporte à utilização da medida como representativa do construto remuneração dos executivos.

**Quadro 01 - Variáveis independentes da internacionalização**

Variável	Métrica	Coleta de Dados	Autores
Internacionalização do capital social	Participação de acionistas estrangeiros no capital social	Formulário de Referência	Maia, Vasconcelos e De Luca (2013); Santos, Vasconcelos e De Luca (2013)
Internacionalização das receitas	Proporção de receitas provenientes do exterior, em relação ao faturamento total		Sullivan (1994); Ruigrok e Wagner (2003); Santos; De Luca; Vasconcelos (2015)
Internacionalização dos mercados	Número de países onde a empresa possui instalações		Ruigrok e Wagner (2003); Santos; De Luca; Vasconcelos (2015)

Fonte: Elaborado pelos autores.

**Quadro 02 - Variável dependente - remuneração dos executivos**

Variável	Métrica	Coleta de Dados	Autores
Remuneração Total (RT)	Remuneração fixa + variável dos executivos	Formulário de Referência	Lin, Kuo e Wang (2013); Lin e Lin (2014); Ozkan (2011)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os dados foram analisados com o auxílio da estatística descritiva, com indicação de máximo, mínimo, média e desvio-padrão, a fim de se comparar os resultados obtidos para a remuneração dos executivos. As variáveis de internacionalização também foram analisadas por meio de estatística descritiva. Para responder à questão suscitada nesta investigação, foram aplicados o teste de Mann-Whitney e a regressão linear múltipla.

O teste de Mann-Whitney se faz necessário quando se deseja comparar a média de determinada variável (qualitativa ou quantitativa) em amostras em que a hipótese de normalidade sofreu violação (FÁVERO et al., 2009), como no presente estudo. Na sequência, aplicou-se a regressão linear múltipla. Nesse procedimento, procura-se usar as variáveis independentes, cujos valores são conhecidos, para se prever os valores da variável dependente selecionada (HAIR JR. et al., 2009), como é a proposta deste estudo. Destaca-se que, antecedendo à regressão linear múltipla, foram verificados e validados os pressupostos tomados como condição para o seu desenvolvimento: normalidade dos resíduos, homocedasticidade, ausência de autocorrelação serial e multicolinearidade.

No modelo estatístico testado, foram ainda incrementadas algumas medidas de controle, para neutralizar efeitos que também podem impactar a remuneração dos executivos nas empresas da amostra. Essas variáveis são o tamanho (logaritmo do valor do Ativo), o endividamento (Exigível / Patrimônio Líquido) e o setor, conforme classificação do banco de dados Economática®.

Dessa maneira, com base nas medidas de internacionalização (Quadro 1) e na remuneração dos executivos (Quadro 2), além das variáveis de controle, foi edificada a Equação 1, que compila as métricas do modelo quantitativo descrito.

$$RT = \beta_0 + \beta_1 Inter\_CAP + \beta_2 Inter\_MERC + \beta_3 Inter\_REC\_EX + \beta_4 TAM + \beta_5 SETOR + ENDV \varepsilon \quad (1)$$

A partir da Equação 1, foram testados dois modelos: Modelo 1 – variáveis de internacionalização como *dummies*; e Modelo 2 – variáveis de internacionalização como contínuas. Assim, procura-se inferir se a presença da empresa no ambiente internacional (Modelo 1) e os diferentes níveis de

internacionalização (Modelo 2) têm impacto significativo na remuneração dos diretores.

Ambas as análises foram processadas com o auxílio do pacote estatístico *Statistic Package for Social Sciences* (SPSS 22.0), estabelecendo-se como aceitável o nível crítico de significância (*p-value*) 0,05. Por meio deste, também foi realizado o teste de Kolmogorov- Smirnov, constatando-se a ausência de normalidade das observações.

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Inicialmente, destaca-se algumas características das 96 empresas da amostra. A Tabela 01 apresenta a distribuição das empresas por setor de atuação, de acordo com a classificação da B3.

**Tabela 01 – Distribuição da amostra do estudo por setor de atuação**

Setor	Quantidade de empresas por setor	Proporção
Bens Industriais	1	1%
Comunicações	3	3%
Consumo cíclico	33	34%
Consumo não cíclico	16	17%
Materiais Básicos	9	9%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	2%
Tecnologia da Informação	3	3%
Utilidade Pública	29	30%
<b>Total</b>	<b>96</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 01 observa-se que as maiores empresas por valor de mercado da amostra atuam, predominantemente, no setor Consumo cíclico (34%), seguido dos setores Utilidade pública (30%) e Consumo não cíclico (17%). No setor Consumo cíclico estão empresas que atuam no comércio, construção civil, eletroeletrônicos e transporte. No setor Utilidade pública, 28 empresas pertencem ao segmento de Energia Elétrica e apenas uma empresa de Água e Saneamento. No setor Consumo não cíclico estão empresas que atuam nos segmentos de agropecuária, têxtil e alimentos e bebidas.

Além da classificação por setor de atuação, destaca-se que 51 das 96 empresas da amostra pertencem ao segmento de listagem denominado Novo Mercado, da B3. O Novo Mercado norteia as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa e, dessa forma, espera-se que a melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzam as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores, bem como aumenta a visibilidade da empresa diante do mercado doméstico e internacional.

Na seqüência, encontra-se evidenciada a representatividade da internacionalização nas 96 empresas da amostra, bem como a estatística descritiva das variáveis de internacionalização (Tabela 02).

**Tabela 02 – Estatística descritiva das variáveis de internacionalização**

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Capital Social	51	20,35%	19,0835	2,1600%	72,32%
Mercados	31	9,83	11,6163	1	64
Receitas	37	36,95%	32,9504	0,0040%	92,49%

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que as maiores empresas em valor de mercado, de capital aberto do Brasil, listadas na bolsa, em sua maioria internacionalizaram-se através do capital. São 51 empresas com participação estrangeira no capital, com uma média de aproximadamente 20%. Apenas um terço da amostra, aproximadamente, internacionalizou-se, exportando ou se instalando em outros países. Esse achado certifica a afirmação de Smaniotto, Paiva e Vieira (2012) de que a temática sobre internacionalização é recente no cenário empresarial brasileiro, já que a internacionalização das empresas da amostra pode ser verificada pelos processos menos complexos, apresentados pela participação de investidores estrangeiros no capital social e pelas vendas ao mercado.

No que diz respeito à internacionalização dos mercados, somente 31 empresas possuem subsidiárias em outros países, com uma média de 9,8 países por empresa. Com subsidiárias em 64 países, a Dufry AG é a empresa com o mais alto nível de dispersão geográfica, conforme identificado em seu Formulário de Referência.

No que tange à internacionalização das receitas, são 37 as empresas que exportam, com uma média de aproximadamente 37%. Esse resultado diverge da pesquisa de Floriani e Fleury (2012), os quais afirmam que a exportação é a forma mais comum de internacionalização. Os dados apresentaram elevada dispersão, com alta variabilidade entre as empresas da amostra, destacando-se a Vale com as receitas provenientes de subsidiárias estrangeiras correspondendo a 92% do faturamento total.

A Tabela 03 apresenta a estatística descritiva da variável remuneração total (logaritmo natural) utilizada para mensurar a

remuneração dos executivos. Para essa análise, a variável foi dividida em dois grupos (*dummy*), considerando-se a internacionalização das empresas; ou seja, foram classificadas como internacionalizadas as empresas que apresentaram valores em pelo menos uma das três métricas de internacionalização (capital social, mercados ou receitas).

Na Tabela 03, verifica-se, através da média e da medida de máximo, que nas empresas internacionalizadas registram-se as maiores remunerações dos executivos, e que a dispersão dos dados, indicada pelo desvio-padrão, é menor quando comparada com a das empresas não internacionalizadas, indicando que a variação da remuneração total é menor nesse grupo de empresas. Esse achado corrobora os resultados encontrados em outros países (CARPENTER; SANDERS, 2004; OXELHEIM; RANDOY, 2005), segundo os quais as companhias internacionalizadas remuneram melhor seus diretores.

Através do teste de Kolmogorov-Smirnov, certificou-se que nenhuma das variáveis apresentou distribuição normal, já que o p-valor do teste foi inferior a 0,05 (Sig. = 0,000), justificando-se, assim, a aplicação de um teste não paramétrico. Destarte, para se analisar diferenças significativas entre remuneração total dos diretores das empresas internacionalizadas e a das não internacionalizadas, aplicou-se o teste de diferenças entre médias para amostras independentes de Mann-Whitney. Assim, a Tabela 04 mostra os resultados dos testes de diferenças entre médias nas empresas dos dois grupos destacados, para cada uma das três dimensões da internacionalização adotadas no estudo.

**Tabela 03 - Estatística descritiva da variável de remuneração dos executivos**

Variável		Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Remuneração Total	Internacionalizadas	16,6866	0,8197	14,46	18,42
	Não Internacionalizadas	15,9265	1,1960	11,49	17,43

Fonte: Dados da pesquisa.

**Tabela 04 – Teste de Mann-Whitney**

Internacionalização		N	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
Capital Social	Internacionalizadas	51	768,5	1803,5	-2,783	0,005*
	Não Internacionalizadas	45				
Mercados	Internacionalizadas	31	894,0	3039,0	-0,889	0,374
	Não Internacionalizadas	65				
Receitas	Internacionalizadas	37	912,0	2682,0	-1,351	0,177
	Não Internacionalizadas	59				

(\*) Significante a 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 04, pode-se constatar que apenas uma das três dimensões de análise da internacionalização apontou diferença significativa na comparação entre as empresas internacionalizadas e as não internacionalizadas: a internacionalização do capital social. Ou seja, os resultados sugerem que exportar e se instalar no ambiente internacional não pressupõem influência na remuneração dos executivos.

Com o intuito de se comprovar a influência das três variáveis de internacionalização na variável remuneração total, aplicou-se a regressão linear múltipla. Na Tabela 05, visualizam-se os resultados da regressão, sendo testados dois modelos distintos. No Modelo 1, as variáveis de internacionalização são *dummies*, pois, *a priori*, avalia-se se a participação da empresa no ambiente internacional, independentemente do grau, influencia a remuneração dos executivos. Já no Modelo 2, as variáveis são contínuas, pois procura-se inferir se os níveis de internacionalização têm influência na remuneração total dos executivos das empresas da amostra.

**Tabela 05 – Resultados da regressão linear múltipla**

Variável	Modelo 1				Modelo 2			
	Beta	T	Sig.	VIF	Beta	T	Sig.	VIF
Constante	-	6,136	0,000(*)	-	-	6,048	0,000(*)	-
Inter_CAP	-0,204	-2,114	0,037(**)	1,085	0,205	2,173	0,032(**)	1,061
Inter_MERC	-0,015	-0,100	0,920	2,699	0,108	0,989	0,325	1,423
Inter_REC_EX	-0,073	-0,477	0,635	2,735	0,041	0,378	0,707	1,401
TAM	0,375	3,818	0,000(*)	1,128	0,379	3,895	0,000(*)	1,129
ENV	-0,016	-0,164	0,870	1,078	-0,011	-0,115	0,908	1,065
SETOR	-0,025	-0,259	0,796	1,059	0,015	0,160	0,873	1,063
R	0,489	Durbin-Watson		1,982	R	0,503	Durbin-Watson	
R <sup>2</sup>	0,239	F		4,646	R <sup>2</sup>	0,253	F	
R <sup>2</sup> ajustado	0,188	Sig.		0,000	R <sup>2</sup> ajustado	0,203	Sig.	

(\*) Significante a 0,01; (\*\*) Significante a 0,05.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 05, os Modelos 1 e 2 mostraram-se significativos, com poder explicativo de 18,8% e 20,3%, respectivamente. Nos dois modelos, foram descartados os problemas de autocorrelação dos resíduos (Durbin-Watson de 1,982 e 2,106, respectivamente), e as estatísticas de *Variance Inflation Factor* (VIF) demonstraram não haver problemas significativos de multicolinearidade. De acordo com ambos os modelos, apenas a internacionalização do capital social da empresa influencia positivamente a remuneração dos diretores nas empresas da amostra.

Dessa forma, pode-se concluir que a internacionalização, em si, demonstrou ser um imperativo da remuneração dos diretores nas empresas analisadas, considerando-se a estratégia de participação de estrangeiros no capital social. Entretanto, não se verificou relação de influência

quanto às dimensões internacionalização dos mercados e internacionalização das receitas. Os achados corroboram alguns estudos estrangeiros (CARPENTER; SANDERS, 2004; LIN, CHENG, 2013; WOO, 2017) que utilizaram como métrica de mensuração da internacionalização a participação estrangeira no capital social.

Deve-se salientar que, à luz dos preceitos da Teoria da Economia dos Custos de Transação, na internacionalização das empresas, os custos de transação – negociações, garantias e meios para o cumprimento de contratos, dentre outros – tendem a ser minimizados em virtude da homogeneização da economia global, iniciada na década de 1990 (OVIATT; MCDUGLAS, 1994). Entretanto, o presente estudo mostra indícios de que a internacionalização das empresas através da participação de estrangeiros no capital social sugere um aumento dos custos de transação inerentes ao processo de internacionalização – neste estudo, esse custo corresponde à remuneração dos executivos.

Pode-se apontar, então, que a remuneração dos diretores deve ser considerada na estratégia de internacionalização, na medida em que promove o ajuste ou o alinhamento entre as transações da empresa e os interesses particulares. Nessa perspectiva, e segundo Williamson (1985), a possibilidade de internacionalização do capital social como mecanismo de entrada em mercados externos é contemplada no modelo de internacionalização dos custos de transação, considerando-se como ideia central que a decisão de se internacionalizar só é tomada quando as vantagens são maiores que as desvantagens criadas pelas falhas de mercado e pelos custos de transação.

Destaca-se, assim, que, à luz da Teoria da Economia dos Custos de Transação, o presente estudo leva em conta que o aumento na remuneração dos executivos é um custo de transação requerido pelo mercado internacional, o qual não deve ser negligenciado no processo de internacionalização das empresas.

## 5 CONCLUSÕES

No contexto das empresas de capital aberto

listadas na B3, com maior valor de mercado segundo os dados do Economática®, analisou-se a influência da internacionalização empresarial na remuneração dos diretores executivos, à luz da Teoria da Economia dos Custos de Transação. Tratando-se a internacionalização sob múltiplas dimensões, procurou-se suprir a lacuna existente nas pesquisas nacionais acerca da relação entre os dois construtos.

Por meio de análise descritiva, verificou-se que a internacionalização atinge diferentemente as empresas, em proporção e intensidade. Os aspectos mais considerados pelas empresas ao se internacionalizar são o capital social, as exportações e a presença física (instalação) em outros países, nessa ordem de importância. Segundo a literatura, este último acarreta mais risco e demanda mais comprometimento da empresa, o que pode justificar o resultado encontrado. Todavia, a exportação, apontada como meio mais frequente de internacionalização, não apresentou resultados convergentes com os de outros estudos.

Ainda por meio da análise descritiva, verificou-se, através da média e da medida de máximo, que nas empresas internacionalizadas registram-se as maiores remunerações de executivos, bem como que a dispersão dos dados indicada pelo desvio-padrão é menor quando comparada com a das empresas não internacionalizadas, o que indica que a variação da remuneração total dos executivos é menor nesse grupo de empresas.

O resultado do teste de diferenças entre médias revelou que apenas as empresas internacionalizadas por meio da participação estrangeira no capital social apresentaram diferenças estatisticamente significantes no tocante à remuneração dos diretores. Com a aplicação da regressão linear múltipla, constatou-se que os investidores estrangeiros (internacionalização do capital social) influenciam positivamente a remuneração dos diretores, ou seja, que a internacionalização via capital social influencia a compensação dos executivos. Todavia, a inserção da empresa no mercado internacional, através de subsidiárias em outros países ou de exportação, segundo o

modelo testado, não influencia a remuneração total dos executivos nas empresas da amostra. Dessa forma, não se pode aceitar a hipótese da pesquisa para todas as dimensões da internacionalização analisadas.

Como já mencionado, a pesquisa considera a remuneração dos diretores um custo de internacionalização necessário para a inserção das empresas no mercado externo, à luz da Teoria da Economia dos Custos de Transação. Entretanto, no geral, a internacionalização tende a minimizar os custos de transação, em virtude da homogeneização da economia global. Cabe ressaltar que a correlação entre os dois construtos – internacionalização empresarial e remuneração de diretores – foi verificada tanto sob o enfoque teórico quanto sob o empírico, na medida em que, ao se confrontar as empresas internacionalizadas com as não internacionalizadas, identificaram-se diferenças e semelhanças significantes na remuneração de diretores, revelando-se um provável custo de transação inserido no processo de internacionalização.

Há uma escassez de estudos acerca dessa temática, e as pesquisas encontradas são incipientes, havendo, portanto, a necessidade de maior aprofundamento no assunto. A pesquisa avança nos campos teórico e prático, porém algumas limitações podem ser apontadas, razão pela qual sugere-se uma reflexão para futuras pesquisas, tanto quanto à internacionalização corporativa como em relação à remuneração dos diretores, em especial quanto ao uso de outras medidas e ampliação de variáveis. O presente estudo cobre apenas um período, podendo ser replicado em um lapso temporal maior, suscitando inferência acerca do efeito temporal dos dados. Para além, recomenda-se uma amostra que contemple todas as empresas de capital aberto listadas na bolsa brasileira. Destaca-se, ainda, a possibilidade de análise comparativa entre empresas de países em desenvolvimento e empresas de nações desenvolvidas.

## REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE FILHO, A. R.; FREIRE, M. M. A.; DE LUCA, M. M. M; VASCONCELOS, A. C. Influência da internacionalização e da inovação na competitividade empresarial. **Internext: Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, v. 15, n. 1, p. 1-18, 2020.

ATKINSON, A. A.; KAPLAN, R. S.; MATSUMURA, E. M.; YOUNG, S. M. **Contabilidade gerencial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BARRETTO, A. **A internacionalização da firma sob o enfoque dos custos de transação**. In: ROCHA, A.da (Org.). A Internacionalização das Empresas Brasileiras: estudos de gestão internacional. Rio de Janeiro: Mauad, 2002.

BEUREN, I. M.; PAMPLONA, E.; LEITE, M. Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 24, n. 6, p. 514-531, 2020.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, p. 8025, 2014.

BOUÇAS, A. S.; GOMES, J. S. Controle gerencial em empresas brasileiras internacionalizadas: o caso de uma empresa de material elétrico. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 2, p. 6-26, 2010.

CARPENTER, A. M.; SANDERS, G. Wm. The Effects Top Management Team Pay and Firm Internationalization on MNC Performance. **Journal of Management**, v. 30, n. 4, p. 509-528, 2004.

CUERVO-CAZURRA, A. How the analysis of developing country multinational companies helps advance theory: Solving the Goldilocks debate. **Global Strategy Journal**, v. 2, p. 153-167, 2012.

CUERVO-CAZURRA, A.; MALONEY, M.; MANRAKHAN, S. Causes of the difficulties in internationalization. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 5, p. 709–725, 2007.

CUNHA, P. R.; VOGT, M.; DEGENHART, L. Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 1-16, 2016.

DENBERG, M. W. S.; GOMES, J. S. Impactos ocasionados pela internacionalização em empresas brasileiras: um estudo de caso múltiplo. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 3, p. 77-99, 2011.

DOW, J.; RAPOSO, C. CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy. **The Journal of Finance**, v. IX, n. 6, 2006.

ERMEL, M. D. A.; MEDEIROS, V. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 82, p. 84-98, 2020.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FIRTH, M.; FUNG, P. M.Y.; RUI, O. M. How ownership and corporate governance influence chief

executive pay in China's listed firms. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 7, p. 776-785, 2007.

FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.

FLORIS, L. M.; CALEGÁRIO, C. L. L. A internacionalização de uma empresa brasileira e os riscos de mercado sob a óptica do modelo de Uppsala. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, v. 10, n. 3, p. 59-78, 2019.

FUNCHAL, Jeferson de Araujo. **Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto Latino-Americanas**. 2005. 172 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.

GWON, J. H.; SHIN, J. The Effect of Ownership on Pay, Performance, and Internationalization: Evidence from Korean Small and Medium Enterprises. **Journal Information Service System**, v. 31, n. 3, p. 117-144, 2020.

HAIR JR., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAN, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

LIN, Wen-Ting; CHENG, Kuei-Yang. Upper echelon compensation, performance, and the rhythm of firm internationalization. **Management Decision**, v. 51, n. 7, p. 1380-1401, 2013.

LIN, Dan; KUO, Hsien-Chang; WANG, Lie-Huey. Chief executive compensation: An empirical study of fat cat CEOs. **International Journal of Business and Finance Research**, v. 7, n. 2, p. 27-42, 2013.

LIN, Dan; LIN, Lu. The interplay between director compensation and CEO compensation. **International Journal of Business & Finance Research**, v. 8, n. 2, p. 11-26, 2014.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FERNANDES, B. H. R. O impacto da internacionalização nos esquemas interpretativos dos dirigentes do Banco Bamerindus. **Revista de Administração de Empresas**, v. 39, n. 1, p. 14-24, 1999.

MAIA, A. B. G. R.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, v. 8, n. 2, p. 40-60, 2013.

MAPURANGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD, 37., Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: EnANPAD, 2013.

MIRANDA, K. F.; TOMÉ, W. C.; GALLON, A. V. Evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na BM&FBovespa: um estudo à luz dos CPCs 10 e 33. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 51, p. 35-47, maio/ago. 2011.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L.; LERNER, D. F. A influência da avaliação de desempenho

operacional e de gestores no resultado das empresas. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8. **Anais...** São Paulo: USP, 2008.

OVIATT, B. M.; McDOUGLAS, P. P. Toward a Theory of International New Ventures. **Journal of International Business Studies**, v. 25, n. 1, p. 45-64, 1994.

OYADOMARI, J. C. T.; CÉSAR, A. M. R. V. C.; SOUZA, E. F.; OLIVEIRA, M. A. Influências da remuneração de executivos na congruência de metas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, ano 6, v. 1, n. 12, p. 53-74, jan./jun. 2009.

OXELHEIM, L.; RANDOY, T. The Effects of Internationalization on CEO Compensation. **Journal of International Business Studies**, v. 36, n. 4, p. 470-483, 2005.

OZKAN, Neslihan. CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data. **European Financial Management**, v. 17, n. 2, p. 260-285, 2011.

PLATCHEK, R. B., FLORIANI, D. E.; BORINI, F. M. A influência do grau de internacionalização no desempenho das empresas têxteis. **Revista Gestão Organizacional**, v. 5, n. 1, p. 70-81, 2012.

RIBEIRO, I.; SERRA, F. A. R.; BERTOLINI, G. R. F. Influências da experiência internacional e da diversificação de negócios no grau de internacionalização das Multinationais Brasileiras. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, v. 11, n. 3, p. 36-49, 2016.

RISSATTI, J. C.; DE SOUZA, J. A. S.; BORBA, J. A. O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 14, n. 1, p. 54-75, 2019.

RUIGROK, W.; WAGNER, H. Internationalization and performance: an organizational learning perspective. **Management International Review**, v. 43, p. 63-83, 2003.

SANTOS; P. S. A., ALMEIDA, D. M.; BEZERRA, F. A. Grau de disclosure voluntário e nível de governança corporativa no caso das companhias brasileiras de capital aberto: um estudo de relação. **Revista de Administração e Contabilidade – ReAC**, v. 5, n. 1, p. 4-21, 2013.

SANTOS, J. G. C., VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Perfil da inovação e da internacionalização de empresas transnacionais. **Revista de Administração e Inovação – RAI**, v. 10, n. 1, p. 198-211, 2013.

SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 300-319, 2015.

SANTOS, L. B. Políticas públicas e internacionalização de empresas brasileiras. **Sociedade & Natureza**, v. 27, n. 1, 2015.

SILVA, Júlio Orestes da; **Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras**. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Fundação Universidade Regional de Blumenau, FURB, Brasil, 2010.

SILVA, L. V.; LUZ, T. R. Gestão por competências: um estudo dos impactos gerados na avaliação de desempenho e remuneração. **GES – Revista Gestão e Sociedade CEPEAD/UFMG**, v. 4, n. 8, p. 539-561, maio/ago. 2010.

SMANIOTTO, E.; PAIVA, E. L.; VIEIRA, L. M. Estratégia de internacionalização através de upgrading funcional. **Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza v. 10, n. 1, p. 15-29, jan/jun., 2012.

SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding Hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. **Contabilidade, Gestão e governança**, v. 14, n. 2, p. 62-81, 2011.

SULLIVAN, D. Measuring the degree of internationalization of a firm. **Journal of International Business Studies**, v. 34, n. 2, p. 165-186, 1994.

THE ECONOMIST. **Executive Pay**. Londres, Inglaterra, set. 2000. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/383424>> Acesso em: 30 jun. 2017.

TREVISAN, L. Internacionalização de empresas brasileiras: uma aplicação do “modelo de Uppsala”. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 4, n. 2, p. 163, 2008.

UNCTAD. **World Investment Report**. Nova Iorque: Nações Unidas, 2000.

VENDRUSCOLO, L. T.; GALINA, S. V. R. A internacionalização no processo de inovação das startups brasileiras de tecnologia da informação e comunicação (tic). **Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, v. 9, n. 2, p. 123-157, 2020.

VERMEULEN, F.; BARKEMA, H. Pace, Rhythm, and Scope: process dependence in building a Profitable Multinational Corporation. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 7, p. 637-653, 2002.

WILLIAMSON, O. **The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985.

WOO, H. The effect of CEO compensation structure on the early internationalization of newly public firms. **The International Journal of Human Resource Management**, p. 1-20, 2017.

WOOD JÚNIOR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica**: como usar a remuneração para acelerar os processos de mudança. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.