

Estratégias de diversificação internacional e seus efeitos no desempenho de empresas listadas na B3

Aloisio Pereira Júnior¹, Vinicius Pereira² 

Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia - MG, Brasil.



¹aloisio@iftm.edu.br

²viniciuss56@ufu.br

Editado por:
Orleans Silva Martins

Resumo

Objetivo: A pesquisa busca verificar se o caixa moderado pelas contingências ambientais (munificência e dinamismo) medeia a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas brasileiras exportadoras listadas na B3.

Método: Foram analisadas empresas brasileiras exportadoras listadas na B3, no período de 2010 a 2020 e realizadas análises multivariadas com dados em painel com efeitos fixos e dinâmicos, nesse caso, utilizando-se o método System-GMM, por meio do modelo de mediação moderada proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005).

Resultados: Os resultados indicam que o caixa, moderado pela instabilidade e crescimento do setor, medeia a relação entre a diversificação internacional e desempenho das empresas exportadoras da amostra. O efeito indireto da diversificação internacional no desempenho é melhor por meio de maior liquidez das empresas exportadoras em um ambiente menos instável e munificente. Os achados sugerem que os gestores de empresas exportadoras devem analisar as reservas de caixa na expansão dos negócios para o mercado externo, levando em consideração o ambiente de tarefas no qual a empresa atua.

Contribuições: O presente estudo traz contribuições para a teoria por expandir os estudos dos efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas, sugerindo que a liquidez tem valor estratégico na expansão dos negócios para o mercado externo. Empiricamente, traz implicações práticas importantes sobre o processo de tomada de decisão de constituição e gestão da liquidez, mostrando que os gestores de empresas exportadoras devem analisar os custos e benefícios da liquidez, observando a instabilidade e crescimento do setor para melhorarem o desempenho das empresas. uma estratégia da alta administração que busca melhorias na transparência e qualidade das informações contábeis.

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

Como citar:

Pereira Júnior, A., & Pereira, V. (2022). INTERNATIONAL DIVERSIFICATION STRATEGIES AND THEIR EFFECTS ON THE PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED ON B3. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 15(2). <https://doi.org/10.14392/asaa.2022150201>

Recebido: Outubro 30, 2021
Revisões requeridas: Agosto 01, 2022
Aceito: Setembro 28, 2022

Introdução

A relação entre diversificação internacional e desempenho organizacional tem sido bastante estudada na literatura de negócios internacionais, porém os achados têm mostrado resultados mistos e, portanto, inconclusivos (Bausch & Krist, 2007; Kirca et al., 2011; Marano, Arregle, Hitt, Spadafora, Essen, 2016).

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

No presente estudo considera-se o caixa e as contingências ambientais um mecanismo que pode mediar a relação direta entre diversificação internacional e desempenho. Com isso, propõe-se o acréscimo da variável caixa, moderada pelas contingências ambientais, na análise dos efeitos da diversificação internacional no desempenho das empresas. Para tanto, analisa-se o efeito direto da diversificação internacional no desempenho, o efeito da diversificação internacional no caixa e, por conseguinte, o efeito do caixa moderado pelas contingências ambientais no desempenho.

Os estudos sobre os efeitos da retenção de caixa no desempenho das empresas têm gerado conclusões em sentidos contrários (Almeida, Campello, Cunha, Weisbach, 2004; Fresard, 2010; Nason & Patel, 2016; Rocca & Cambrea, 2018; Rocca, Stagliano, Rocca, Cariola, Skatova, 2019; Aslam, Kalim, Fizza, 2019; Doan, 2020). Os resultados opostos podem ser decorrentes das diferentes características das empresas ou dos seus contextos institucionais (Doan, 2020), sendo o ambiente uma das principais fontes de contingências enfrentadas por uma empresa (García-Sánchez, Martínez-Ferrero, Garcia-Benau, 2018).

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

Jung et al. (2020) investigaram como as dimensões do ambiente de tarefas organizacionais, dinamismo, complexidade e munificência, influenciam o valor estratégico do caixa, entendido como um recurso versátil que facilita o ajuste estratégico entre a empresa e o ambiente. Os autores descobriram que o dinamismo e a complexidade fortaleceram a relação entre caixa e desempenho e a munificência atenuou a relação.

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

Portanto, objetiva-se verificar se a relação entre diversificação internacional e desempenho das empresas exportadoras brasileiras listadas na B3 é mediada pela moderação entre caixa e contingências ambientais. A influência das contingências ambientais em economias emergentes pode ser maior do que em economias desenvolvidas, uma vez que a fragilidade de suas instituições pode gerar incerteza e um ambiente aleatório (Puffer, Mccarthy, Boisot, 2010), justificando-se a realização da presente pesquisa no Brasil, que é um país emergente com grandes incertezas políticas, econômicas e institucionais (Miranda, Pimentel, Bezerra, 2018).

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

O presente estudo traz contribuições para a teoria por expandir os estudos dos efeitos da diversificação

internacional no desempenho das empresas, sugerindo que a liquidez tem valor estratégico na expansão dos negócios para o mercado externo e que pode ser considerada, num contexto de instabilidade e crescimento do setor, uma variável mediadora da relação entre diversificação internacional e desempenho.

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

2. Referencial teórico e hipóteses

2.1 Diversificação internacional e desempenho

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

Estudos anteriores mostraram uma relação linear positiva (Nachum, 2004; Bany-Ariffin, Matemilola, Wahid, Abdullah, 2016; Song & Lee, 2020), negativa (Chen & Tan, 2012; Singla & George, 2013; Vithessonthi & Racela, 2016), curvas em forma de U (Contractor, Kumar, Kundu, 2007), relação em U-invertido (Elango, 2006) e outros registraram curvas em S (Lu & Beamish, 2004; Chiang & Yu, 2005; Kumar & Singh, 2008). Em pesquisa realizada no Brasil, Teruel, Pereira e Maestri (2013) encontraram relação em forma de U entre a diversificação internacional e desempenho.

Os resultados mistos das pesquisas empíricas têm levado estudiosos a questionarem as bases teóricas que examinam a relação direta entre diversificação internacional e desempenho isolada de outras condições contextuais ou processuais (Verbeke & Forootan, 2012; Buckley & Tian, 2016). Pesquisas mais recentes estudaram

o papel dos recursos ou ativos específicos da empresa no processo de diversificação internacional e o seu efeito indireto no desempenho, investigando sob a ótica da mediação como a diversificação internacional auxilia as empresas a desenvolverem ativos específicos que melhoram a competitividade e a lucratividade (Buckley & Tian, 2016; Tashman, Marano, Babin, 2019).

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

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

2.2 A relação entre diversificação internacional e retenção de caixa

Para a VBR certos recursos podem fornecer crescimento e vantagem competitiva para as empresas (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Barney, 1991). Para Penrose (1959), os recursos versáteis, entendidos como aqueles que oferecem uma infinidade de possibilidade de serviços nas atividades produtivas da firma, contribuem para o seu crescimento, em outras palavras, lucratividade. Além disso, em conformidade com Barney (1991), os recursos devem ser valiosos, raros, insubstituíveis e inimitáveis (VRIN) para que proporcionem vantagem competitiva para as empresas.

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

A literatura de finanças já forneceu diversas teorias e arcabouços de evidências referentes aos benefícios e custos da liquidez (Jung et al., 2020). Para Keynes (1936) as empresas mantêm caixa para suportarem as suas transações normais e certas, mantêm por motivo de precaução, no caso de situações contingenciais, e por motivo de especulação, com o objetivo de aproveitarem as oportunidades emergentes.

Segundo Myers e Majluf (1984) a empresa mantém folga financeira para que possa ser usada para financiar investimentos quando a captação de recursos por meio de dívidas e ações é dispendiosa. Para a teoria dos custos de transação, as empresas mantêm maiores níveis de caixa para reduzirem os custos de transação para levantarem fundos e não liquidarem ativos para fazerem pagamentos (Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson, 1999; Mun & Jang, 2015).

Os benefícios gerados pela manutenção do caixa permitem que as empresas evitem o custo de liquidar os ativos e levantar recursos, com vistas a aproveitar as oportunidades de crescimento, além de atenuar a probabilidade de problemas financeiros, o que as levariam a enfrentar altos custos de financiamento, mas também a declinar de projetos de investimentos rentáveis (Jamil, Anwar, Afzaal, Tariq, Asif, 2016).

Em contraste a essa visão positiva, a liquidez também está associada a problemas de agência, ou seja, aos custos de oportunidades para o acionista. Nessa perspectiva, as reservas de dinheiro podem desencadear o comportamento oportunista entre os gerentes que, de forma discricionária, usam o dinheiro para seu próprio interesse, maximizando a sua utilidade pessoal (Jensen, 1986), ao invés de gerar riqueza para o acionista sendo reinvestido em oportunidades de negócios.

É crescente o número de empresas que acumulam reservas de caixa como suporte aos processos de crescimento e desenvolvimento de negócios (Rocca & Cambrea, 2018). Pinkowitz, Stulz e Williamson (2016) mostram uma tendência de aumento da liquidez das empresas em todo o mundo, inclusive multinacionais, mas apesar disso a política de retenção de caixa dessas empresas tem sido pouco explorada na literatura (Fernandes & Gonenc, 2016).

Estudos anteriores demonstraram que as empresas diversificadas internacionalmente retêm mais caixa do que as suas contrapartes domésticas (Ramírez & Tadesse, 2009; Chiang & Wang, 2011; Gu, 2017; Wu, Yang, Zhou, 2017; Pereira Júnior; Pereira; Penedo, 2021) e que a diversificação internacional aumenta a propensão das empresas economizarem dinheiro durante crises econômicas (Benkraiem, Lakhel, Zopounidis, 2020). Pesquisas também mostram que a diversificação internacional é um fator determinante das reservas de caixa (Chiang & Wang, 2011; Arata, Sheng e Lora, 2015), que tem efeito positivo na retenção de caixa (Pinkowitz et al., 2016) e que as atividades de exportação aumentam

a necessidade de ativos líquidos por estenderem o ciclo operacional das empresas (Ramírez & Tadesse, 2009).

Sob a perspectiva da VBR, com a diversificação internacional as empresas podem explorar mercados em diferentes países, possibilitando o acesso a um conjunto de recursos antes restritos, bem como propiciando oportunidades para a criação de novos recursos (Bausch & Krist, 2007; Yuan, Qian, Pangarkar, 2016). Dessa forma, sugere-se que as empresas à medida que aumentam a diversificação internacional, aumentam as suas reservas de caixa, levantando-se a seguinte hipótese:

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

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

Do ponto de vista teórico, a relação da liquidez com o desempenho se encontra estabelecida na literatura, porém os resultados são mistos, evidenciando relação linear positiva (Almeida et al., 2004; Fresard, 2010; Forti, Peixoto, Freitas, 2011; Rocca & Cambrea, 2018; Rocca et al., 2019; Doan, 2020; Pereira Júnior et al., 2021), linear negativa (Aslam et al., 2019) e em forma de U-invertido (Nason & Patel, 2016).

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

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

O dinheiro em caixa pode ser um recurso benéfico para a empresa se adaptar ao contexto em que atua (Almeida et al., 2004; Deb, David, O'brien, 2017; Rocca et al.,

2019). De acordo com Kim e Bettis (2014) o dinheiro é o recurso mais flexível e versátil que as empresas podem ter, uma vez que pode ser convertido a qualquer momento para qualquer propósito, representando uma capacidade latente de realizarem um conjunto mais amplo de ações estratégicas. Ainda, tem o potencial de conferir vantagem competitiva e proteger a empresa de turbulências ambientais, melhorando o desempenho pela facilitação da adaptação a ambientes complexos (Deb et al., 2017).

Numa perspectiva contingencial, a eficácia da organização está relacionada à conformidade entre as suas características internas e contingências externas (Wang & Singh, 2014), sendo o ambiente uma das principais fontes de contingências enfrentadas por uma empresa (García-Sánchez et al., 2018). O desempenho organizacional depende do ajuste entre a estrutura, processos e ambiente organizacional (Drazin, Van de Ven, 1985).

Dessa forma, a maneira pela qual a empresa combina os seus recursos com o ambiente externo influencia o seu desempenho (Drazin et al., 1985; Wang & Singh, 2014; Jung et al., 2020). Sugere-se, então, a integração da teoria Contingencial com a VBR em sua lógica Penroseana (1959) no estudo dos efeitos das contingências ambientais externas e da liquidez no desempenho das empresas.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

crise do subprime de 2008.

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

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

A Figura 1 apresenta o modelo conceitual do efeito da diversificação internacional no desempenho mediada pela moderação entre o caixa e as contingências ambientais.

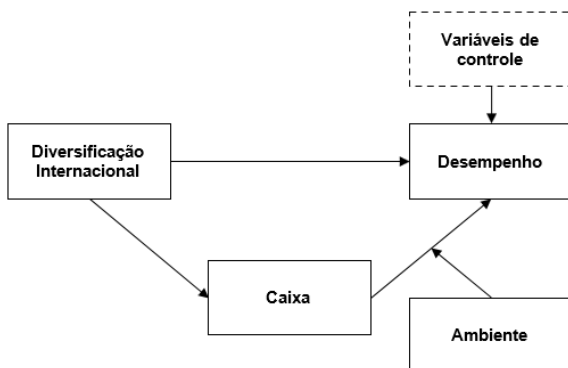


Figura 1 - Diversificação internacional e desempenho: modelo conceitual

Fonte: Elaborado pelos autores (2021)

3. Métodos

3.1 Dados e amostra

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

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

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

3.2 Variáveis do estudo

As variáveis são de balanços patrimoniais e demonstrações do resultado consolidados e do encerramento do exercício. Na Tabela 1 são relacionadas as variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 1 – Variáveis do estudo de diversificação internacional

Variável	Sigla	Definição	Base de dados	Autores
Dependente				
Desempenho operacional	ROA	Lucro operacional antes dos juros dividido pelo ativo total.	Econômica	Nachum (2004); Oh (2010); Forri et al. (2011); Chen e Tan (2012); Jung et al. (2020); Pereira Júnior et al. (2021)
Independente				
Grau de Internacionalização	EXP	Receita de exportação dividida pela receita total.	B3 – formulário de referência 7.6	Chen e Tan (2012); Oh (2010)
Mediadora				
Retenção de caixa	CAI	Caixa e equivalentes de caixa dividido pelo ativo total.	Econômica	Jung et al. (2020)
Controle				
Investimento	INV	Despesas de capital dividido pelo total de ativos		Jung et al. (2020)
Crescimento das vendas	VEN	Logaritmo natural da razão entre vendas(t) e vendas(t-1)		Jung et al. (2020)
Fluxo de caixa	FLC	Lucro operacional antes da depreciação, menos imposto de renda total, menos a mudança anual em impostos diferidos, menos despesas com juros brutos sobre a dívida total, menos o valor dos dividendos e dividido pelo total de ativos	Econômica	Jung et al. (2020)
Endividamento	END	Dívida total dividida pelo total de ativos		Jung et al. (2020)
Tamanho da firma	TAM	Logaritmo natural do total de ativos		Rocca e Cambrea (2018); Rocca et al. (2019)
Folga Absorvida (CGL)	CGL	Capital de Giro Líquido dividido pelo total de ativos		Jung et al. (2020)
Folga Absorvida (DA&V)	DAV	Despesas administrativa e de vendas dividido pelas vendas		Jung et al. (2020)

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

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2021)

Todas as variáveis foram *winsorizadas* a 1% para o tratamento da influência de *outliers*. As variáveis

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

3.3 Técnica analítica

A análise dos dados foi realizada por meio de regressão linear múltipla com dados em painel. Para o teste da mediação moderada utilizou-se o modelo proposto por Muller, Judd e Yzerbyt (2005), o qual adota a abordagem clássica descrita por Baron e Kenny (1986), conforme os seguintes modelos:

$$Y = \beta_1 + \beta_2 X + \beta_3 X^2 + \beta_4 Mo + \beta_5 X Mo + \varepsilon_1 \quad (1)$$

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

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

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

Para demonstrar a mediação moderada em uma amostra de dados, o caso prototípico na equação (1) leva à expectativa de que β_2 e β_3 sejam significativamente diferentes de zero, enquanto β_5 não o é. Além disso, um ou ambos dos seguintes padrões devem existir: ambos β_{12} e β_{27} devem ter significância estatística ou ambos β_{14} e β_{26} .

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

ambientais na relação entre grau de internacionalização (EXP) e desempenho (ROA).

A mediação moderada analisada nesta pesquisa não se adequa à abordagem de *bootstrapping* com reamostragem dos dados conforme realizada por Buckley (2016), pois os parâmetros dos modelos de sua pesquisa foram estimados com dados empilhados.

4. Discussão dos resultados

A Tabela 2 mostra a estatística descritiva das variáveis do estudo com o tratamento dos outliers, relacionando-se as médias, desvios-padrão e correlações.

Tabela 2 – Médias, desvios-padrão e correlações

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

Nota. Variáveis: ROA - Desempenho; EXP – Grau de Exportação; CAI – Retenção de caixa; INST – Instabilidade; CAP – Capacidade; CRE – Crescimento; INV – Investimento; VEN - Crescimento de Vendas; FLC – Fluxo de caixa; END – Endividamento; TAM – Tamanho; CGL – Folga absorvida (CGL); DAV – Folga absorvida (DA&V).

* Significância estatística ($p < 0,05$).

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

Pode-se verificar na Tabela 2 que as variáveis incluídas nas interações, a variável preditora (CAI) e as variáveis moderadoras (INST, CAP e CRE) apresentaram baixa correlação, sinalizando que essas variáveis são independentes (Gardner et al., 2017). Os resultados em que a mediação moderada foi constatada são apresentados nas Tabelas 3 e 4. A Tabela 3 apresenta os resultados relativos ao dinamismo, medido pela instabilidade do setor das empresas da amostra.

Tabela 3 – Resultados da análise de efeitos fixos para o modelo de mediação moderada – Dinamismo (instabilidade)

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

Nota. Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

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

Fonte: Elaborada pelos autores (2021)

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

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

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

Nota. Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

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

Fonte: Elaborada pelos autores (2021)

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

Para testar a hipótese H2, realizou-se a regressão do grau de internacionalização em relação à retenção de caixa. Na Tabela 3, modelo 1, o coeficiente do grau de internacionalização foi estatisticamente significativo e positivo ($\beta = 0,08$, $p < 0.05$). Na Tabela 4, modelo 1, o coeficiente do grau de internacionalização foi estatisticamente significativo e positivo ($\beta = 0,07$, $p < 0.10$). Esses resultados indicam que o grau de internacionalização está associado positivamente à retenção de caixa, cujos resultados suportam a H2. Esses achados se alinham aos resultados encontrados por

Pinkowitz et al. (2016) e Benkraiem et al. (2020).

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

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

Conforme a Tabela 3, modelo 4, o efeito indireto da diversificação internacional no desempenho será melhor por meio de maior liquidez em ambiente menos instável, uma vez que a relação da interação entre caixa e instabilidade foi estatisticamente significativa e negativa ($\beta = -0,88$, $p < 0.10$).

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

Observa-se na Tabela 4, modelo 4, que o efeito indireto da diversificação internacional no desempenho será melhor por meio de maior liquidez em ambiente menos munificente, uma vez que a relação da interação entre caixa e crescimento foi estatisticamente significativa e negativa ($\beta = -1,28$, $p < 0.01$).

Os resultados das moderações apresentados nas Tabela 3 e 4, modelo 4, mostram que um maior nível de instabilidade diminui o valor estratégico da liquidez, mas para o ambiente menos munificente, o baixo crescimento do setor aumenta o seu valor estratégico. Isso também é indicado nos gráficos da Figura 2 se a instabilidade for

alta e o crescimento do setor for baixo.

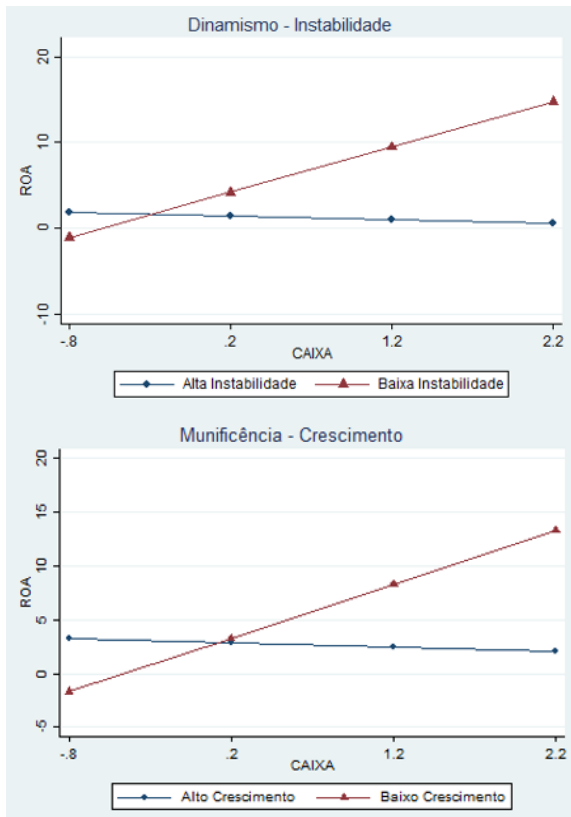


Figura 2 – Efeitos moderadores do ambiente de tarefas da empresa

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

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Os resultados sugerem que as empresas exportadoras ao expandirem as suas vendas para o mercado externo, mantem maiores reservas de caixa, recurso versátil (Penrose, 1959) que pode ser usado para a adequação das empresas às contingências ambientais externas (Jung et al., 2020). A instabilidade e o crescimento do setor moderam a relação entre o caixa e desempenho, fazendo com que essa relação seja mais fraca em ambientes de maior dinamismo e munificência.

As reservas de caixa para as empresas exportadoras são benéficas em ambientes de baixa munificência, uma vez que os resultados sugerem que maiores níveis de liquidez em ambientes de baixo crescimento do setor estão

associados a melhor desempenho, o que se alinha aos achados de Jung et al. (2020). Isso implica na suposição de que o caixa em tempo de baixa munificência auxilia as empresas a criarem valor (Fresard, 2010), desenvolverem novas capacidades (Kim & Bettis, 2014) e entrarem em novos mercados, enquanto que as empresas com pouco dinheiro podem sofrer por não serem capazes de se diversificarem (Jung et al., 2020) e serem penalizadas pela intensificação da concorrência em ambientes poucos generosos (Song & Lee, 2020).

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

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

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

Ainda, o efeito da retenção de caixa no desempenho pode ser diferente para medidas baseadas no mercado em comparação com as medidas baseadas na contabilidade (Nason & Patel, 2016), uma vez que os resultados encontrados por Jung et al. (2020) para o desempenho de mercado não foram confirmados para o desempenho operacional.

4.1 Teste de robustez

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

Como existe uma potencial causalidade reversa entre caixa e desempenho e potenciais problemas de endogeneidade, aplicou-se o Método Generalizado dos Momentos (GMM-System) de Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), usando uma estimativa dinâmica de dados em painel (Roodman, 2009; Ullah, Akhtar & Zaefarian, 2018) aos modelos 1, 3 e 4 das Tabelas 3 e 4. Os testes foram realizados utilizando-se o comando `xtabond2` no Stata. Utilizou-se como instrumentos as variáveis explicativas defasadas (t-1 a t-4).

Para a avaliação dos modelos estimados pelo GMM-System, realizou-se os seguintes testes: i) J de Hansen

para testar a validade dos instrumentos ($0,60 > p\text{-valor} > 0,05$); ii) Arellano-Bond AR(2) para identificar possíveis

problemas de autocorrelação de segunda ordem ($p\text{-valor} > 0,05$); iii) significância da variável dependente defasada para justificar a utilização de painel dinâmico ($p\text{-valor} < 0,05$).

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

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

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

Dependente	Instabilidade		Crescimento		Instabilidade		Crescimento	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	EF Caixa	GMM Caixa	EF Caixa	GMM Caixa	EF ROA	GMM ROA	EF ROA	GMM ROA
Caixa (t-1)		0,25***		0,25***				
ROA (t-1)						-0,12*		-0,13*
Investimento	-0,15	-0,05	-0,15	-0,04	26,5**	35,0**	26,3**	40,0
Vendas	0,01	-0,00	0,01	0,00	4,47***	8,64***	4,00**	8,10***
Fluxo de Caixa	0,03	0,01	0,02	0,01	-25,1	-41,4**	-25,2	-37,9**
Endividamento	-0,02	0,02	-0,02	0,02	-14,4***	-13,4***	-14,3***	-15,7***
Tamanho	0,02	-0,02	0,02	-0,02	-6,81	0,60	-6,87	0,13
CGL	0,07**	-0,01	0,06**	-0,01	2,96	-8,57*	3,07	-9,68**
DA&V	-0,08**	-0,05**	-0,08**	-0,05**	-20,9***	-9,8	-21,3***	-12,6*
Exportação	0,07*	0,09**	0,07*	0,10**	-4,97***	-6,65***	-4,98***	-6,94***
Exportação2					1,14*	2,78**	1,14*	2,54**
Caixa					15,5***	47,2***	15,6***	40,5***
Instabilidade	0,00	0,00			-0,41	-0,53		
Crescimento			-0,01	-0,03			1,24	2,22
_cons	-0,10	0,24	-0,08	0,25	55,5*	0,25	55,2*	3,90
N	635	582	635	582	635	584	635	584
R2 Ajustado	0,10		0,10		0,30		0,30	
Teste AR(2)		0,22		0,30		0,69		0,58
J de Hansen		0,25		0,22		0,47		0,59

Nota. Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor.

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

Fonte: Elaborada pelos autores (2021)

A estatística J de Hansen confirma que os instrumentos utilizados são válidos. A estatística AR(2) mostra a ausência de problemas de correlação serial de segunda ordem e as variáveis dependentes defasadas apresentaram significância estatística, o que justifica a utilização do painel dinâmico.

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

5. Considerações Finais

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

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

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

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

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

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

Sugere-se para futuras pesquisas o estudo e identificação de outros recursos que podem propiciar crescimento e vantagem competitiva para as empresas, inseridos na análise da relação entre diversificação internacional e desempenho sob a ótica da mediação. Recomenda-se também a utilização de outras proxies de diversificação internacional que denotem outros modos de entrada no mercado externo como, por exemplo, investimento direto no exterior, levando em consideração o ambiente de tarefas do país de origem e de destino das empresas diversificadas internacionalmente.

Referências

- Ahmad, M., Bashir, R., Waqas, H. (2022). Working capital management and firm performance: are their effects same in covid 19 compared to financial crisis 2008? *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1-18. DOI: 10.1080/23322039.2022.2101224
- Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., Weisbach, M. (2014). Corporate liquidity management: a conceptual framework and survey. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 135-162. <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1146/annurev-financial-110613-034502>.

- Arata, N., Sheng, H. H., Lora, M. I. (2015). Internationalization and corporate cash holdings: Evidence from Brazil and Mexico. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(SPE), 1-19. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20151452>
- Aslam, E., Kalim, R., Fizza, S. (2019). Do cash holding and corporate governance structure matter for the performance of firms? Evidence from KMI 30- and KSE 100-indexed firms in Pakistan. *Global Business Review*, 2, p. 313-330. <https://doi.org/10.1177/0972150918825202>
- Bany-Ariffin, A. N., Matemilola, B. T., Wahid, L., Abdullah, S. (2016). International diversification and firm's value: evidence from developing nations. *Review of International Business and Strategy*, 26(2), 166-183. doi:10.1108/ribs-01-2014-0016.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>.
- Baron, R. M., Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations. *J. Personal. Soc. Psychol.*, 51(6), 1173-1182. <https://doi.org/10.1037/0022-514.51.6.1173>.
- Bausch, A., Krist, M. (2007). The effect of context-related moderators on the internationalization-performance relationship: evidence from meta-analysis. *Management International Review*, 47(3), 319–347. DOI:10.1007/s11575-007-0019-z.
- Benkraiem, R., Lakhali, F., Zopounidis, C. (2020). International diversification and corporate cash holding behavior: What happens during economic downturns? *Journal of Economic Behavior & Organization*, 170, 362-371, 2020. doi:10.1016/j.jebo.2019.12.016.
- Buckley, P., Tian, X. (2016). Transnationality and financial performance in the era of the global factory. *Management International Review*, 57(4), 501–528. DOI:10.1007/s11575-016-0306-7.
- Chen, S., Tan, H. (2012). Region effects in the internationalization–performance relationship in Chinese firms. *Journal of World Business*, 47(1), 73-80. DOI:10.1016/j.jwb.2010.10.022.
- Chiang, Y., Wang, C. (2011). Corporate international activities and cash holdings. *African Journal of Business Management*, 5(7), 2992-3000, 2011. DOI:10.5897/AJBM10.1517
- Chiang, Y.-C., Yu, T.-H. (2005). The relationship between multinationality and the performance of Taiwan firms. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 130-134.
- Contractor, F. J., Kumar, V., Kundu, S. K. (2007). Nature of the relationship between international expansion and performance: the case of emerging market firms. *Journal of World Business*, 42(4), 401–417. DOI:10.1016/j.jwb.2007.06.003.
- Deb, P., David, P., O'Brien, J. (2017). When is cash good or bad for firm performance? *Strategic Management Journal*, 38, 436-454. DOI: 10.1002/smj.2486.
- Dess, G. G., Beard, D. W. (1984). Dimensions of organizational task environments. *Administrative Science Quarterly*, 29, 52-73. DOI:10.2307/2393080.
- Doan, T. T. T. (2020). The effect of cash holding in firm performance: evidence from Vietnam listed firms. *Accounting (North Vancouver)*, 2020. DOI:10.5267/j.ac.2020.6.012.
- Drazin, R., Van de Van, A. H. (1985). Alternative forms of fit in contingency theory. *Administrative Science Quarterly*, 30(4), 514–539. <https://doi.org/10.2307/2392695>.
- Elango, B. (2006). An empirical analysis of the international–performance relationship across emerging market firms. *Multinational Business Review*, 14(1), 21-44. <https://doi.org/10.1108/1525383X200600002>.
- Fernandes, N., Gonenc, H. (2016). Multinationals and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 39, 139-154. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.003>
- Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: the real effects of corporate cash holdings. *Journal of Finance*, 65(3), 1097-1122. DOI:10.1111/j.1540-6261.2010.01562.x.
- Forti, C. A. B., Peixoto, M. F., Freitas, S. K. (2011). Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade e Organizações*, 5(13), 20-33.
- García-Sánchez, I.-M., Martínez-Ferrero, J., Garcia-Benau,

- M.-A. (2018). Integrated reporting: the mediating role of the board of directors and investor protection on managerial discretion in munificent environments. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), p. 29-45. doi:10.1002/csr.1655
- Gardner, R. G., Harris, T. B., Li, N., Kirkman, B. L., Mathieu, J. E. (2017). Understanding “it depends” in organizational research: a theory-based taxonomy, review, and future research agenda concerning interactive and quadratic relationships. *Organizational Research Methods*, 1-29. DOI: 10.1177/1094428117708856
- Gu, T. (2017). U.S. multinationals and cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 125(2), 344-368. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.007>
- Hu, S., Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International Review of Economics & Finance*, 74, 365-372. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016>
- Jamil, S., Anwar, A., Afzaal, N., Tariq, A., Asif, M. (2016). Determinants of corporate cash holdings: empirical analysis of Pakistani firms. *Journal of Economics and Finance*, 7(3), 29-35. DOI: 10.9790/5933-0703032935.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>.
- Jung, C., Foege, J. N., Neush, S. (2020). Cash for contingencies: How the organizational task environment shapes the cash-performance relationship. *Long Range Planning*, 53(3). <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.005>.
- Keynes, J.M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. McMillan, London.
- Kim, C., Bettis, R. A. (2014). Cash is surprisingly valuable as a strategic asset. *Strategic Management Journal*, 35, 2053–2063. DOI: 10.1002/smj.2205.
- Kirca, A. H., Hult, G. T. M., Roth, K., Cavusgil, S. T., Perry, M. Z., Akdeniz, M. B., White, R. C. (2011). Firm-specific assets, multinationality, and financial performance: a meta-analytic review and theoretical integration. *Academy of Management Journal*, 54(1), 47–72. DOI:10.5465/amj.2011.59215090.
- Kumar, V., Singh, N. (2008). Internationalization and performance of Indian pharmaceutical firms. *Thunderbird International Business Review*, 50(5), 321–330. DOI:10.1002/tie.20217.
- Lu, J. W., Beamish, P. W. (2004). International diversification and firm performance: the s-curve hypothesis. *Academy of Management Journal*, 47(4), 598-609. DOI:10.2307/20159604.
- Marano, V., Arregle, J., Hitt, M. A., Spadafora, E., Essen, M. V. (2016). Home country institutions and the internationalization-performance relationship: a meta-analytic review. *Journal of Management*, 42(5), 1075–1110. DOI:10.1177/0149206315624963.
- Miranda, R. R., Pimentel, R., C., Bezerra, F. A. (2018). The relevance of excess cash to explain financial performance and stock returns in brazilian listed firms. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(2), 351-369. DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.20181102089>
- Muller, D., Judd, C. M., Yzerbyt, V. Y. (2005). When moderation is mediated and mediation is moderated. *Journal of Personality and Social Psychology*, 89(6), 852-863. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.89.6.852>
- Mun, S. G., Jang, S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1-11. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.04.003>.
- Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nachum, L. (2004). Geographic and industrial diversification of developing country firms. *Journal of Management Studies*, 41(2), 273-294. <https://doi.org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1467-6486.2004.00432.x>.
- Nason, R. S., Patel, P. C. (2016). Is cash king? Market performance and cash during a recession. *Journal of Business Research*, 69(10), 4242-248. DOI:10.1016/j.jbusres.2016.03.001.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(99\)00030-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(99)00030-0)

org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3>.

Penrose, E.T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Wiley, New York, NY.

Pereira Júnior, A., Pereira, V. S., Penedo, A. S. T. (2021). O efeito da retenção de caixa e investimento na performance operacional de companhias brasileiras exportadoras e domésticas em períodos de crescimento econômico e recessão. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(46), 148-162. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e73580>.

Pinkowitz, L., Stulz, R. M., Williamson, R. (2015). Do U.S. firms hold more cash than foreign firms do? *Review of Financial Studies*, 29(2), 309-348. DOI:10.1093/rfs/hhv064

Puffer, S. M., Mccarthy, D.J., Boisot, M. (2010). Entrepreneurship in Russia and China: the impact of formal institutional voids. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(3), 441-467. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2009.00353.x>.

Ramírez, A., Tadesse, S. (2009). Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms. *International Business Review*, 18, 387-403. DOI: 10.1016/j.ibusrev.2009.02.013.

Rocca, L. M.; Cambrea, D. R. (2018). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30, 30-59. DOI: 10.1111/jifm.12090.

Rocca, L. M., Stagliano, R., Rocca, T., Cariola, A., Skatova, E. (2019). Cash holdings and SME performance in Europe: the role of firm-specific and macroeconomic moderators. *Small Business Economics*, 53, 1051–1078. DOI:10.1007/s11187-018-0100-y.

Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213–2230.

Singla, C., George, R. (2013). Internationalization and performance: a contextual analysis of Indian firms. *Journal of Business Research*, 66(12), 2500-2506. DOI:10.1016/j.jbusres.2013.05.041.

Song, S., Lee, S. (2020). Motivation of internationalization and a moderating role of environmental conditions in the

hospitality industry. *Tourism Management*, 78. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2019.104050>.

Tashman, P., Marano, V., Babin, J. (2019). Firm-specific assets and the internationalization–performance relationship in the U.S. movie studio industry. *International Business Review*, 28, 785-795. doi:10.1016/j.ibusrev.2019.03.003.

Teruel, R. L. H., Pereira, V. S., Maestri, C. O. N. M. (2015). Efeitos dos modos de entrada sobre o desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas. XXII Congresso Brasileiro de Custos – Foz do Iguaçu, PR, Brasil, 11 a 13 de novembro de 2015.

Verbeke, A., Forootan, M. (2012). How good are multinationality–performance (M–P) empirical studies? *Global Strategy Journal*, 2(4), 332–344. DOI:10.1111/j.2042-5805.2012.01040.x.

Vithessonthi, C., Racela, O. C. (2016). Short- and long-run effects of internationalization and R&D intensity on firm performance. *Journal of Multinational Financial Management*, 34, 28-45. DOI:10.1016/j.mulfin.2015.12.001.

Wang, G., Singh, P. (2014). The evolution of CEO compensation over the organizational life cycle: A contingency explanation. *Human Resource Management Review*, 24(2), 144-159. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2013.11.001>.

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171-180. <https://www.jstor.org/stable/2486175>.

Wu, W., Yang, Y., Zhou, S. (2017). Multinational firms and cash holdings: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 20, 184 -191. <http://doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.024>.

Yuan, L., Qian, X., Pangarkar, N. (2016). Market timing and internationalization decisions: a contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 53(4). DOI:10.1111/joms.12181.

Zimon, G., & Tarighi, H. (2021). Effects of the COVID-19 global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland. *Journal of Risk Financial Management*, 14(4), 169. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040169>.