

ÁREA TEMÁTICA: Finanças

**GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO VETOR DISRUPTIVO: UMA ANÁLISE DO
CUSTO DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS INTERNACIONALIZADAS**



Resumo

Este estudo investiga o impacto das práticas de governança corporativa no custo de capital de empresas brasileiras, analisando se a internacionalização modera essa relação. O processo de expansão global, eleva a assimetria de informação e os custos de agência, tornando a governança um mecanismo relevante para mitigar riscos e atrair capital. O objetivo é verificar empiricamente se a adoção de práticas de governança mais robustas, como a adesão ao Novo Mercado da B3 e a presença de mais conselheiros independentes, reduz o custo de capital de forma mais acentuada para empresas internacionalizadas em comparação com suas pares domésticas. A metodologia emprega uma regressão com dados em painel e efeitos fixos para 150 empresas não financeiras listadas na B3, de 2010 a 2024. Resultados indicam que práticas de governança superiores estão associadas a um menor custo de capital. O estudo também revela que o efeito redutor da governança sobre o custo de capital é econômica e estatisticamente mais significativo para as empresas com maior internacionalização. As conclusões reforçam o papel da governança como um vetor estratégico que facilita a transformação disruptiva da internacionalização, oferecendo contribuições teóricas ao validar preceitos da teoria da agência em mercados emergentes e implicações práticas para gestores que buscam otimizar sua estrutura de capital em um ambiente globalizado.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Internacionalização de Empresas; Custo de Capital; Dados em Painel; Teoria da Agência.

Abstract

This study investigates the impact of corporate governance practices on the cost of capital of Brazilian companies, analyzing whether internationalization moderates this relationship. The global expansion process increases information asymmetry and agency costs, making governance a crucial mechanism for mitigating risks and attracting capital. The objective is to empirically verify if the adoption of more robust governance practices, such as adherence to the B3's Novo Mercado and the presence of more independent directors, reduces the cost of capital more sharply for internationalized companies compared to their domestic peers. The methodology employs a panel data regression with fixed effects for 150 non-financial companies listed on the B3, from 2010 to 2024. Results indicate that superior governance practices are associated with a lower cost of capital. The study also reveals that the reducing effect of governance on the cost of capital is economically and statistically more significant for companies with greater internationalization. The conclusions reinforce the role of governance as a strategic vector that facilitates the disruptive transformation of internationalization, offering theoretical contributions by validating precepts of agency theory in emerging markets and practical implications for managers seeking to optimize their capital structure in a globalized environment.

Palavras-chave: Corporate Governance; Firm Internationalization; Cost of Capital; Panel Data; Agency Theory.

1. Introdução

Em um cenário empresarial globalmente integrado, a internacionalização consolidou-se como uma das mais potentes transformações disruptivas que uma organização pode empreender. Longe de ser apenas uma estratégia de expansão geográfica, o ingresso em mercados estrangeiros representa uma reconfiguração fundamental do escopo operacional, da matriz de riscos e das expectativas dos provedores de capital. Se por um lado essa jornada oferece acesso a novos fluxos de receita e economias de escala, por outro, ela introduz um ambiente de elevada complexidade, marcado por assimetrias de informação acentuadas, ambientes regulatórios heterogêneos e potenciais conflitos culturais e institucionais.

Essa complexidade inerente ao processo de internacionalização magnifica os desafios previstos pela Teoria da Agência. A distância física e psíquica entre proprietários (principais) e gestores (agentes) se amplia, tornando o monitoramento mais oneroso e menos eficaz, o que pode levar a um desalinhamento de interesses e à destruição de valor. Nesse contexto, a governança corporativa transcende seu papel tradicional de mero mecanismo de controle e emerge como um vetor estratégico indispensável. Práticas de governança robustas — como a transparência na divulgação de informações, a independência do conselho de administração e a proteção aos direitos dos acionistas minoritários — funcionam como um sinalizador de qualidade para o mercado, mitigando a percepção de risco e, conseqüentemente, reduzindo os custos de agência e de transação.

O ambiente institucional brasileiro oferece um laboratório particularmente relevante para esta análise. Caracterizado por um mercado de capitais em desenvolvimento, alta concentração de propriedade e um histórico de custos de capital elevados, o Brasil impõe desafios singulares. Para uma empresa brasileira que busca competir globalmente, a capacidade de atrair capital a custos competitivos é um fator determinante de sucesso. A literatura sugere que, de fato, as multinacionais brasileiras tendem a exibir melhores práticas de governança, impulsionadas pela necessidade de legitimidade perante stakeholders internacionais. No entanto, a literatura internacional apresenta resultados empíricos mistos e, por vezes, conflitantes sobre os reais benefícios financeiros dessas adaptações, destacando uma lacuna de conhecimento sobre as condições sob as quais a governança efetivamente gera valor em contextos de internacionalização.

Diante desse cenário, o problema de pesquisa que se impõe é: qual o impacto diferencial das práticas de governança corporativa no custo de capital de empresas brasileiras, quando se compara aquelas com operações puramente domésticas com as que se engajam em atividades internacionais? Assim, este estudo busca responder à seguinte pergunta: De que maneira a adoção de práticas de governança corporativa mais robustas influencia o custo de capital de empresas brasileiras internacionalizadas em comparação com suas pares puramente domésticas? A hipótese subjacente é que os investidores e credores atribuem um "prêmio" maior às

boas práticas de governança quando a firma opera no ambiente mais incerto e opaco dos mercados globais.

O objetivo central é, portanto, investigar empiricamente se a governança corporativa atua como um moderador que potencializa os benefícios da expansão global, especificamente por meio da redução do custo de acesso ao capital. A justificativa para este estudo reside em sua dupla contribuição. Teoricamente, busca-se fornecer evidências empíricas robustas que validam e aprofundam os preceitos da Teoria da Agência no contexto específico de empresas de mercados emergentes em processo de internacionalização. Na prática, os resultados visam oferecer insights valiosos para gestores e conselheiros sobre o retorno financeiro tangível do investimento em governança como um pilar da estratégia de crescimento internacional, bem como para investidores na avaliação de riscos e oportunidades.

Este artigo está organizado da seguinte forma: a seção subsequente apresenta a fundamentação teórica que ancora a pesquisa. A seção 3 detalha a metodologia, incluindo a amostra, as variáveis e os modelos econométricos. A seção 4 apresenta e discute os resultados das análises. Por fim, a seção 5 oferece as conclusões, destacando as contribuições do estudo, suas limitações e sugestões para investigações futuras.

2. Fundamentação Teórica

A complexa relação entre a expansão internacional de uma empresa, suas estruturas de governança e seu custo de acesso ao capital é um nexos central na literatura de finanças corporativas. Para desvendar essa dinâmica, este estudo se ampara fundamentalmente na Teoria da Agência, complementada por insights da Teoria da Dependência de Recursos, contextualizando-as no ambiente institucional brasileiro.

2.1 A Internacionalização como Fator de Complexidade e a Teoria da Agência

A Teoria da Agência postula que a separação entre propriedade (principal) e controle (agente) em uma corporação gera custos de agência, derivados da assimetria de informação e do potencial desalinhamento de interesses (Filatotchev & Wright, 2011). A governança corporativa emerge como o conjunto de mecanismos destinados a mitigar esses conflitos. O processo de internacionalização atua como um potente amplificador desses desafios. À medida que uma empresa expande suas operações para diferentes jurisdições, a assimetria de informação se intensifica drasticamente, tornando o monitoramento por parte dos investidores mais oneroso e menos eficaz (Sanders & Carpenter, 1998). Esta complexidade transfronteiriça pode enfraquecer funções de auditoria e aumentar conflitos devido à diversidade cultural, como evidenciado por Afzali et al. (2022).

Diante disso, a adoção de práticas de governança superiores torna-se uma necessidade estratégica. Mecanismos como a maior independência e diversidade do conselho de administração, a criação de comitês de auditoria robustos e,

principalmente, a adesão a padrões de transparência mais elevados funcionam para reduzir a assimetria de informação e sinalizar um compromisso crível com a proteção dos investidores. Estudos com empresas brasileiras corroboram essa visão, mostrando que uma maior atividade internacional está vinculada à melhor qualidade de divulgação (Brandão et al., 2015; Carvalhal, 2014; Duarte et al., 2019).

2.2 Governança Corporativa como Recurso Estratégico e o Custo de Capital

Complementarmente, a Teoria da Dependência de Recursos sugere que as organizações buscam gerenciar sua dependência de recursos externos vitais. Sob esta ótica, a governança é um recurso estratégico que confere legitimidade e facilita o acesso a capital (Bhatia & Khurana, 2024). Um conselho com experiência internacional relevante, por exemplo, é um recurso fundamental para formular e executar estratégias de internacionalização eficazes (Barroso et al., 2011; Spadafora et al., 2022).

A qualidade da governança impacta diretamente o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), que é função do risco percebido pelos investidores. Uma governança robusta atua em suas duas componentes:

- a) Custo de Capital Próprio (K_e): A maior proteção aos acionistas minoritários, a transparência e a independência do conselho reduzem o risco de expropriação da riqueza por parte de controladores ou gestores (Wang, 2014). Isso diminui o prêmio de risco exigido pelos acionistas.
- b) Custo de Capital de Terceiros (K_d): A divulgação de informações de alta qualidade e mecanismos de monitoramento críveis diminuem a percepção de risco dos credores. A literatura mostra que a internacionalização, ao impor maior escrutínio, pode levar a uma melhor governança, que por sua vez reduz os custos de transação e aumenta a confiança dos stakeholders (Santos et al., 2015). A listagem cruzada em mercados internacionais, por exemplo, é um mecanismo que melhora a governança e a divulgação (Ferris et al., 2009).

Portanto, espera-se que um nível mais elevado de governança corporativa, frequentemente impulsionado pela própria internacionalização, esteja associado a um menor WACC (Holm & Schøler, 2010).

2.3 A Interação no Contexto Brasileiro e a Formulação das Hipóteses

A análise da governança em um contexto de internacionalização torna-se incompleta sem a lente da Teoria Institucional. Esta teoria postula que as organizações, para sobreviver e ganhar legitimidade, conformam-se às regras, normas e crenças do seu ambiente (o "campo institucional"). Em mercados emergentes como o Brasil, o ambiente institucional é frequentemente caracterizado por uma proteção legal ao investidor considerada mais fraca e por uma maior incerteza contratual quando comparado a mercados desenvolvidos. Essa fragilidade institucional eleva a percepção de risco e os custos de transação para os provedores de capital (Cumming

et al., 2016). É precisamente neste vácuo institucional que a governança corporativa voluntária assume um papel de protagonismo. A adesão a segmentos de listagem com exigências superiores, como o Novo Mercado da B3, transcende a mera conformidade e funciona como um poderoso mecanismo de sinalização. Ao adotar voluntariamente um conjunto de regras mais rígidas, a empresa se diferencia, construindo uma reputação de confiabilidade que substitui, em parte, as garantias que o ambiente institucional formal não oferece. A literatura aponta que os efeitos da governança são, de fato, criticamente moderados por esses fatores institucionais e culturais (Amin et al., 2025; Veen & Elbertsen, 2008), o que justifica plenamente um foco específico no Brasil e o uso da adesão ao Novo Mercado como um forte indicador de compromisso com a boa governança.

Embora a literatura seja vasta, persistem achados conflitantes sobre o impacto de diretores estrangeiros e a real magnitude dos benefícios da governança. Machado e Sonza (2021) e Masulis et al. (2011) relatam resultados mistos ou até negativos sobre a presença de conselheiros estrangeiros. A literatura sobre remuneração, por exemplo, permanece relativamente fragmentada (Nascimento et al., 2021; Roszkowska-Menkes, 2023), e poucos estudos se aprofundaram na interação específica com o custo de capital no Brasil.

Argumenta-se que o valor marginal da boa governança é maior precisamente onde os problemas de agência são mais severos. Como a internacionalização amplifica esses problemas, é razoável supor que o efeito redutor da governança sobre o custo de capital seja mais pronunciado para essas firmas. Empresas expostas a mercados de capitais internacionais, por exemplo, demonstram maior necessidade de transparência (Aggarwal & Goodell, 2015). No entanto, a convergência para padrões globais não é garantida, sendo limitada por fatores institucionais locais (Javakhadze et al., 2012; Dong & Xue, 2007). A governança de empresas de mercados emergentes, como as brasileiras, é cada vez mais relevante para o desempenho em ESG (Wu et al., 2024), um fator relevante para investidores globais.

Com base nesta articulação teórica, formulam-se as seguintes hipóteses:

H1: Práticas de governança corporativa mais robustas estão negativamente associadas ao custo de capital das empresas brasileiras.

H2: A relação negativa entre governança corporativa e custo de capital é mais intensa para empresas com maior grau de internacionalização.

A Hipótese 1 estabelece a relação direta, conforme vasta literatura. A Hipótese 2, cerne deste estudo, postula um efeito de moderação. Ela sugere que a governança não é apenas um mecanismo de controle, mas um vetor disruptivo que potencializa os benefícios financeiros da estratégia de internacionalização, tornando-a mais viável ao reduzir o custo do capital necessário para competir globalmente.

3. Metodologia

Para responder à pergunta de pesquisa e testar as hipóteses formuladas, foi conduzida uma investigação de natureza quantitativa, utilizando uma abordagem econométrica com dados secundários em painel. Esta seção descreve os procedimentos de seleção da amostra, a coleta de dados, a operacionalização das variáveis e a estratégia de análise econométrica empregada.

3.1 Amostra e Coleta de Dados

O universo da pesquisa compreendeu todas as companhias de capital aberto não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O período de análise foi definido de 2010 a 2024, um intervalo temporal que permite capturar a evolução das práticas de governança e das estratégias de internacionalização em diferentes ciclos econômicos, além de garantir a comparabilidade dos dados contábeis após a adoção completa das normas IFRS no Brasil.

A construção da amostra final seguiu os seguintes critérios de exclusão: (i) empresas do setor financeiro e de seguros, devido às suas particularidades regulatórias e de estrutura de capital; (ii) empresas com dados faltantes para qualquer uma das variáveis do modelo por três ou mais anos consecutivos; e (iii) empresas cujas ações apresentaram liquidez nula por mais de 30% dos pregões em um determinado ano. Após a aplicação desses filtros, a amostra final constituiu um painel não balanceado de 150 empresas.

Os dados financeiros e de mercado foram extraídos da plataforma Economática. As informações relativas à governança corporativa (segmento de listagem, composição do conselho), estrutura de propriedade e grau de internacionalização foram coletadas manualmente a partir dos Formulários de Referência (FRE) anuais, disponibilizados publicamente no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.2 Definição e Operacionalização das Variáveis

Para responder à pergunta de pesquisa e testar as hipóteses formuladas, foi conduzida uma investigação de natureza quantitativa, utilizando uma abordagem econométrica com dados secundários em painel. Esta seção descreve os procedimentos de seleção da amostra, a coleta de dados, a operacionalização das variáveis e a estratégia de análise econométrica empregada.

3.1 Amostra e Coleta de Dados

O universo da pesquisa compreendeu todas as companhias de capital aberto não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O período de análise foi definido de 2010 a 2024, um intervalo temporal que permite capturar a evolução das práticas de governança e das estratégias de internacionalização em diferentes ciclos econômicos, além de garantir a comparabilidade dos dados contábeis após a adoção completa das normas IFRS no Brasil.

A construção da amostra final seguiu os seguintes critérios de exclusão: (i) empresas do setor financeiro e de seguros, devido às suas particularidades regulatórias e de estrutura de capital; (ii) empresas com dados faltantes para qualquer uma das variáveis do modelo por três ou mais anos consecutivos; e (iii) empresas cujas ações apresentaram liquidez nula por mais de 30% dos pregões em um determinado ano. Após a aplicação desses filtros, a amostra final constituiu um painel não balanceado de 150 empresas.

Os dados financeiros e de mercado foram extraídos da plataforma Economática. As informações relativas à governança corporativa (segmento de listagem, composição do conselho), estrutura de propriedade e grau de internacionalização foram coletadas manualmente a partir dos Formulários de Referência (FRE) anuais, disponibilizados publicamente no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.2 Definição e Operacionalização das Variáveis

As variáveis foram definidas com base na fundamentação teórica e em estudos empíricos anteriores na área, como os analisados por Spadafora et al. (2022).

a) Variável Dependente:

- Custo de Capital (WACC): Mensurado pelo Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital), calculado anualmente para cada firma. O custo de capital próprio (K_e) foi estimado pelo modelo CAPM. O custo de capital de terceiros (K_d) foi calculado pela razão entre as despesas financeiras e a dívida onerosa total, ajustado pelo imposto de renda. As ponderações foram baseadas no valor de mercado do patrimônio líquido e no valor contábil da dívida.

b) Variáveis Independentes e de Interação:

- Governança Corporativa (GOV): Operacionalizada como uma variável dummy, que assume valor 1 se a empresa pertence ao segmento de listagem do Novo Mercado da B3 no ano t , e 0 caso contrário. Este proxy é amplamente reconhecido na literatura brasileira como um indicador robusto do compromisso da firma com um elevado padrão de governança corporativa (Duarte et al., 2019).
- Internacionalização (INT): Mensurada pela razão entre a receita líquida obtida no exterior e a receita líquida total da empresa (Receita Exterior / Receita Total), conforme extraído dos FREs.
- Termo de Interação (GOV*INT): Criado pelo produto entre a variável de governança (GOV) e a de internacionalização (INT). Este termo é a base para testar a Hipótese 2, capturando o efeito moderador da governança na relação entre internacionalização e custo de capital.

c) Variáveis de Controle:

- Tamanho (TAM): Logaritmo natural do ativo total. Empresas maiores tendem a ser mais diversificadas e ter acesso facilitado ao capital, o que pode influenciar seu custo (Brandão et al., 2015).

- Alavancagem (ALAV): Dívida total dividida pelo ativo total. Um maior endividamento aumenta o risco financeiro e pode elevar o custo de capital.
- Rentabilidade (ROA): Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido / Ativo Total). Empresas mais rentáveis podem ser percebidas como menos arriscadas pelos investidores.
- Risco de Mercado (BETA): Coeficiente beta da ação, calculado utilizando uma janela móvel de 60 meses de retornos mensais em relação ao Ibovespa, para controlar o risco sistêmico.
- Setor (SET): Setor da empresa indicado pelo NAICS (North American Industry Classification System)
- Ano (ANO): Período de tempo, anual, controlando os efeitos não observáveis dos respectivos ano.

3.3 Modelo Econométrico e Estratégia de Análise

A natureza longitudinal dos dados permitiu o uso da econometria de dados em painel, superior a análises cross-section ou de séries temporais por permitir o controle de heterogeneidade não observada e invariante no tempo das empresas (efeitos fixos). Para testar as hipóteses, foi estimado o seguinte modelo de regressão:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 INT_{it} + \beta_3 (GOV \times INT)_{it} + \beta_k \sum (Controles)_{itk} + \alpha_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

- i representa a empresa e t o ano.
- $WACC_{it}$ é o custo de capital.
- GOV_{it} e INT_{it} são as variáveis de interesse.
- $(GOV \times INT)_{it}$ é o termo de interação.
- $\sum (Controles)$ é o vetor de variáveis de controle.
- α_i captura os efeitos fixos da empresa.
- ϵ_{it} é o termo de erro idiossincrático.

A escolha pelo modelo de efeitos fixos foi confirmada pelo Teste de Hausman, cujo resultado ($p < 0,01$) rejeitou a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios seria consistente, indicando que características não observáveis das firmas são correlacionadas com os regressores. Foram realizados testes para detectar heterocedasticidade e autocorrelação serial, e os resultados foram corrigidos utilizando erros-padrão robustos clusterizados por empresa.

Ciente dos potenciais problemas de endogeneidade — uma limitação frequente na literatura (Brandão et al., 2015) —, que podem surgir de causalidade reversa (e.g., firmas com menor custo de capital podem ter mais recursos para se internacionalizar) ou variáveis omitidas, foi adotada uma estratégia de robustez. Um modelo de painel dinâmico foi estimado utilizando o Método Generalizado dos Momentos em Sistema (GMM-Sys). Este método utiliza variáveis independentes defasadas como

instrumentos para controlar a endogeneidade, oferecendo estimativas mais consistentes. A validação dos instrumentos foi confirmada pelos testes de Sargan/Hansen e de autocorrelação de Arellano-Bond, comprovando a robustez dos achados do modelo principal de efeitos fixos.

4. Análise e Discussão dos Resultados

Esta seção apresenta os resultados empíricos do estudo. Inicia-se com a análise descritiva dos dados, seguida pela apresentação e discussão dos resultados dos modelos de regressão, que constituem o cerne da investigação.

4.1 Análise Descritiva

A Tabela 1 exibe as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo para o período de 2010 a 2024. O custo de capital (WACC) médio da amostra foi de 12,3%, com uma variabilidade considerável, refletindo os diferentes perfis de risco das empresas. A variável de internacionalização (INT) revela que, em média, 9% da receita das firmas da amostra provém do exterior, embora a alta dispersão e o valor máximo de 87% indiquem uma forte heterogeneidade nas estratégias de expansão global. Cerca de 45% das observações empresa-ano referem-se a companhias listadas no Novo Mercado (GOV), demonstrando a relevância deste segmento de governança no mercado brasileiro.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo	N
WACC (%)	12,3	4,5	5,1	25,4	1.852
GOV (dummy)	0,45	0,5	0	1	1.852
INT (%)	9	18,1	0	87	1.852
TAM (ln Ativo)	15,25	1,85	11,5	19,8	1.852
ALAV (Dív./Ativo)	0,38	0,21	0,05	0,85	1.852
ROA (%)	5,5	8,2	-15,4	22,1	1.852
BETA	1,05	0,45	0,2	2,5	1.852

4.2 Resultados da Regressão e Discussão

Os resultados do modelo principal (Regressão com Efeitos Fixos) e do teste de robustez (GMM-Sistema) são apresentados na Tabela 2. O modelo de efeitos fixos se mostrou estatisticamente robusto, com um R^2 within de 0,478, indicando que as variáveis explicativas explicam aproximadamente 47,8% da variação no custo de capital dentro de cada empresa ao longo do tempo.

Tabela 2 – Resultados das Regressões para o Custo de Capital (WACC)

Variável	Modelo 1: Efeitos Fixos		Modelo 2: GMM-Sistema	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Governança (GOV)	-0.018***	0.001	-0.016***	0.002
Internacionalização (INT)	-0.011**	0.024	-0.010**	0.035
Interação (GOV*INT)	-0.025***	0.002	-0.022***	0.004
Tamanho (TAM)	-0.009***	0.003	-0.008***	0.005
Alavancagem (ALAV)	0.021***	0.000	0.019***	0.001
Rentabilidade (ROA)	-0.015**	0.031	-0.013**	0.041
Risco de Mercado (BETA)	0.012***	0.001	0.011***	0.002
Constante	0.154***	0.000	0.149***	0.000
Nº de Observações	1.852		1.698	
SETOR	SIM		SIM	
ANO	SIM		SIM	

Nota: ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erros-padrão clusterizados por empresa.

Em suporte à Hipótese 1, o coeficiente da variável Governança (GOV) foi negativo e estatisticamente significativo em ambos os modelos. Este resultado alinha-se à vasta literatura que postula que práticas de governança superiores reduzem a assimetria de informação e o risco percebido, diminuindo o prêmio exigido pelos provedores de capital (Holm & Schøler, 2010). No contexto brasileiro, a adesão ao Novo Mercado funciona como um forte sinalizador, mitigando os custos de agência e corroborando achados como os de Santos et al. (2015) e Carvalhal (2014), que associam melhor governança a resultados corporativos superiores.

O coeficiente negativo e significativo para a variável Internacionalização (INT) sugere que os benefícios da diversificação de receitas e mercados superam os riscos adicionais da operação global. Este resultado contribui para a discussão sobre os efeitos da internacionalização, alinhando-se à perspectiva de que a diversificação pode reduzir a volatilidade dos fluxos de caixa e, por conseguinte, o custo de capital da firma, como discutido por Wang (2014) no contexto da performance.

O principal resultado do estudo, que testa a Hipótese 2, reside no coeficiente do termo de interação (GOV*INT). O coeficiente, negativo e altamente significativo em ambos os modelos, confirma a hipótese de moderação. Este achado oferece forte suporte empírico ao argumento central da Teoria da Agência: o valor dos mecanismos de governança é maximizado precisamente quando os conflitos de agência são mais agudos. Como a expansão global amplifica a assimetria de informação e a complexidade do monitoramento (Filatotchev & Wright, 2011; Sanders & Carpenter, 1998), é razoável que os investidores exijam um "prêmio de governança" maior, refletido em uma redução mais acentuada do custo de capital.

Para além da significância estatística, é importante dimensionar a relevância econômica destes achados. Consideremos uma empresa hipotética com características médias da amostra, possuindo um ativo total de R\$ 5,5 bilhões e uma

estrutura de capital com 60% de capital próprio. O efeito direto da adesão ao Novo Mercado (-0.018) implicaria em uma redução de 1,8 ponto percentual em seu WACC. Assumindo um custo de capital base de 12,3% (a média da amostra), essa redução representaria uma economia anual de aproximadamente R\$ 99 milhões em custos de capital (1,8% sobre o valor dos ativos). Agora, consideremos o efeito moderador: se esta mesma empresa do Novo Mercado tiver 30% de suas receitas provenientes do exterior, o termo de interação ($-0.025 * 0.30 = -0.0075$) promoveria uma redução adicional de 0,75 ponto percentual no WACC. Somados, os efeitos representariam uma redução total de 2,55 p.p., elevando a economia anual para cerca de R\$ 140 milhões. Essa quantificação demonstra que o investimento em governança, no contexto da internacionalização, não é uma despesa marginal, mas sim uma decisão estratégica com um impacto financeiro de primeira ordem, capaz de alterar substancialmente o valor presente líquido (VPL) de projetos de investimento e o valor da firma como um todo.

Este resultado ajuda a elucidar os achados por vezes conflitantes na literatura sobre os benefícios da governança, como os apontados por Machado & Sonza (2021) e Masulis et al. (2011). Ao demonstrar um canal específico – a redução do custo de capital – e uma condição particular – o grau de internacionalização –, este estudo mostra que a governança não é apenas um custo de conformidade, mas um investimento cujo retorno é potencializado pela estratégia global. Sob a ótica da Teoria da Dependência de Recursos, o resultado sugere que a governança robusta funciona como um "recurso de legitimação" (Bhatia & Khurana, 2024), que se torna particularmente crítico para facilitar o acesso a capital internacional em condições favoráveis (Barroso et al., 2011). A governança, portanto, não apenas controla, mas também habilita a transformação disruptiva da internacionalização.

As variáveis de controle apresentaram os sinais consistentes com a teoria financeira e a literatura precedente. A confirmação da magnitude e da significância estatística dos coeficientes pelo estimador GMM-Sistema mitiga preocupações com a endogeneidade, fortalecendo a interpretação de que existe uma relação causal na qual a governança, potencializada pela internacionalização, leva a uma efetiva redução do custo de capital das empresas brasileiras.

5. Conclusão e Contribuições

Este artigo teve como objetivo central investigar se a adoção de práticas de governança corporativa robustas impacta o custo de capital de empresas brasileiras de forma distinta, a depender do seu grau de internacionalização. Por meio de uma análise econométrica de dados em painel para o período de 2010 a 2024, o estudo buscou testar empiricamente se a governança atua como um vetor que potencializa os benefícios financeiros da expansão global.

Os resultados empíricos apresentados confirmaram robustamente as hipóteses da pesquisa. Primeiramente, constatou-se que a adesão ao Novo Mercado da B3, um

forte indicador de governança superior, está associada a uma redução estatisticamente e economicamente significativa do custo de capital das empresas. Em segundo lugar, o estudo revelou que um maior grau de internacionalização, por si só, também se correlaciona com um menor custo de capital, sugerindo que os benefícios da diversificação superam os riscos percebidos.

A principal conclusão, no entanto, reside na validação da hipótese de moderação. Os achados demonstram que a relação negativa entre governança e custo de capital é significativamente mais intensa para empresas com maior exposição ao mercado global. Respondendo à pergunta de pesquisa, a adoção de práticas de governança mais robustas não apenas reduz o custo de capital, mas o faz de forma mais acentuada para as empresas internacionalizadas, que operam em um ambiente de maior complexidade e assimetria de informação.

Este estudo oferece contribuições teóricas e práticas relevantes. A pesquisa contribui para a literatura ao fornecer forte evidência empírica para a Teoria da Agência no contexto de mercados emergentes. Ao demonstrar que o "prêmio" pela boa governança é contingente à estratégia de internacionalização, o estudo avança para além das análises de efeitos diretos, elucidando uma interação que ajuda a explicar os resultados por vezes conflitantes na literatura (Machado & Sonza, 2021; Masulis et al., 2011). Adicionalmente, reforça a visão da Teoria da Dependência de Recursos, posicionando a governança como um recurso estratégico de legitimação (Bhatia & Khurana, 2024), essencial para o acesso a capital em arenas competitivas globais.

Para gestores e conselheiros de administração, os resultados oferecem uma clara justificativa financeira para o investimento em governança corporativa como um pilar da estratégia de internacionalização. A redução do custo de capital é um benefício tangível que pode aumentar o valor da empresa e viabilizar projetos de expansão que, de outra forma, seriam inviáveis. Para investidores e analistas de mercado, o estudo indica que a avaliação do prêmio de governança de uma empresa deve, necessariamente, levar em conta sua exposição internacional, pois é nesse contexto que seu valor mitigador de risco se manifesta com maior intensidade.

Como toda pesquisa, este estudo possui limitações que abrem caminhos para investigações futuras. A utilização de uma variável dummy para o Novo Mercado, embora robusta, é uma simplificação da complexidade da governança. Da mesma forma, a internacionalização foi medida apenas pela ótica das receitas.

Com base nessas limitações e nas lacunas apontadas pela literatura, sugerem-se as seguintes oportunidades para pesquisas futuras.

- Aprofundar as Métricas: Utilizar índices multidimensionais de governança para capturar diferentes facetas (e.g., direitos dos acionistas, diversidade do conselho) e verificar quais dimensões são mais valorizadas no contexto internacional.

- Diferenciar a Internacionalização: Investigar se os resultados se alteram ao diferenciar o modo de entrada nos mercados externos (exportação vs. Investimento Direto no Exterior - IDE), uma vez que cada modo implica diferentes níveis de risco e complexidade de agência.
- Analisar os Canais: Desagregar o custo de capital e analisar se o efeito moderador da governança é mais pronunciado no custo de capital próprio ou no custo da dívida.
- Expandir o Escopo: Aplicar a mesma lógica de investigação a empresas de menor porte (PMEs), um segmento ainda pouco explorado na literatura de governança e internacionalização (Erdoğan et al., 2023) , e aprofundar a análise sobre a estrutura de remuneração de executivos, uma área ainda considerada fragmentada (Nascimento et al., 2021).

Referências

Afzali, A., Martikainen, M., Oxelheim, L., & Randøy, T. (2022). Foreign directors in the audit committee: A country-level corporate governance challenge. *Corporate Governance: An International Review*, 31(2), 164-184. <https://doi.org/10.1111/corg.12503>

Amin, H., et al. (2025). National culture, formal institutions and structure of board of directors: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/jfra-07-2024-0431>

Barroso, C., et al. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 351-367. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00859.x>

Bhatia, A., & Khurana, M. (2024). Unlocking the relationship between board of directors' attributes and international diversification in Indian firms. *Review of International Business and Strategy*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/ribs-11-2023-0128>

Brandão, I. F., et al. (2015). Internacionalização e governança nas maiores companhias abertas do Brasil. *Internext*, 10(3), 1-16. <https://doi.org/10.18568/1980-4865.1031-16>

Carvalho, A. (2014). Do internationalized companies have better governance? Lessons from Brazil. *Applied Financial Economics*, 24(13), 895-905. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.899667>

Cumming, D. J., et al. (2016). *Law, finance, and the international mobility of corporate governance* [Preprint]. Social Science Research Network.

Duarte, D. L., et al. (2019). Disclosure de governança corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiro. *Advances in*

Scientific and Applied Accounting, 12(3), 1-18.
<https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120301>

Erdoğan, S., et al. (2023). Internationalization of SMEs: Do board characteristics matter? *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 8(4), 1136-1153.
<https://doi.org/10.30784/epfad.1353980>

Filatotchev, I., & Wright, M. (2011). Agency perspectives on corporate governance of multinational enterprises. *Journal of Management Studies*, 48(2), 471-486.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00921.x>

Holm, C., & Schøler, F. (2010). Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms - The importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 42-53. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00777.x>

Machado, V. N., & Sonza, I. B. (2021). Impact of the foreign experience of board directors on the performance of publicly traded Brazilian companies. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 22(3), eRAMF210152. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/ERAMF210152>

Masulis, R. W., et al. (2011). *Globalizing the boardroom - The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance* [Preprint]. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1572838>

Nascimento, Í. C. S. do, et al. (2021). Relação entre a internacionalização e a remuneração de diretores de companhias listadas na B3. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 12(1), 125-141.
<https://doi.org/10.13059/RACEF.V12I1.728>

Sanders, W. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158-178. <https://doi.org/10.2307/257100>

Santos, J. G. C. dos, et al. (2015). Internacionalização de empresas e governança corporativa: Uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 321-342.
<https://doi.org/10.14392/ASAA.2015080302>

Spadafora, E., et al. (2022). Board independence and firm internationalization: A meta-analysis. *The Multinational Business Review*, 30(4), 481-507.
<https://doi.org/10.1108/mbr-04-2021-0055>

Wang, C. F. (2014). International diversification and firm performance: The moderating effects of corporate governance. *European Journal of International Management*, 8(4), 443-466. <https://doi.org/10.1504/EJIM.2014.062967>