



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
FACULDADE DE GESTÃO DE NEGÓCIOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
GESTÃO FINANCEIRA E CONTROLADORIA

**CAPITAL DE GIRO, INTERNACIONALIZAÇÃO E A RIQUEZA DOS  
ACIONISTAS**

CLÁUDIO FRANCISCO REZENDE

UBERLÂNDIA

2015

CLÁUDIO FRANCISCO REZENDE

**CAPITAL DE GIRO, INTERNACIONALIZAÇÃO E A RIQUEZA DOS  
ACIONISTAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão de Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de pesquisa: Finanças e Controladoria

Orientador: Dr. Vinícius da Silva Pereira

UBERLÂNDIA

2015

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

---

R467c Rezende, Cláudio Francisco, 1970-  
2015 Capital de giro, internacionalização e a riqueza dos acionistas /  
Cláudio Francisco Rezende. - 2015.  
108 f. : il.

Orientador: Vinícius Silva Pereira.  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
Programa de Pós-Graduação em Administração.  
Inclui bibliografia.

1. Administração - Teses. 2. Capital de giro - Teses. 3. Relações internacionais - Teses. 4. Acionistas - Teses. 5. Riqueza - Teses. I. Pereira, Vinícius Silva, 1982-. II. Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

**Reitor da Universidade Federal de Uberlândia**

Elmiro Santos Resende

**Diretora da Faculdade de Gestão de Negócios**

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

**Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração**

Valdir Machado Valadão Júnior

# **CAPITAL DE GIRO, INTERNACIONALIZAÇÃO E A RIQUEZA DOS ACIONISTAS**

**CLÁUDIO FRANCISCO REZENDE**

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, linha de pesquisa Gestão Financeira e Controladoria e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão de Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 27 de fevereiro de 2015.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Vinícius da Silva Pereira - Orientador  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Profa. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Prof. Dr. Francisco Américo Cassano  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

À minha esposa Laís e ao meu filho Eduardo Henrique

## AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe Sebastiana e ao meu pai Delmo (*in memorian*) pela vida, pela educação, pela dedicação e amor. Agradeço aos meus irmãos: Reila, Marcelo, Rita e Lígia pelo apoio, pelos cuidados e pelos adoráveis anos de convivência em família. Agradeço à família de minha esposa que fez de mim seu oitavo membro. Em especial agradeço à Cecília Fernandes Rosa pelo cuidado e amor à minha família.

Agradeço aos meus amigos da turma do mestrado: Leandro, Luzélia, Fabiolla, Rogério, Thiago, Thayse e Pablo, pelo convívio nos dois anos de estudo. E aos meus professores Valdir Machado Valadão Júnior, Pablo Rogers Silva, Stella Naomi Moriguchi e Ernando Antônio dos Reis pelos ensinamentos. Também ao professor Cristiano Augusto Forti pelo reforço em Econometria e às professoras Luciana Carvalho e Fernanda Maciel Peixoto pelo apoio ao meu trabalho no Seminário de Finanças. Ao professor Antônio Penedo pelas valiosas contribuições no exame de qualificação deste trabalho. À professora Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, a qual para mim foi uma honra imensa ter participado dessa minha trajetória de maneira tão freqüente, como professora, avaliadora da banca de qualificação e da apresentação de minha dissertação. Agradeço ao professor Francisco Américo Cassano pelo aceite da participação da banca de defesa desta dissertação.

Ao meu amigo e orientador Prof. Vinícius da Silva Pereira. Não me lembro de ter aprendido tanto em minha vida de estudante como neste tempo que estive aos seus cuidados como professor e na orientação dessa dissertação. Sinto-me afortunado por ter encontrado nesse Programa de Mestrado um amigo professor que não demonstrou algum tipo de resistência em compartilhar sua imensa sabedoria, comprometimento e educação. Deus te dê de forma incalculável tudo que a mim é impossível retribuir!

À secretária Vera pela presteza, pelas colaborações e gentilezas.

*A ignorância é a maior multinacional do mundo.*

Paulo Francis

## RESUMO

Este trabalho apresenta duas contribuições para a literatura financeira. Em primeiro lugar ele investiga a relação entre o grau de internacionalização das empresas e o aumento da riqueza dos acionistas. Em segundo lugar, investiga a gestão do capital de giro articulada com o grau de internacionalização (DOI) e suas implicações na riqueza dos acionistas, respaldando estas relações em teorias de finanças como a *Pecking Order Theory*, *Theory of Information Asymmetric* e *Agency Theory*. Para tanto, este trabalho baseou-se nos trabalhos de Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Para atender aos objetivos deste trabalho, nos modelos propostos por estes autores foi inserida uma variável independente que mensura o grau de internacionalização da empresa. Foram coletados dados de empresas brasileiras multinacionais e domésticas não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA entre os anos 2006 e 2013. Como resultados das regressões, concluiu-se primeiro que há uma relação estatisticamente significativa positiva entre a internacionalização e a riqueza dos acionistas. Em segundo lugar, que uma unidade adicional de capital de giro operacional líquido aos níveis atuais do grau de internacionalização das empresas, reduz a riqueza dos acionistas. Sugere-se que a empresa necessite de fontes de financiamento para se internacionalizar e que a internacionalização aumenta a assimetria de informação e risco para a empresa. Assim, recorre num primeiro momento aos recursos internos mais baratos, como o caixa, conforme a teoria da *pecking order*, que também é utilizado para formar o capital de giro da empresa, o que reduz a liquidez da empresa, aumenta a rentabilidade e a riqueza do acionista. Porém, se a empresa aumenta seu nível de capital de giro sem aumentar seu grau de internacionalização, haverá um excesso de liquidez não utilizado pela empresa, reduzindo a rentabilidade e a riqueza do acionista. Para trabalhos futuros, sugere-se testar os resultados desta pesquisa, cuja medida de grau de internacionalização foi incluída, em empresas pertencentes a países de economias desenvolvidas, seguindo os dados examinados por Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

**Palavras-chave:** Capital de Giro, internacionalização, riqueza dos acionistas

## ABSTRACT

This work presents two contributions to the financial literature. First it analyzes the relationship between the degree of internationalization and the shareholder wealth. Second, it analyzes the working capital management articulated with the degree of internationalization (DOI) of the firm and their implications in shareholder wealth, supporting these relations with finance theories as the Pecking Order Theory, Theory of Asymmetric Information and Agency Theory. This work was based on Faulkender & Wang (2006) and Kieschnick, Laplante & Moussawi (2013) studies. To meet the objective of this study, we inserted an independent variable that measures the degree of internationalization of the companies. We collected data from multinational and domestic Brazilian non-financial companies listed on the BM&FBOVESPA between 2006 and 2013. First, we concluded, that there is a positive and statistically significant relationship between internationalization and the shareholder wealth. Second, an additional unit of net operating working capital, given the current levels of the degree of internationalization of the companies, reduces shareholder wealth. We suggested that the company needs funding sources to internationalize and that internationalization increases the information asymmetry and the risk for the company. So the company use at first its internal resources, according to the pecking order theory, which are also used to form the company's working capital, which reduces the company's liquidity, increases profitability and shareholder wealth. But if the company increases its level of working capital without increasing their degree of internationalization, there will be excess liquidity not used by the company that reduces the profitability and shareholder wealth. For future work, we suggest testing our results in firms of developed economies following the data examined by Faulkender and Wang (2006) and Kieschnick, Laplante and Moussawi (2013).

**Keywords.** Working Capital, internationalization, shareholder wealth

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1</b> - Empresa Multinacional (MNE): termos e conceitos.....	28
<b>Quadro 2</b> - Formas de Exportação .....	29
<b>Quadro 3</b> - Uma revisão do Modelo de Internacionalização Relacionado à Inovação.....	35
<b>Quadro 4</b> - Estudos unidimensionais relacionados ao grau de internacionalização .....	39
<b>Quadro 5</b> - Variáveis da medida bidimensional do grau de internacionalização.....	41
<b>Quadro 6</b> - Indicadores e dimensão da medida do DOI por Sulivan (1994).....	43
<b>Quadro 7</b> - Indicadores compostos usados para medir a Internacionalização Empresarial. ....	44
<b>Quadro 8</b> - Resumo das variáveis utilizadas no modelo 1 .....	48
<b>Quadro 9</b> – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 1 .....	60
<b>Quadro 10</b> - Resumo das publicações presentes nesta seção .....	68
<b>Quadro 11</b> - Resumo das variáveis utilizadas nos modelo 2, 3 e 4. ....	73
<b>Quadro 12</b> - Metodologia referente à classificação da pesquisa, variáveis utilizadas e fontes dos dados. ....	80
<b>Quadro 13</b> – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 2 .....	89
<b>Quadro 14</b> – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 4 .....	92

## **LISTA DE FIGURAS**

**Figura 1.** O processo de Internacionalização da Empresa.....34

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Testes para escolha do tipo de regressões dos modelos.....	54
<b>Tabela 2</b> - Teste <i>diferença</i> entre grupos de empresas em relação ao excesso de retorno aos acionistas .....	55
<b>Tabela 3.</b> Matriz de correlação das variáveis independentes.....	56
<b>Tabela 4</b> - Resultados das regressões em painel do modelo 1 .....	58
<b>Tabela 5</b> - Testes para escolha do tipo de regressões dos modelos.....	83
<b>Tabela 6</b> - Teste <i>diferença</i> entre grupos de empresas em relação ao investimento adicional em capital de giro operacional líquido.....	84
<b>Tabela 7-</b> Teste <i>diferença</i> entre grupos de empresas em relação ao investimento de uma unidade a mais de capital de giro a um dado nível de internacionalização.....	85
<b>Tabela 8</b> - Matriz de correlação das variáveis independentes .....	86
<b>Tabela 9</b> - Resultados das regressões em painel dos modelos.....	88

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AI – Intensidade em Propaganda

C.G – Capital de Giro

DOI – *Degree of Internationalization*

ESTS – Exportação sobre vendas totais

FATA – Ativos no Exterior sobre Ativos Totais

FETE – Funcionários Externos sobre Total de Funcionários

FOTO – Número de Proprietários no exterior sobre total de proprietários

FPTP – Lucro externo sobre lucro total

FSE – Listas de trocas de ações externas

FSTS – Vendas no Exterior sobre total de vendas

IDE - Investimento Estrangeiro Direto

I-M – *Innovation Model*

MNE – Empresa Multinacional

NCG - Necessidade de capital de giro

NEI - Nova empresa internacional

OSTS – Subsidiárias no exterior sobre subsidiárias totais

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

PDIO - Dispersão psíquica das operações internacionais da empresa

POT - *Pecking Order Theory*

RBV - *Resource Based View*

RDI – Intensidade em Pesquisa e Desenvolvimento

ROA – Retorno sobre o ativo

ROE - retorno dos acionistas

ROI - retorno sobre o investimento

ROS – Retorno sobre as vendas

TMIE - Experiência Internacional dos gestores alto escalão, pelo número de anos de experiência de trabalho na empresa

U-M – *Uppsala Model*

UNCTAD - *United Nations Conference on Trade and Development*

VIF - fatores de inflação da variância

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO .....	17
1.1	Apresentação do tema e problema de pesquisa .....	17
1.2	Objetivo Geral e Objetivos Específicos e Hipóteses .....	20
1.3	Justificativa.....	22
1.4	Estrutura da dissertação.....	23
2.	INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS E RIQUEZA DOS ACIONISTAS .....	24
2.1	INTRODUÇÃO .....	24
2.2	LITERATURA .....	27
2.2.1.	Conceitos de internacionalização.....	27
2.2.2	Estudos anteriores sobre internacionalização de empresas .....	30
2.2.3	Teorias de internacionalização de empresa .....	32
2.2.4	O grau de internacionalização (DOI) .....	39
2.2.5	Internacionalização e Riqueza dos acionistas e hipóteses.....	44
2.3	METODOLOGIA .....	47
2.3.1	Descrição das variáveis .....	47
2.3.2	Definição da População e Seleção da Amostra .....	52
2.4	RESULTADOS EMPÍRICOS .....	54
2.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	60
3	GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO EM EMPRESAS INTERNACIONALIZADAS E SUA RELAÇÃO COM A RIQUEZA DOS ACIONISTAS .....	63
3.1	INTRODUÇÃO .....	63
3.2	LITERATURA .....	64
3.2.1	Estudos sobre Gestão de Capital de Giro .....	64
3.2.2	Estudos anteriores sobre Capital de Giro .....	65
3.2.3	Estudos anteriores de gestão de capital de giro e riqueza dos acionistas.....	68
3.2.4	Hipótese da interação do acréscimo no capital de giro e grau de internacionalização e a riqueza dos acionistas.....	70
3.3	METODOLOGIA .....	72
3.3.1	Descrição das variáveis .....	72
3.3.2	Variáveis independentes em nível da firma.....	74
3.3.3	Variáveis independentes - nível país.....	76
3.3.4	Variável Teste.....	78

3.4	RESULTADOS EMPÍRICOS .....	84
3.4.1	Estatística Descritiva.....	84
3.4.2	Análise dos resultados dos modelos propostos.....	86
3.4.3	Considerações Finais.....	93
4.	CONCLUSÃO .....	94
	REFERÊNCIAS.....	98

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 Apresentação do tema e problema de pesquisa

Este trabalho traz duas contribuições para a teoria de finanças, tendo como apoio o estudo realizado por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). A primeira contribuição que esta pesquisa se propõe, é analisar a relação entre a internacionalização das empresas e o aumento da riqueza dos acionistas. Esta primeira contribuição foi desenvolvida como um capítulo independente, ou seja, no capítulo 2 deste trabalho. A segunda contribuição, também estruturada como um capítulo independente, no capítulo 3, é avaliar o efeito do investimento marginal em capital de giro na riqueza dos acionistas a um dado nível corrente de internacionalização da empresa, sugerindo explicação para essa relação a partir de teorias de finanças, tais como a *Pecking Order Theory*, *Theory of Information Asymmetric* e *Agency Theory*. Portanto, este estudo analisa a relação da riqueza dos acionistas sob a ótica de duas temáticas: gestão do capital de giro e internacionalização de empresas.

Com relação à primeira temática, num sentido mais amplo, o conceito de gestão capital de giro está atrelado aos ativos e passivos circulantes. O capital de giro líquido, por seu turno, é o resultado da subtração do ativo circulante e passivo circulante. De acordo com Lamberson (1995), o ativo circulante e passivo circulante demandam investimentos significativos, além da posição de liquidez ser determinada pela composição e financiamento destas contas.

Um conceito derivado do capital de giro líquido é a necessidade de capital de giro. Caso haja excesso dos ativos circulantes operacionais sobre os passivos circulantes operacionais, surge a necessidade de capital de giro aos recursos demandados que asseguram os financiamentos das necessidades operacionais do ciclo de caixa da empresa.

Apesar da simplicidade do conceito de capital de giro, vários trabalhos têm considerado a gestão do capital de giro como componente estratégico crucial para tomada de decisões. Nesta corrente, por exemplo, Khoury, Smith e Mackay (1999) encontraram evidências em que aproximadamente dois terços dos gestores de empresas do Canadá, EUA e Austrália, na decisão sobre o orçamento de capital a longo prazo, consideram a forma da qual a decisão de capital de giro será construída. Lamberson (1995) percebe isto ao relatar que os gestores das empresas dissipam considerável tempo para administrarem os ativos circulantes e o financiamento a curto prazo destes ativos.

A administração do capital de giro se torna relevante devido à proporção considerável, em alguns setores e tamanho de empresas, dos ativos e passivos correntes em relação ao ativo total, em seu papel no desempenho corporativo, bem como na importância e no tempo dedicado pelos gestores para administrar os ativos circulantes da empresa e o financiamento destes ativos. Este tende a ser o foco dos esforços de diretores financeiros das empresas: estabelecer um nível ótimo de capital de giro ao proporcionar quantidade de ativo circulante calculado para um custo total mínimo (PIRES; ZANI; NAKAMURA, 2012).

Na rota desta discussão, as investigações pertinentes a estratégias de gestão de capital de giro (agressiva ou conservadora) têm sido alvo de vários autores, como exemplos citam-se os trabalhos de Mallik, Sur e Rakshit (2005); Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007); Nazir e Afza (2009). A escolha de uma dessas estratégias afigura-se como fator preponderante do *trade-off* existente entre risco e retorno, influenciando variáveis como lucratividade, rentabilidade e valor da empresa. Nazir e Afza (2009); Palombini e Nakamura (2011); Pires, Zani e Nakamura (2013) e Mongrut *et al.* (2014), são exemplos de autores de trabalhos que confirmaram a gestão de capital de giro como algo estratégico, com implicações no longo prazo e não somente encarado como decisões operacionais de curto prazo. Almeida (2014) afirmou que a gestão eficiente de capital de giro, por conta dos gestores, é uma parte fundamental da estratégia global de qualquer empresa para se criar valor aos acionistas.

O tema capital de giro ao longo do tempo vem se transformando de uma temática com implicações exclusivamente operacionais para uma discussão de cunho estratégico na gestão das empresas. Esta transformação deve-se em parte a estes trabalhos mais recentes supracitados, que têm discutido os determinantes do capital de giro a partir de teorias de finanças como a *Pecking Order Theory*, *Agency Theory*, dentre outras. Estas teorias destinam ao tema capital de giro, um arcabouço teórico capaz de explicar relações anteriormente não exploradas pela literatura (HILL *et al.*, 2010; PALOMBINI; NAKAMURA, 2011).

Dentre os trabalhos mais recentes, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) examinaram os dados de empresas americanas no período de 1990 a 2006, para averiguar a relação entre a gestão de capital de giro e a riqueza dos acionistas. Eles encontraram evidências que o investimento em capital de giro operacional líquido aumenta a riqueza dos acionistas e que dado o nível atual de capital de giro operacional líquido da empresa, o investimento marginal em capital de giro operacional líquido reduz seu valor.

Cabe salientar que os estudos sobre a gestão de capital de giro com este enfoque menos operacional e mais estratégico, respaldado por teoria robusta de finanças, tanto no âmbito nacional quanto internacional, ainda é escasso, apesar dos gestores financeiros identificarem a gestão de capital de giro essencial para os resultados financeiros, valores, rentabilidade e desempenho das empresas (HILL *et al.* 2010; ALMEIDA, 2014).

No que diz respeito à segunda temática, ou seja, a internacionalização de empresas, tem-se que no período entre 1990 e 2011, foi registrado um aumento de 988% no número de empresas multinacionais no mundo, conforme a *United Nations Conference on Trade and Development* [UNCTAD] (2013). Nesta mesma rota, a expansão do movimento de internacionalização de corporações de países emergentes nas últimas duas décadas foi intensa, se considerar que dos vinte primeiros países que mais receberam fluxos de investimento estrangeiro direto (IDE) em 2012, nove eram economias em desenvolvimento, sendo que, destas o Brasil ocupava a quarta colocação no *ranking* global.

No mercado brasileiro, desde então, tem-se observado acréscimos no número de empresas com atuação ou com intenções transnacionais. Com base nos dados do Ranking das Multinacionais Brasileiras 2013 da Fundação Dom Cabral, as empresas nacionais, que já pertenciam aos mercados globais, aumentaram seus graus de internacionalização. Os dados relativos ao intervalo entre 2010 e 2012, com evolução de 16% para 18%, ratificam esta informação. Com relação às empresas até então não internacionalizadas, a referida pesquisa cita uma evolução de 167% na quantidade de companhias que se internacionalizaram pelo modo de entrada patrimonial, via subsidiárias ou por meio de franquias, comparando-se as duas últimas décadas, quais sejam, as de 2003-2012 *versus* 1992-2001.

Para Dunning (2000), uma das razões que leva as empresas a investirem no exterior é a busca por eficiência, a fim de gerar retorno para os seus proprietários. Portanto, surge a oportunidade de avaliar se a expansão internacional exerce influência sobre o aumento do valor da empresa das multinacionais de economias em desenvolvimento, sob a premissa de que, ao se internacionalizar, as empresas não só expandem o mercado em que atuam, mas passam a lidar com contextos diferentes daqueles apresentados às empresas domésticas, o que pode também influenciar na riqueza dos acionistas.

Assim, este trabalho investiga os efeitos desta aproximação, qual seja, a gestão do capital de giro e internacionalização tratados de maneira conjunta, isto é, o que ocorre com a riqueza dos acionistas de empresas multinacionais que decidem investir mais em capital de

giro líquido operacional. Desta forma, reforça-se que o presente trabalho pretende ser um desafio ao preencher uma lacuna ainda incipiente na literatura de finanças, isto é, incorporar o grau de internacionalização no contexto de criação de riqueza para o acionista e capital de giro. Para tanto, pretende responder os seguintes problemas de pesquisa:

(a) qual a relação entre o grau de internacionalização de empresas e a riqueza dos acionistas? Ou seja, será que quanto maior/menor for o grau de internacionalização de determinada empresa maior/menor será a riqueza gerada ao acionista?

(b) qual o efeito que o capital de giro juntamente com a internacionalização produz na riqueza dos acionistas? Ou seja, considerando que uma empresa decidiu se internacionalizar a um determinado nível, qual o efeito que o investimento de uma unidade monetária a mais em capital de giro traria à riqueza dos acionistas? Será que os efeitos encontrados por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) se mantêm com a inserção da variável de internacionalização?

Dado que o principal objetivo da empresa é maximizar a riqueza de seus acionistas, estudar estes efeitos é essencial para se entender como e em que grau a decisão de se internacionalizar pode destruir ou gerar riqueza para o acionista, seja de forma individual, seja através do uso adicional de capital de giro. Espera-se que a gestão do capital de giro como estratégia de maximização da rentabilidade e também a internacionalização como forma de diversificação da empresa, podem ter efeitos na riqueza dos acionistas. Empresas direcionadas para atividades de internacionalização, de acordo com Shapiro (1978), apresentam maiores demandas para financiamento em comparação com aquelas que restringem ao seu mercado doméstico, além de poder diversificar seus riscos entre os distintos mercados. De outro lado, a gestão do capital de giro de uma empresa envolve suas contas circulantes, e inclui aspectos de administração das fontes de recursos financeiros, sejam eles internos ou externos, em duas estratégias que impactam na rentabilidade e, com efeito, no valor aos acionistas, tal como demonstrado por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

## **1.2 Objetivo Geral e Objetivos Específicos e Hipóteses**

Há dois desdobramentos do objetivo geral. O primeiro se propõe a investigar a relação entre internacionalização e riqueza dos acionistas, e o segundo sobre o efeito conjunto do capital de giro e internacionalização na riqueza dos acionistas.

Os objetivos específicos são:

- Analisar estatisticamente a relação entre o grau de internacionalização das empresas e a riqueza dos acionistas;
- Analisar estatisticamente o efeito da interação do grau de internacionalização em níveis correntes e o investimento adicional em capital de giro operacional líquido com riqueza dos acionistas e;
- Comparar os resultados obtidos neste trabalho com os alcançados no trabalho de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

Apesar deste trabalho se basear em Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), o objetivo dos autores era analisar a relação entre o capital de giro e a riqueza dos acionistas. No entanto, este trabalho acrescenta o contexto da internacionalização de empresas nesta relação entre capital de giro e riqueza dos acionistas estudada pelos autores.

Segundo Gil (1999), a hipótese é uma suposta resposta ao problema a ser investigado e seu papel fundamental é sugerir explicação para os fatos. Por conseguinte, para responder o primeiro problema pesquisado nesta dissertação, o qual se refere à relação entre o grau de internacionalização de empresas e a riqueza dos acionistas, as hipóteses formuladas surgiram com proposições que, após serem devidamente testadas, foram aceitas ou rejeitadas. Assim, os enunciados da relação entre essas duas variáveis, internacionalização e riqueza dos acionistas compreendem a:

*H1a: Não existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas.*

*H1b: Existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas.*

Em consonância ao segundo problema desta dissertação acerca do efeito que o capital de giro juntamente com a internacionalização exerce sobre a riqueza dos acionistas, a apresentação do segundo par de hipóteses corresponde à validade ou não desta relação e se expressa da seguinte maneira:

*H2a: Não existe uma relação negativa estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização, e valor aos acionistas.*

*H<sub>2b</sub>: Existe uma relação negativa estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização, e valor aos acionistas.*

Estas hipóteses foram obtidas a partir de teorias de finanças apresentadas no capítulo 2, seção 2.2.5 e também no capítulo 3, seção 3.2.4, além de serem testadas empiricamente a partir de dados secundários, no intuito de verificar se estatisticamente é verdadeira ou não a relação da internacionalização de multinacionais brasileiras, conjugada com o investimento em capital de giro operacional líquido, na riqueza dos proprietários das ações destas empresas.

### **1.3 Justificativa**

No contexto desta discussão, esta pesquisa justifica-se em primeiro lugar como sendo uma contribuição à teoria de finanças, dada a escassez de publicação científica acerca da relação do investimento em capital de giro operacional líquido e riqueza dos proprietários, tampouco a influência da internacionalização sobre ela, haja vista que o processo de internacionalização das empresas está envolvido com elementos pertinentes à gestão de negócios, dentre os quais o capital de giro e o retorno aos acionistas. Nestes termos, raramente se encontrou na literatura teorias de finanças que explicassem ao mesmo tempo as relações entre riqueza dos acionistas, gestão do capital de giro e internacionalização de empresas.

O trabalho de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) como ressaltado, analisa dados de empresas norte-americanas, ou seja, de economia mais estável que a brasileira. Estudar a gestão do capital de giro no contexto brasileiro, mais instável, e que até recentemente enfrentou altas taxas de inflação, torna-se relevante do ponto de vista da gestão. A inflação diminui a taxa real de rentabilidade das inversões de capital. Este mecanismo se verifica principalmente nos investimentos de capital de giro de alta liquidez e exigibilidade. De acordo com Grazziotin (1980), os ativos e passivos monetários são definidos, nominalmente, em termos de valor de mercado, desconsiderando mudanças no nível de preços e, assim, perdem substância econômica pela presença da inflação. Zariyawati *et al.* (2009) concluíram que durante o processo inflacionário, as empresas tendem a reduzir o montante de capital de giro inversamente à taxa de inflação. Assaf Neto e Tibúrcio (2012, p. 237) ilustraram, por um exemplo prático, a influência da inflação nos resultados da gestão do ciclo de conversão de caixa e na rentabilidade das empresas.

Nestas circunstâncias, este trabalho optou por estudar capital de giro no Brasil a países desenvolvidos, como nos EUA. Porém, seu estudo torna-se interessante por causa da maior variação do nível geral de preços, o que exige uma maior eficiência na alocação deste recurso nos investimentos em ativos correntes.

Em termos práticos, este trabalho auxiliará os gestores no entendimento de como a empresa, no processo de internacionalização, poderia gerir melhor o capital de giro conjuntamente com sua estratégia de internacionalização para auxiliar no processo de geração de riqueza ao acionista.

#### **1.4 Estrutura da dissertação**

A estrutura desta dissertação é composta no primeiro capítulo por esta introdução geral ao trabalho. O capítulo 2 é um capítulo independente com introdução, referencial, metodologia, análise dos resultados e considerações finais, que foi reservado para a relação entre a internacionalização e a riqueza dos acionistas. O capítulo 3 também é um capítulo independente que abordou o estudo da relação entre a internacionalização e o investimento marginal em capital de giro sobre a riqueza do acionista. Por fim, o capítulo 4 apresenta as conclusões desta dissertação, seguidas pelas referências utilizadas ao longo do trabalho.

## 2. INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS E RIQUEZA DOS AÇÃOISTAS

### 2.1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste capítulo é estruturar e analisar a primeira contribuição desta dissertação, qual seja: investigar a relação entre a internacionalização das empresas e a riqueza de seus acionistas.

Na literatura econômica e dos negócios, a abordagem acerca da Internacionalização tem se acentuado desde a segunda metade do século XX, período de intensificação do processo de globalização, embora ela não tenha surgido neste período, pois, tal como relata Júnior (2009), remonta desde o mercantilismo e retoma, pois, um processo crescente e secular de internacionalização econômica. Ademais, se em princípio, os participantes principais eram os países, agora as organizações aparecem como protagonistas (CERCEAU; LARA, 1999).

O acirramento da interdependência dos países a partir deste marco em termos de volume de bens e serviços, aliado à dinamização de fluxos internacionais de capitais, do trabalho e da rápida e ampla difusão da tecnologia de ponta corroboram este processo, acarretando mudanças sociais e político-econômicas nos diversos setores da economia, na gestão e no desenvolvimento das empresas (CERCEAU; LARA, 1999; JÚNIOR, 2009).

De acordo com Stal e Campanário (2010), historicamente identificam-se três marcos no processo de globalização da economia pós Segunda Guerra Mundial: primeiramente com o domínio de Europa e Estados Unidos, até a década de 1970; a segunda liderada pelo Japão e pelos “tigres asiáticos”, prolongando até a década de 1980 e a década seguinte preponderou o domínio das multinacionais do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China).

A expansão das empresas multinacionais, portanto, notadamente a dos países periféricos, se intensificou a partir da década de 1980, sobressaindo as organizações asiáticas com exportações de produtos sofisticados existentes em pequenos mercados domésticos. Como efeito da liberação econômica nos anos da década de 1990, já em seu início, emergiram os produtos de empresas da América Latina para concorrerem com as firmas estrangeiras nos mercados globais.

No que tange ao cenário de internacionalização das empresas brasileiras, as medidas tomadas pelo Brasil nos 1990's foram favoráveis à competitividade. As empresas que

conseguiram suportar e adaptar aos choques existentes desde a década anterior, tiveram maior êxito. Xavier e Turolla (2012) citam como exemplos destes choques: o Plano Real; a âncora cambial; a volatilidade nos principais preços econômicos e; ainda, elevação na carga tributária.

Para elucidar este movimento acirrado do processo de intensificação das empresas multinacionais, várias correntes teóricas foram utilizadas pelos pesquisadores da temática da internacionalização, por exemplo, os trabalhos produzidos pelos pesquisadores da *University of Uppsala* (JOHANSON; VAHLNE, 1977) e os da *Univerty of Reading*. Neste capítulo, precisamente na seção 2.2.3, foram discutidas algumas destas teorias.

Neste trabalho foi realizada uma pesquisa a fim de testar a relação do grau de internacionalização de empresas brasileiras com a riqueza dos acionistas, medida pelo excesso de retorno das ações. A literatura em finanças tem abordado vários aspectos da internacionalização de empresas. Os Estudos que tratam da relação da internacionalização com a riqueza dos acionistas têm apontado divergências em seus resultados. Dos Santos e Muller (2008) apresentaram vários resultados em que a internacionalização tende a confirmar que os investidores têm percepção de aumento de riqueza dos acionistas (HUGHES; LOGUES; SWEENEY, 1975; AGMON; LESSARD, 1977; LEVINE; SCHMUKLER, 2005).

De maneira oposta, outros autores encontraram evidências de perdas de valor aos acionistas pela internacionalização, dentre eles Collins (1975), o qual concluiu que os resultados de sua pesquisa comparando os retornos, os riscos e os retornos ajustados pelos riscos de empresas multinacionais e domésticas de países em desenvolvimento, mostraram que não havia benefícios gerados em relação às empresas domésticas, tampouco às empresas de países desenvolvidos. Denis, Denis e Yost (2002) mostraram que as empresas que diversificaram globalmente, tiveram suas ações negociadas com desconto em comparação às empresas domésticas que participavam do mesmo segmento.

Para atingir o objetivo do trabalho de Dos Santos e Muller (2008), eles analisaram se a internacionalização das empresas brasileiras criou valor para seus acionistas, utilizando como base amostral o Índice IBX-100, e a partir dessa amostra separou as empresas multinacionais das empresas domésticas. A liquidez de suas ações foi critério para escolha destas empresas. O critério de internacionalização usado para a classificação de uma empresa como internacional foi que a mesma tivesse ao menos uma subsidiária externa integral em 1996 e no mínimo cinco subsidiárias em diferentes países em 2005. O período de análise foi dividido em

três, de acordo com o contexto econômico da época, sendo eles 1996 a 2007; 1999 a 2007 e 2003 a 2007.

Os resultados da pesquisa de Dos Santos e Muller (2008) foram obtidos pela comparação das médias de vários itens de risco e retornos entre as empresas multinacionais e domésticas, sendo eles: o retorno mensal médio; o desvio-padrão médio; beta médio das ações (risco sistêmico); Índice de Treynor Médio; Índice de Sharpe Médio e Índice de Jensen Médio. Eles utilizaram o teste primeiramente com a amostra completa e posteriormente separaram em amostra de empresas privadas e amostra setorial. Concluíram, por exemplo, que as multinacionais têm risco sistêmico médio, assim como desvio-padrão médio inferiores às empresas domésticas nos três pares de amostra e retornos médios superiores, nas amostras dos períodos de 1996 a 2007 e 1999 a 2007. Todavia, para as multinacionais, esta superioridade só se verificou no período de 2003 a 2007 na amostra completa.

A proposta deste trabalho, entretanto, parte da metodologia de Faulkender e Wang (2006), tendo como objetivo testar estatisticamente a relação do grau de internacionalização com o excesso de retorno aos acionistas, no sentido de agregar riqueza ou não. A seleção da amostra foi realizada considerando empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. O critério utilizado para identificar uma empresa multinacional foi a medida de internacionalização DOI (UNCTAD 1995), utilizada pela Fundação Dom Cabral, onde foi feita a coleta dos dados relativos às informações do grau de internacionalização das empresas. O período de análise considerado neste trabalho foi de 2006 a 2013, de acordo com a disponibilidade dos dados da Fundação Dom Cabral.

Os resultados deste estudo, contudo, foram obtidos por meio de uma regressão múltipla, utilizando para isto técnicas econométricas, confirmando ou não as significâncias estatísticas pelos níveis de confiança nos testes das hipóteses formuladas. A variável dependente para medir a riqueza dos acionistas foi o excesso de retorno dos acionistas, expresso pela diferença do retorno da ação da empresa e um retorno *benchmark*, conforme utilizado por Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Este trabalho, no entanto, não teve como objetivo fazer comparação entre grupo de empresas multinacionais brasileiras ou domésticas, que geram mais ou menos riquezas aos acionistas.

A preocupação fulcral deste estudo foi testar se a intensidade da internacionalização das empresas multinacionais brasileiras tem relação positiva à formação de riqueza aos

acionistas, isto é, identificar se o grau de internacionalização de empresas brasileiras agrupa riqueza aos proprietários, medida pelo excesso de retorno das ações.

Estudos presentes neste trabalho indicam uma relação positiva da internacionalização com a riqueza dos acionistas sob a luz de tópicos de finanças, seguindo uma hipótese da qual a preferência pela política agressiva na gestão do capital de giro proporciona maiores rentabilidades e fluxos de caixa favoráveis ao maior retorno aos acionistas, de forma que, um aumento do grau de internacionalização das empresas reforça a manutenção de uma menor necessidade de capital de giro, resultado de uma estratégia restritiva, a fim de consumar acréscimo de riqueza dos proprietários de ações.

## **2.2 LITERATURA**

A seguir, são abordados os conceitos e teorias da internacionalização, as medidas do grau de internacionalização, os estudos anteriores e a riqueza dos acionistas no contexto da internacionalização de empresas

### **2.2.1. Conceitos de internacionalização**

Do ponto de vista conceitual de internacionalização da empresa e a empresa multinacional (MNE), Villarreal Larrinaga (2005) relata que se tratam de fenômenos intrinsecamente complexos, admitindo que suas definições tenham sido abordadas a partir de diferentes perspectivas. As revisões teóricas que abordaram os conceitos mostraram que os diversos e variados significados existentes de ambos foram condicionados a enfrentar o desenvolvimento de teorias diferentes sobre a internacionalização da empresa e sobre a empresa multinacional (MNE), ratificando, de fato, uma prova da complexidade do assunto.

No que tange à internacionalização da empresa, entende-se como uma estratégia da organização vislumbrando o crescimento internacional num contexto de diversidade geográfica. Esta estratégia, através de uma dinâmica evolutiva e de longo prazo afeta, por etapas, as diferentes atividades da cadeia de valor e da estrutura organizacional da empresa, com um compromisso e envolvimento crescente de seus recursos e capacidades no âmbito internacional, baseado em um conhecimento acumulado (VILLARREAL LARRINAGA, 2005).

Quanto às organizações multinacionais, a definição é da mesma maneira complexa, admitindo que aquele termo (internacionalização) e o conceito de multinacionais são

múltiplos na literatura, com vários elementos inter-relacionados, que reforça uma conotação obscura ao definir o termo internacionalização, anteriormente mencionada. Villarreal Larrinaga (2005) apresenta um quadro com concepções análogas mais utilizadas dentre vários autores da literatura no que tange às multinacionais, as quais estão reproduzidas no Quadro 1.

**Quadro 1 - Empresa Multinacional (MNE): termos e conceitos**

Termos	Conceitos e Autores
Empresa Internacional	Esta segue uma estratégia de internacionalização. Concepção mais ampla do que a de MNE.
Empresa Multiplanta	Aquela que tem uma de suas plantas de geração de receita localizada fora do país de origem. Caso especial das MNEs levantadas por Dunning (1981).
Empresa Exportadora	Aquela que concentra sua produção no país de origem e que vende seus produtos ou serviços em pelo menos um mercado estrangeiro. É uma subespécie da empresa internacional que se opõe à das MNEs. Este esquema tem sido usado pelo contraste de múltiplos autores: Pla e León (2004); Jarillo e Martinez (1991); Dunning (1981); Raiz (1994), entre outros.
Empresa Global Empresa Multidoméstica Empresa Transnacional	Elas se referem a abordagens estratégicas específicas que podem ser tomadas às empresas multinacionais. Elas especificam as estratégias básicas de multinacionalização descritas por Bartlett e Ghoshal (1991). Perlmutter (1969), Vento, Douglas e Perlmutter (1973), Porter (1986), Prahalad e Doz (1987), Keegan (1997) e The Boston Consulting Group (1989). Ohmae (1991) define especificamente a empresa global.
Empresa Globalizada	Empresas multinacionais com presença significativa em todo o mundo (Pla e Leon, 2004). Assimila o significado de negócios globais (Ohmae, 1991). Caracteriza um comportamento de internacionalização ampliada da MNE.
Nova Empresa Internacional (NEI)	Empresa que nasce internacional. Ela se apresenta como unidade de negócios de novas tendências na busca de explicar o processo de internacionalização acelerada. McDougall <i>et al.</i> (1994); Oviatt e McDougall (1997).
Investimento Direto no Exterior (IED)	Intrinsecamente ligada ao conceito de MNEs, definida e determinada. Hymer (1960/1976); Dunning (1979, 1981, 1988, 1992); Casson (1992); Duran (1994, 2004); Lopez Duarte (1996); Martinez Senra (1999); Claver <i>et al.</i> (2001); Tato Guisado (2003); Pla y León (2004).

Fonte: Villarreal Larrinaga (2005), p.6

Em um sentido amplo, uma empresa é caracterizada como multinacional, por exemplo, se ao menos possuir uma filial no exterior. Segundo Duran (2004), as empresas multinacionais são atores que explicam, em grande parte, as atividades específicas da economia internacional: comércio exterior, transferência de tecnologia, os movimentos de capitais e a produção mundial. De outra forma, Villarreal Larrinaga (2005) sublinha a definição de empresa multinacional (MNE) como as entidades de capital, compreendendo em mais de um país em que, geralmente através do investimento direto no exterior (IDE), empregam pessoas e/ou bens de capital, os gerenciam e controlam para executar qualquer uma das atividades principais da cadeia de valor.

A internacionalização, tal qual definida por Loureiro e Dos Santos (1991), trata-se de um processo de expansão das operações das empresas em diferentes formas, do comércio à produção. As formas de estratégias de internacionalização são sem investimento e com investimento. A exportação, definida quando não há implantação estável e permanente no exterior, pertence à primeira forma, isto é, não-patrimonial. O Quadro 2 distingue seus vários tipos.

**Quadro 2 - Formas de Exportação**

Direta	A empresa possui uma estrutura e está organizada, por ela mesma, exportar os seus produtos ao cliente final no estrangeiro.
Intermediária	Exportação realizada através de terceiros, como, por exemplo, através de uma empresa de comércio internacional ou de engenharia
Piggy- Back	A empresa, não tendo estrutura específica ou imagem no exterior, passa a distribuir seus produtos/serviços através de empresa de mesma nacionalidade que tenha estrutura ao estrangeiro
Auxiliada	Quando a empresa possui representante assalariado ou é auxiliada por agente local

Fonte – Loureiro e Dos Santos (1991, p.5)

Quando ocorre a instalação física no exterior, ou seja, modo de entrada patrimonial, a estratégia é conhecida como internacionalização com investimento, que pode ser feita sob diversas formas: empresa comercial; de produção; ou ambas, podendo ser isoladas ou integradas em um conjunto de subsidiárias (LOUREIRO; DOS SANTOS, 1991), fusões e aquisições ou *joint ventures* (PEREIRA, 2013).

As empresas com a internacionalização têm possibilidade de buscar mercados mais diversificados. Neste contexto, o enfrentamento delas com adversidades físicas, culturais, políticas e geográficas, se por um lado as fortalecem e representam um aumento nas oportunidades de negócio, por outro faz crescer o grau de incerteza dos resultados, sem contar o próprio risco de insucesso.

Mediante tais considerações, as teorias que navegam o universo dos negócios, aliadas ao movimento de intensificação das empresas multinacionais, vem proliferando na literatura dos mais variados tipos de ciências existentes. Reflexo do caráter multidisciplinar dos estudos que percorrem os assuntos pertinentes à empresa e negócios internacionais, publicações são encontradas transitando no terreno, por exemplo, da antropologia, economia, psicologia, finanças, marketing, sociologia, política e gestão ambiental, tornando seu conceito complexo.

No âmbito de gestão empresarial, apesar da incipiente, o volume de pesquisas acadêmicas vem crescendo. Existem trabalhos de internacionalização relacionados a: desempenho (RUIGROK; WAGNER, 2003; LONCAN; NIQUE, 2010); estrutura de capital

(KWOK; REEB, 2000; SINGH; NEJADMAYERI, 2004; SAITO; HIRAMOTO, 2010; PEREIRA, 2013); teoria da agência (LI, 1994), teoria dos custos de transação (CONTRACTOR, 2007) e riqueza dos acionistas (CORHAY; RAD, 2000; DOS SANTOS; MULLER, 2008).

### **2.2.2 Estudos anteriores sobre internacionalização de empresas**

Especificamente, o caminho teórico percorrido pelas teorias acerca da internacionalização, encontrou respaldo na obra iniciada por Buckley e Casson (1976), intitulada “O Futuro da Empresa Multinacional” e revisada trinta anos após em um artigo dos mesmos autores. Todavia, a pesquisa de Buckley e Casson (2009) foi estruturada no conceito de internalização num contexto histórico, na construção e debate sobre o surgimento das empresas multinacionais, ou seja, eles revisaram o progresso geral da pesquisa referente às inovações teóricas acerca do tema internacionalização, diante das publicações surgidas três décadas de investigação, após o livro dos autores publicado em 1976.

Internalização é identificada em duas formas distintas por Buckley e Casson (2009): internalização operacional, envolvendo intermediar produtos que fluem através de sucessivas fases da produção e do canal de distribuição e; internalização do conhecimento - a internalização do fluxo de conhecimento que emana em P&D. Estes autores relataram que ambas as formas de internalização têm um papel significativo na explicação dos limites da MNE, e reforçam que entre os ganhos substanciais da internalização do conhecimento, tem destaque a assimetria da informação.

A gênese da teoria da internalização remonta ao início do interesse dos economistas em observar as multinacionais, a partir de 1960. A tentativa destes teóricos era focar nos aspectos das MNEs sob os auspícios da então teoria dominante da época, ou seja, a teoria do comércio de Heckscher-Ohlin. De acordo com esta teoria, cada país tinha uma dotação fixa de trabalho e capital, e especializada na produção de uma variedade de produtos que fizeram, em vista do melhor emprego possível desses fatores. Contudo, não houve espaço nesta teoria para as MNEs. Era pura e simplesmente uma teoria do comércio.

O fluxo de capital de países com uma taxa de retorno baixa sobre o capital para países com taxa mais elevada de retorno sobre o capital, propiciando maior lucro para as empresas multinacionais, constituía um dos pilares que sustentava a teoria do comércio. Não obstante, havia a percepção de que, no cômputo geral, os movimentos de capitais fluíam em direção

posta, por exemplo, dos EUA para o Reino Unido, ou mesmo em ambas as direções ao mesmo tempo. Este conflito foi fatal para a teoria.

Com o abandono do capital como fator decisivo para as MNEs, os economistas voltaram o foco para a tecnologia, mormente para o atraso tecnológico que deveriam ser alcançados pelos países em direção à economia estadunidense. Assim, a questão central da multinacionalidade para os argumentos dos teóricos desta corrente, conhecida como a teoria da estrutura de mercado, desenvolvida por Chamberlin (1927) e Robinson (1934) no período pós-guerra, era o paradigma dominante em economia industrial. O reforço de tal teoria tem escoramento no momento histórico da supremacia tecnológica dos EUA neste período, em conformidade com os monopólios de base tecnológicas de suas empresas líderes, expandindo esta base para o mercado europeu.

A fragilidade desta abordagem dos economistas industriais, conforme Buckley e Casson (2009), era explicar o fato das empresas obterem vantagem licenciando sua liderança tecnológica para empresas localizadas no exterior, gerando rendas econômicas por taxas de licenciamento, e ao mesmo tempo evitar custos de negociação no exterior. Buckley e Casson (1976), entretanto, haviam percebido que os custos de licenciamentos eram superiores ao de realizar negócios no exterior.

Havia, portanto, segundo Buckley e Casson (2009), três teorias em disputa no contexto das MNEs em meados da década de 1970: a teoria do comércio com movimentos internacionais de capitais; uma teoria de monopólio baseada em economia industrial e; a teoria da internalização. Diante disto, duas questões principais deveriam ser resolvidas. Em primeiro lugar; o que explica a existência da empresa? E a segunda; o que explica a existência da MNE?

Os teóricos de comércio não tinham interesse na primeira questão, e em relação à segunda, acreditavam equivocadamente que as empresas multinacionais poderiam ser explicadas pela mobilidade de capitais em um mundo de mercados perfeitos.

Em relação aos economistas industriais, eles também não deram importância à primeira pergunta. Consideravam a existência de empresas nacionais como um fato óbvio que não requer explicação. Em relação às multinacionais, concebiam como um fenômeno especial por conta dos custos de fazer negócios no exterior.

Os Teóricos da internalização consideraram a primeira questão como fundamental, e a segunda questão como resultada da primeira. Considerando os seus pilares, a internalização do conhecimento explicou por que as empresas foram criadas e como elas adquiriram um grau de poder de monopólio, enquanto internalização operacional explicou porque era natural que as empresas bem-sucedidas desenvolvessem uma rede de subsidiárias estrangeiras. Buckley e Casson (2009) consideraram esta teoria mais sólida, afirmando que as oportunidades de lucro são identificadas por empresários fundadores que, em seguida, constroem mercados globais sustentáveis apoiados em sistemas de produção mundial e um compromisso contínuo de P&D.

A expansão das empresas multinacionais, de acordo com Buckley e Casson (2009), conduziu a alguns escritores afirmar que ela foi causa da globalização, enquanto outros consideraram que o efeito era inverso. Estes autores concordaram, porém, que uma série de mudanças foi dando configuração a uma visão sistêmica global no sistema de produção, com base em instalações, incluindo laboratórios de P&D, produção de plantas e armazéns de distribuição espalhados pelo mundo, servindo a uma variedade de segmentos da produção.

### **2.2.3 Teorias de internacionalização de empresa**

#### **2.2.3.1 Modelo Uppsala (U-M)**

Segundo Andersen (1993), o modelo de Internacionalização Uppsala - *The Uppsala Internationalization Model* (U-M) foi desenvolvido por Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) em empresas suecas no ano de 1970 e, em linhas gerais, como assinalado por Oviatt e McDougall (2005), corresponde a um modelo dinâmico de aprendizagem que considera a internacionalização eminentemente como um processo de conhecimento cumprindo diversos estágios. A experiência possibilita o incremento à aprendizagem dos atores internacionais, bem como o conhecimento relativo ao mercado estrangeiro e, somente a partir daí, que eles iniciam ou aumentam o seu compromisso no mercado externo e mais tarde expandem-se para mercados mais distantes psiquicamente.

De acordo com Oviatt e McDougall (2005)

O conhecimento era o cerne dos modelos de processos de internacionalização desenvolvido por Johanson e Vahlne (1977) e seus colegas Uppsala. Com base na visão comportamental da empresa, eles viam a falta de conhecimento do mercado externo como um impedimento à expansão internacional como as empresas tendem

a limitar suas operações às proximidades geográficas de seu conhecimento existente. (OVIATT; MCDOUGALL, 2005 p.10).

Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) observaram que as trajetórias das empresas em mercados internacionais apresentavam algumas características comuns, denominadas de cadeia de abastecimento e distâncias psíquicas, o que em linhas gerais, significa que quanto maior o grau de conhecimento da firma sobre o mercado, maior será a tendência em investir recursos nesse mercado. À medida que a experiência vai sendo adquirida com atividades internacionais, os negócios no exterior vão se ampliando, até mesmo em mercados mais distantes (HONÓRIO, 2009).

O conceito distância psíquica tem sido definido como fatores que impedem ou perturbam o fluxo de informações entre a empresa e o mercado, incluindo fatores como diferença na linguagem, cultura, os sistemas políticos, o nível de educação ou o nível de desenvolvimento industrial.

Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) distinguem quatro modelos diferentes de entrada no mercado internacional, onde os sucessivos estágios representam maiores graus de internacionalização envolvidos:

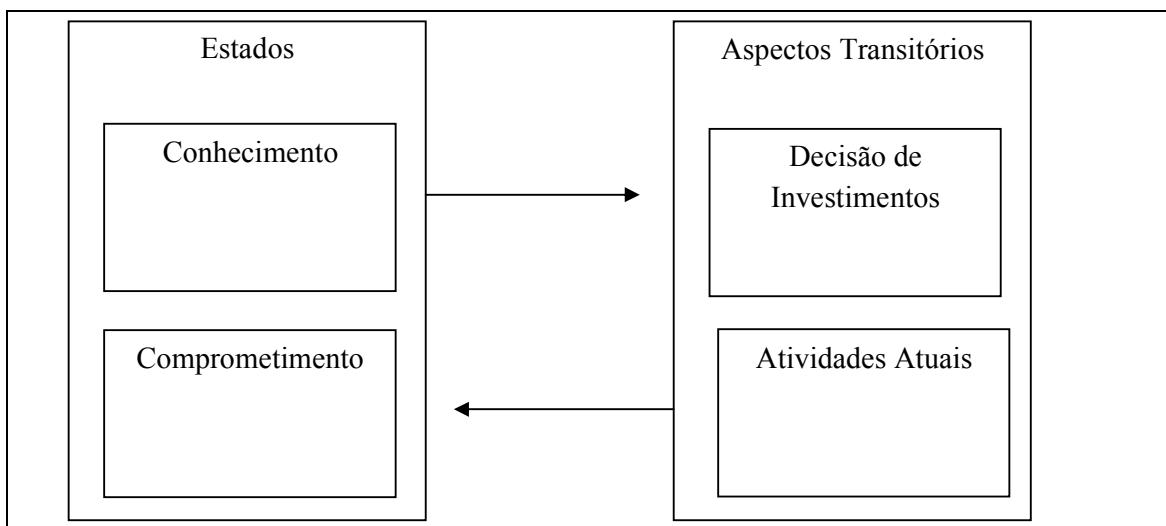
- Estágio 1: Atividades de exportação irregulares;
- Estágio 2: Atividades de exportação por meio de representantes;
- Estágio 3: Criação de uma filial de vendas no exterior;
- Estágio 4: Unidades de produção/fabricação no exterior.

Mais tarde este modelo foi aperfeiçoado por Johanson e Vahlne (1977; 1990; 2003), no qual, variáveis como conhecimento, mercado alvo e comprometimento do mercado, entendendo-se por possibilidade de utilização de recursos em outros mercados, integraram a definição do processo de internacionalização. Usando a perspectiva de rede, Johanson e Vahlne (2003) propuseram que a observância de desenvolvimento de relacionamentos com clientes e fornecedores estrangeiros, formando assim uma rede, constitui um fator determinante sobre a natureza da entrada e possível expansão internacional. Essas redes constituídas além das fronteiras nacionais, juntamente com o conhecimento do tipo, moderam a velocidade com a qual as oportunidades de empreendimento internacional são exploradas (OVIATT; MCDOUGALL, 2005).

O conhecimento refere-se ao mercado alvo, enquanto comprometimento diz respeito ao montante de recursos investidos em determinado mercado internacional e ao grau de especificidade desses recursos, ou seja, a possibilidade de haver utilização desses recursos em outros mercados, sem desvalorização.

Segundo Johanson e Vahlne (1977), a interação entre estados e aspectos transitórios confere dinâmica ao modelo, como é demonstrado na Figura 1. Essa ilustração pode ser entendida da seguinte maneira: quanto mais uma empresa investe em determinado mercado nacional, mais adquire conhecimento sobre ele.

**Figura 1 – O processo de Internacionalização da Empresa**



Fonte – Adaptado de Andersen (1993, p.212).

Quanto maior o grau de conhecimento da empresa a este respeito, maior seu grau de aptidão para efetuar novos investimentos e, quanto maior o grau de aptidão da empresa, maior a probabilidade de os investimentos serem realizados.

### 2.2.3.2 Modelo de inovação (I-M)

O modelo da Inovação foca na sequência de aprendizagem (modelo Upsalla) conectada à adoção de uma inovação, ou seja, a decisão de internacionalização é considerada como uma inovação pela empresa. Entende-se por inovação: melhorias na tecnologia; na maneira como as coisas são feitas e nos métodos adotados; além das vantagens competitivas obtidas mediante todo o processo de inovação, antecipando as necessidades do mercado externo (ANDERSEN, 1993).

O Quadro 3 demonstra os resultados das pesquisas no que tange ao I-M , de Bilkey e Tesar (1977) e Czinkota (1982) versus os modelos de Cavusgil (1980) e Reid (1981). De forma geral, há uma unanimidade entre os autores em considerar três fases do processo de internacionalização. Num primeiro estágio, presencia-se um total desinteresse e/ou desconhecimento das empresas em relação às exportações; em seguida, ocorre o envolvimento passivo e/ou experimental das empresas, em se tratando das exportações e; finalmente, o envolvimento ativo e comprometido das empresas para com as exportações. O fato de Bilkey e Tesar (1977) e Czinkota (1982) dividirem a fase do desinteresse das empresas em relação às exportações em três estágios, enquanto que Cavusgil (1980) e Reid (1981) dividiram essa fase em apenas dois estágios, evidencia a não congruência básica das pesquisas entre estes autores.

**Quadro 3 - Uma revisão do Modelo de Internacionalização Relacionado à Inovação**

<b>Autores/Modelos</b>			
<b>Bilkey e Tesar (1977)</b>	<b>Czinkota (1982)</b>	<b>Cavusgil (1980)</b>	<b>Reid (1981)</b>
Estágio 1 Gestão não interessada pela exportação	Estágio 1 Empresa completamente desinteressada	Estágio 1 A empresa vende somente para o mercado doméstico	Estágio 1 Empresa está atenta às exportações
Estágio 2 A gestão está disposta a atender aos pedidos, porém sem se preocupar por explorar a atividade de exportação	Estágio 2 A empresa está interessada em participar parcialmente	Estágio 2 A empresa avalia a possibilidade de se tornar uma exportadora (Pré-exportador)	Estágio 2 Intenção em exportar
Estágio 3 A gestão exploraativamente a viabilidade de exportação	Estágio 3 A empresa explorando a atividade de exportação	Estágio 3 Envolvimento experimental: a empresa começa a exportar em uma base limitada para algum país psicologicamente perto	Estágio 3 Empresa experimentando exportar
Estágio 4 A empresa começa a exportar em uma base limitada para alguns países psicologicamente pertos	Estágio 4 Empresa experimental em exportação	Estágio 4 Exportação ativa, inclusive com exportação direta e crescimento de vendas	Estágio 4 Empresa evoluindo: engajamento na exportação
Estágio 5 Empresa é uma exportadora experiente	Estágio 5 Empresa com experiência em exportar pequenos volumes	Estágio 5 Empresa tem comprometimento em alocar recursos para o mercado doméstico e externo	Estágio 5 Empresa aceita a exportação
Estágio 6 A empresa exporta em uma base limitada para alguns países psicologicamente mais distante	Estágio 6 Empresa experiente em exportar grandes volumes		

Fonte: Adaptado de Andersen (1993)

Kraus (2000) também aderiu à Teoria de Uppsala como modelo de processo de internacionalização. Porém, esse autor ressalta que os modelos mencionados no Quadro 3 e pela grande maioria dos autores que adotaram esta teoria, foram gerados dentro de uma perspectiva pós-fato e, portanto, a noção de passo ou estágio necessita ser compreendida.

Nesse sentido, Kraus (2000) considera que nos modelos, pouca atenção é oferecida ao processo de mudança de uma fase para outra, ao tempo envolvido em cada estágio e ao tempo despendido para concluir o processo de internacionalização. A realidade do negócio exibe a possibilidade de enquadrar uma empresa dentro de determinado modelo. Entretanto, o tempo gasto em uma etapa, bem como o envolvido durante todo o processo, parecem ser únicos, isto é, um atributo reservado a cada caso.

A estratégia de entrada em mercados internacionais não necessariamente precisa estar descrita a partir de um único modelo. Existe a possibilidade de “queimação” das etapas do processo, em que a firma pode suprir ou saltar por sobre determinada etapa do processo de internacionalização, optando por outra subsequente e mais complexa (ANDERSEN, 1993; FORTE; SETTE JÚNIOR, 2005).

Neste contexto, Oviatt e McDougall (2005) apontaram uma inconsistência no U-M e também no I-M. Avanços tecnológicos como no transporte, comunicação e os computadores permitem que atores empresariais formem novos empreendimentos que internacionalize rapidamente, sem o rigor de cumprimento de etapas. Alguns fatores como influências ambientais, condições da indústria e do pensamento dos atores empreendedores determinam a velocidade do envolvimento internacional. Estes autores sustentaram que importa a velocidade com que uma oportunidade de empreendimento é internacionalizada. Esta velocidade de internacionalização empresarial é determinada por quatro tipos de forças: (1) condições de acesso; (2) motivação; (3) mediação e; (4) moderação.

A primeira força considera que progressos técnicos e redução de custos em áreas como transporte, comunicação e tecnologia digital parece ser a base que permite rápida internacionalização de uma oportunidade do agente empreendedor. Em relação à segunda força, a tecnologia torna a internacionalização acelerada viável, enquanto a presença de concorrentes ou potenciais concorrentes motiva ou encoraja-o fortemente.

No que diz respeito à terceira força, acelerado ou retardado, o comportamento empreendedor internacional não pode ser explicada através de algumas medidas objetivas de

tecnologia e concorrência, mas apenas por entender como a oportunidade, as forças favoráveis, e as forças motivadoras são interpretadas, ou mediadas pelo ator empreendedor, mediante seus aspectos pessoais (anos de experiências em negócios internacionais) e psicológicos (propensão ao risco). No que concerne à quarta força, percebe-se o tipo de conhecimento que pode influenciar a rapidez com que uma oportunidade empreendedora é explorada, percebida e interpretada por um ator empreendedor (OVIATT; MCDOUGALL, 2005).

#### **2.2.3.3 A teoria de ciclo de vida do produto**

Esta teoria de internacionalização consiste numa abordagem de Vernon (1996), na compreensão de um fundamento lógico sequencial de empresas dos EUA, em se diversificarem pelo processo de internacionalização. De acordo com Kovac e Moraes (2005), Vernon (1996) assinalou que o tempo de inovação, os efeitos de economia de escala e os papéis de desconhecimento e incerteza como influenciadores do padrão de troca e do processo de internacionalização, têm privilégios em relação à doutrina de custos comparativos.

Tendo como ponto de partida uma inovação da empresa que foi inserida no mercado doméstico com possibilidade de absorção da demanda externa, ativada pelo modo de entrada via exportação, finalizando com a constituição de subsidiárias em outros países, tal diversificação internacional é uma forma de estender o ciclo de vida de um produto. Pressupõe essa teoria, que em países centrais as empresas não têm restrição ao acesso aos princípios científicos na introdução de novos produtos. Não obstante, considera-se que o acesso ao conhecimento e a assimilação do executivo não seja simultânea. Neste contexto, aconselha-se que a percepção do empreendedor em relação à identificação de oportunidade seja aliada ao acesso à comunicação (VERNON, 1996).

Quatro fases são identificadas por Kovac e Moraes (2005) nesta teoria. A primeira fase é a inovação, onde o mercado para o produto é caracterizado com limitações e incertezas e ainda não há conhecimento perfeito da tecnologia de produção, em que há produção de um bem de luxo, em pequenos lotes, emprego de trabalho qualificado e de equipamentos gerais. Os altos custos de produção não são fatores decisivos, senão que a vantagem competitiva se baseia na novidade, na escassez e retenção de tecnologia.

A próxima etapa é a de crescimento, em que se acentuam nos conhecimentos voltados às tecnologias de produção e ao mercado, na introdução de alguns equipamentos dedicados,

no aumento de volume produzido, na redução de custos de produção e na capacidade de ampliar o mercado para a classe média do mercado doméstico. As exportações são direcionadas para mercados com renda e estrutura de consumo aproximado. Sinalizam uma demanda em potencial nesses países importadores para esses produtos, nos quais a oferta interna ainda não tem capacidade de adquirir a tecnologia necessária para produzir esses mesmos itens de maneira competitiva, haja vista que a maior parte do conhecimento sobre produção está na experiência dos trabalhadores (KOVACS; MORAES, 2005).

Na fase da maturidade, a continuidade da expansão do mercado, aliada à crescente experiência, de acordo com Kovacs e Moraes (2005) “(...) contribui para uma padronização do processo produtivo e produção em massa, com a utilização de máquinas com objetivos específicos e de trabalho menos qualificado”. Há uma substituição na eficiência técnica em relação ao capital e trabalho, ou seja, uma substituição do conhecimento tácito dos trabalhadores por máquinas e equipamentos específicos. Ademais, os países importadores adotam barreiras tarifárias e não-tarifárias para estimular as empresas domésticas à produção dos itens, ou seja, contemplam mecanismos de substituição de importações.

A fase de estagnação é caracterizada pela transferência de produção para outros países. Os gastos com o fator de produção mão-de-obra representam uma fonte de vantagem competitiva e o processo produtivo se encontra cada vez mais difundido entre os produtores. Por tais fatos, tanto o produtor original como os novos anseiam deslocar a produção para países em desenvolvimento, com estabilidade política e onde exista menor custo do fator trabalho (KOVACS; MORAES 2005).

#### **2.2.3.4 Teoria do paradigma eclético ou teoria eclética da produção**

A Teoria Eclética da Produção, na visão de Fleury e Fleury (2007), preconiza que os investimentos externos de uma empresa têm como sustentação os custos de transação e de informação, o oportunismo dos agentes e as especificidades dos ativos. Três conjuntos de vantagens competitivas da Teoria do Paradigma Eclético ou Teoria Eclética da Produção, apontados por Fleury e Fleury (2007) são: vantagens específicas de propriedade; vantagens específicas de localização e; vantagens específicas de internalização.

Dunning (1980) relata que as duas primeiras vantagens dão sustentação inicial do Paradigma Eclético e a terceira é efeito de gastos com o câmbio reduzidos, da propriedade da

informação e diminuição da incerteza, do maior controle da oferta, dos mercados e da maior probabilidade de acordos contratuais e de negócios.

A Teoria Eclética da Produção tem como base, para analisar as escolhas de modos de entrada na internacionalização, o modelo multi-teórico, o qual se fundamenta em três teorias: negócios internacionais; RBV – *Resource Based View* e; custos de transação. A Teoria Eclética da Produção considera que as empresas se internacionalizam por meio de exportação, licenciamento, investimento externo direto e implantação de subsidiárias ou aquisição, mas não explica o processo de *joint venture*. Enquanto o modelo de Uppsala visa explicar os padrões e modos de estabelecimento de operações orientadas para o mercado, a abordagem eclética volta-se para a orientação da produção (DUNNING, 1980).

#### **2.2.4 O grau de internacionalização (DOI)**

Os debates dos assuntos acerca da internacionalização não se restringem apenas aos seus conceitos e teorias. Existe, no âmbito da literatura pertinente a este tema, a proposta de atingir um consenso de qual seria a medida adequada para o grau de internacionalização das empresas com envolvimento em negócios internacionais. Ao longo dos tempos, notadamente nas décadas de 1970 e 1980, surgiram pesquisas que adotaram uma medida unidimensional para mensurar o grau de internacionalização, com destaque às vendas no estrangeiro em proporção às vendas totais (FSTS), como mostra Sullivan (1994) no Quadro 4.

**Quadro 4 - Estudos unidimensionais relacionados ao grau de internacionalização**

<b>Estudos</b>	<b>Amostras</b>	<b>Medidas do DOI</b>	<b>Medidas de Desempenho</b>	<b>Resultados</b>
Vernon (1971)	Fortune 500 (1964)	FSTS	ROS (Retorno sobre as vendas) e ROA (Retorno sobre o ativo)	O ROS e o ROA das MNEs foram maiores do que as não-MNEs.
Horst (1973)	1191 empresas industriais dos Estados Unidos	FSTS	Lucro Líquido	Após controlar por tamanho, incapaz de discriminar MNEs das não-MNEs com base no lucro líquido.
Hughes, Logue & Sweeny (1975)	46 MNEs e 50 não-MNEs americanas	FSTS	Beta; retornos ajustados ao risco	MNEs têm maiores retornos ajustados ao risco para os acionistas, porém menores médias de retornos para os acionistas para um menor beta médio.
Siddhartha & Lall (1982)	As 500 MNEs e 100 e não-MNEs maiores empresas americanas	FSTS	Crescimento da empresa	Controle pelo tamanho, intensidade de propaganda, P&D, economias de escala e lucratividade indicaram que o DOI tem um efeito negativo na taxa de crescimento da empresa.
Kumar (1984)	672 empresas britânicas entre 1972-1976	FSTS	ROS e ROA	As MNEs não superaram as não-MNEs tanto em ROS quanto em ROA; no entanto a relação entre FSTS e lucros mostrou-se não significativas.

Continuação Quadro 4

Buckley, Dunning & Pearce (1977)	As 636 em 1972 e as 866 em 1977 maiores empresas MNEs do mundo	FSTS	ROA	Resultados poucos inconsistentes, porém estatisticamente significativa para toda amostra em 1972 e insignificativa para toda amostra dos EUA em 1977.
Dunning (1985)	As maiores 188 MNEs britânicas em 1979	FSTS	ROS	Grau de multinacionalidade tem uma relação positiva, porém estatisticamente insignificativa com ROS.
Yoshihara (1985)	As maiores 118 empresas japonesas	FSTS	ROE	As MNEs não superaram as não-MNEs em desempenho, mas a diferença foi não estatisticamente significativa.
Rugman, Lecraw & Booth (1985)	As 50 (EUA), 50 (Europeias), 20 (Japonesas), 10 (canadenses), e 24 (terceiro mundo) maiores MNEs	FSTS	ROE	Não tem evidências de lucros excessivos para MNEs. A maioria das MNEs teve ROE entre 10% e 14%, semelhantes às empresas domésticas de tamanho similar.
Shaked (1986)	58 MNEs e 43 não-MNEs dos EUA de 1980 a 1982	FSTS	ROA, Beta	Não há diferenças significativas entre as MNEs e empresas domésticas. As MNEs têm menor risco sistemático, probabilidade de insolvência, e variabilidade de capital, mas também experimentaram menores crescimentos de vendas do que as empresas nacionais.
Michel & shacked (1986)	58 MNEs e 43 não-MNEs dos EUA de 1973 a 1982	FSTS	Retorno risco-ajustado	Retorno do risco ajustado aos acionistas foi maior para empresas domésticas do que para as MNEs.
Grant (1987)	304 empresas britânicas	FSTS	Crescimento das vendas, ROS, ROA, ROE	A internacionalização foi positivamente associada com lucratividade superior num período de 30 anos.
Buhner (1987)	40 empresas alemãs orientais	FSTS	Retorno risco-ajustado, ROE, ROA	Empresas individuais com alto grau de internacionalização superaram as performances de outras empresas. Desempenho entre as outras não foram significativamente diferentes.
Grant, Jammime & Thomas (1988)	304 empresas britânicas de 1972 a 1984	FSTS	ROA	Não há evidências entre a associação entre altos níveis de DOI e uma significativa crise em lucratividade.
Daniels & Bracker	116 MNEs americanas	FSTS; FATA	ROS, ROA	O desempenho melhorado como FSTS e FATA aumentou para 50%. Embora não há associação significativa, o desempenho parecia cair enquanto FSTS e FATA aumentavam além deste limite.
Geringer, Beamish & da Costa (1989)	As 100 maiores MNEs americanas e as 100 maiores MNEs européias de 1981	FSTS	ROS, ROA	Desempenho financeiro melhorou monotonicamente enquanto FSTS cresceram, mas atingiu o pico e declinou quando FSTS atravessou o limite de 60% a 80% de internacionalização.
Collins (1990)	As 150 empresas da Fortune 500	FSTS	Risco total, Alavancagem, Beta	Desempenho das MNEs, com países desenvolvidos foi igual para empresas domésticas, mas o desempenho de MNEs com operações em países em desenvolvimento foi inferior para outras MNEs e empresas domésticas.

Fonte: Sullivan (1994).

As Medidas bidimensionais também foram alvos de pesquisas acerca dos assuntos pertinentes à literatura da internacionalização. Hassel *et al.* (2003), por exemplo, utilizaram uma amostra das 100 maiores empresas na Alemanha para mostrar empiricamente a existência de duas dimensões distintas da internacionalização das empresas, combinando-as em um único índice agregado. Essa adoção traz consigo uma vantagem e uma desvantagem. Se, por um lado, um índice pode definir a localização das empresas em diferentes níveis de internacionalização e geralmente medir o grau de internacionalização, por outro, ele pode esconder informações importantes sobre o processo de internacionalização.

Nestas circunstâncias, as dimensões reais e financeiras da Internacionalização foram tratadas na construção do grau de internacionalização por Hassel *et al.* (2003). A fim de construir o índice baseado em componentes distintos, os autores decidiram distinguir entre a participação das atividades reais externas de empresas, por um lado, e do grau em que se orientam em direção aos mercados de capital internacional, por outro.

Hassel *et al.* (2003) referiram à participação das atividades no exterior como a real dimensão da internacionalização e da orientação para o mercado de capital internacional como a dimensão financeira. Perceberam-se três variáveis para medir tanto a dimensão real da internacionalização, assim como a dimensão financeira. O Quadro 5 apresenta as variáveis da pesquisa destes autores supracitados.

**Quadro 5 - Variáveis da medida bidimensional do grau de internacionalização.**

	Variável	Designação
DIMENSÃO REAL	FSTS	Vendas externas como porcentagem das vendas totais.
	FETE	Funcionários no exterior como porcentagem dos funcionários total.
	SPREAD	Mede a dispersão geográfica das atividades das empresas no exterior.
DIMENSÃO FINANCEIRA	FOTO	Proprietários estrangeiros em percentagem do total de proprietários.
	FSE	Número de listas de trocas de ações externas.
	Normas contábeis. S.A.	Necessidade de se comunicar de forma eficaz com investidores internacionais.

Fonte: Adaptado de Hassel *et al.* (2003)

Uma combinação de componentes reais e financeiros em um índice, conforme Hassel *et al.* (2003), portanto, distorceria seriamente a medição de internacionalização, caso não houvesse uma separação teoricamente justificada e empiricamente fundamentada de diferentes dimensões da internacionalização no intuito de resolver o problema. Estes autores,

contudo, utilizaram a análise fatorial e outros testes estatísticos como instrumentos adequados para sanar esta situação.

Para Dörrenbächer (2000), os índices de internacionalização, ou indicadores compostos, são formados pela combinação de indicadores individuais. Ainda que existam trabalhos que se baseiam em indicadores individuais, os indicadores compostos são mais sugestivos para medir a internacionalização das empresas. Para Dörrenbächer (2000) e Hassel *et. al.* (2003), apenas três indicadores compostos medem a internacionalização, segundo a literatura que trata deste assunto: *transnationality index* (UNCTAD, 1995); *transnational activity spread index* (Ietto-Gillies, 1998) e; *degree of internationalization scale – DOI* (Sullivan, 1994).

O índice UNCTAD é calculado pela média aritmética de três proporções: vendas externas sobre as vendas totais; ativos externos sobre ativos totais e; número de funcionários externos sobre número de funcionários totais (FSTS; FETE, FATA). O índice Ietto-Gillies é medido pela combinação de dois índices. Além do índice UNCTAD, este índice pode ser derivado pela divisão do número de países estrangeiros em que a empresa tem filiais, com o número total de países do mundo em que ela tenha estoque de Investimento Direto Estrangeiro (IED) menos um, pois exclui o país de origem (DÖRRENBÄCHER, 2000; HASSEL *et. al.*, 2003).

Sullivan (1994) desenvolveu o terceiro índice baseado numa amostra de 74 empresas internacionais norte-americanas. O *Degree of Internationalization* (DOI) é um índice constituído com nove indicadores abrangendo três dimensões: estrutura; desempenho e; itens de atitude. Em detalhe, o índice é composto dos seguintes indicadores: a proporção de exportação sobre vendas totais; ativos estrangeiros sobre ativos totais e filiais estrangeiras em relação às subsidiárias totais; a experiência internacional dos gestores e; a dispersão psíquica internacional das operações. O Quadro 6 apresenta esses indicadores e suas respectivas dimensões.

Sullivan (1994) utilizou uma análise fatorial com base em Nunnally (1978). Estatisticamente, os resultados sugerem que um índice forneça uma medida significativa do DOI de uma firma, adotando cinco variáveis que o constitui – FSTS, FATA, OST, PDIO, TMIE.

O resultado da pesquisa de Sullivan (1994) recebeu uma crítica posterior de Ramaswamy; Kroeck e Renforth (1996), os quais alegaram duas fragilidades ao modelo. A primeira é referente às pontuações mais baixas do DOI que são compensadas pelas pontuações mais altas, isto é, os cinco itens são intercambiáveis. A segunda limitação refere-se a questões psicométricas e metodológicas. Eles utilizaram a mesma amostra de Sullivan (1994) e concluíram, por meio de uma regressão econométrica, que as variáveis, ou melhor, a maioria delas não demonstrou significância aos índices de desempenho (ROA e ROS), algo não considerado pelo autor criticado com seu método de análise fatorial. Após esta crítica, uma réplica foi utilizada por Sullivan (1996) respondendo as pontuações indicadas por seus críticos.

**Quadro 6 - Indicadores e dimensão da medida do DOI por Sulivan (1994).**

DESEMPENHO	FSTS	Vendas Externas/vendas totais
	RDI	Intensidade em Pesquisa e Desenvolvimento
	AI	Intensidade de Propaganda, explicando o envolvimento de internacionalização da empresa
	ESTS	Exportação / vendas totais
	FPTP	Lucro externo/lucro total
ESTRUTURAL	FATA	Ativos Externos/Porcentagem do Ativo Total
	OSTS	Subsidiárias no exterior/subsidiárias totais
ATITUDE	TMIE	Experiência Internacional dos gestores alto escalão, pelo número de anos de experiência de trabalho na empresa
	PDIO	Dispersão psíquica das operações internacionais da empresa

Fonte: Elaboração própria.

Resumidamente, quanto ao método criticado não houve outro superior ao apresentado, sustentando que o método apropriado para desenvolver uma medida de grau de internacionalização foi uma análise de item-total para a construção de medidas homogêneas, e que atribuir pesos iguais para uma medida é inerente ao método. Para a validade do DOI, Sullivan (1996) defendeu que ele fornece uma medida confiável para ajudar os pesquisadores a obter resultados mais poderosos. Em relação à técnica econométrica, salienta que utilizou a RATS (*Regression Analysis of Time Series*), um programa para estimar modelos não-lineares, em que houve confirmação do DOI como significativo na previsão dos índices de desempenho adotados por Ramaswamy, Kroeck e Renforth (1996).

O Quadro 7 resume os indicadores compostos para medir o grau de internacionalização das empresas. Na primeira coluna está o índice UNCTAD (1995), que foi utilizado como a medida de internacionalização neste trabalho. A segunda coluna contém o índice de Ietto – Gilles (1998) e a última coluna o índice de Sullivan (1994).

**Quadro 7 - Indicadores compostos usados para medir a Internacionalização Empresarial.**

Índice de Transnacionalidade (UNCTAD 1995)	Índice de propagação de Atividades Transnacionais (Ietto-Gilles 1998)	Grau de Internacionalização em Escala. (Sullivan, 1994)
= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3	= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3  Multiplicado por  Número de países estrangeiros em que uma empresa possui filiais como proporção do número total de países onde ocorreu o investimento estrangeiro direto - 1 (= país de origem da empresa)	= exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total+filiais no exterior/total de filiais+ experiência internacional dos gestores + dispersão psíquica internacional das operações

Fonte. Dörrenbächer (2000).

### 2.2.5 Internacionalização e Riqueza dos acionistas e hipóteses

Existem pesquisas que confirmaram a relação riqueza dos acionistas e internacionalização. Como exemplo, a aquisição foi o modo de entrada escolhido por Corhay e Rad (2000) para testar o efeito da internacionalização e a riqueza dos acionistas por empresas holandesas, partindo de quatro hipóteses. A primeira hipótese refere-se às fusões internacionais criando valor para os acionistas das empresas adquirentes. A segunda hipótese considera que as aquisições criam mais valor caso o tamanho da firma alvo é grande em relação à empresa adquirente. A criação de maior valor quando empresas adquirentes e as de destino estão na mesma linha de negócios, define a terceira hipótese. A quarta hipótese diz que aquisições transfronteiriças que envolvam empresas com alto nível de exposição externa, devem criar menos valor.

Corhay e Rad (2000) encontraram evidências, mesmo que fracas, que estratégias de diversificação por aquisições internacionais são geralmente atividades corporativas criadoras de riquezas. Eles observaram ainda que, para as aquisições da Europa Ocidental, os benefícios da internacionalização são maiores para as empresas que têm relativamente menor exposição internacional e realizam aquisições fora de suas principais atividades.

No caso brasileiro do mercado de fusões e aquisições para empresas transnacionais, o objetivo principal de Ellwanger (2014) foi analisar a reação do mercado acionário brasileiro ao anúncio de tal evento e como resultado deduziu que estes processos geram valor para a empresa ou mesmo para o acionista. Dos Santos e Muller (2008), como visto na introdução deste estudo na seção 2.1, por diferenças de médias de alguns itens de risco e retorno como o retorno médio, o desvio-padrão, o risco sistêmico (beta), o Índice de Treynor, o Índice de Sharpe e o Índice de Jensen, concluíram que a internacionalização de empresas brasileiras cria valor para seus acionistas.

Numa pesquisa realizada por Loncan e Nique (2010), eles analisaram a relação entre o grau de internacionalização, medido pelo total de vendas internacionais sobre vendas totais, e a *performance* contábil e de mercado para cinco multinacionais brasileiras. Como resultados, encontraram uma relação positiva significativa entre os retornos em termos de ROA (retorno sobre ativos) e Tobin's Q (*performance* de mercado) e o grau de internacionalização medido pelas vendas no exterior sobre as vendas totais (FSTS).

Esses exemplos supracitados sinalizaram uma relação positiva entre um modo de internacionalização e a riqueza dos acionistas. Ademais, há poucos estudos encontrados acerca dessa relação, ou seja, uma literatura sobre o efeito do grau de internacionalização no excesso de retorno dos acionistas ainda é incipiente, o que torna este trabalho uma contribuição à teoria ao realizar um estudo empírico que tenha este escopo.

Uma possível explicação para a relação direta entre a internacionalização e a riqueza dos acionistas, encerra a contribuição deste trabalho para a teoria de finanças. A *proxy* utilizada na mensuração da riqueza dos acionistas, determinada pelo excesso de retorno da ação da empresa a um retorno *benchmark*, o Ibovespa, não coincide com nenhum desses trabalhos supramencionados e ao tempo em que consideraram a variável internacionalização de acordo com o modo de entrada patrimonial, por exemplo fusão e aquisição (CORHAY; RAD, 2000; ELLWANGER, 2014) ou pela existência de subsidiária no exterior (DOS SANTOS; MULLER, 2008), ou por uma medida unidimensional (LONCAN; NIQUE, 2010). Neste trabalho usou-se a medida do grau de internacionalização multidimensional.

Outra diferença deste trabalho se refere à abordagem da riqueza dos acionistas ao considerar o modelo de *valuation* representado pelo fluxo de caixa livre padrão, que conta com o investimento da empresa em seu capital de giro operacional líquido e em seu investimento fixo líquido, cujo desenvolvimento tem origens no trabalho de Kieschnick,

Laplante e Moussawi (2013) e, oportunamente, utilizado para o raciocínio da hipótese deste trabalho.

A formação de valor para a empresa pode ser apresentada de acordo com a expressão fornecida por Brigham e Davies (2007) ou Ehrhardt e Brigham (2009) da seguinte maneira:

$$V_{firm} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (1)$$

Na equação (1),  $FCF_t = NOPAT_t - \Delta NOWC_t - \Delta fixed Assets_t$ , sendo que  $NOPAT_t$  é lucro operacional depois do imposto de renda no tempo t,  $\Delta NOWC_t$  é o investimento em capital de giro operacional líquido, e  $\Delta fixed Assets_t$  é o investimento em ativo a longo prazo. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) disseram que por esta expressão, nota-se que o investimento em gestão de capital de giro operacional líquido é um determinante do valor da empresa. Não obstante, não há clareza que a influência nos fluxos de caixa livre futuro ficará por conta da relação do investimento em capital de giro operacional líquido, assim como os investimentos em ativos a longo prazos, considerando que eles reduzem fluxo de caixa livre correntes.

Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), entretanto, reescreveram o modelo do fluxo de caixa residual aos acionistas (ERCF) como na equação (2):

$$V_{firm} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ERCF_t}{(1 + r_e)^t} \quad (2)$$

Na equação (2),  $ERCF_t = FCF_t -$  fluxo de caixa livre aos não sócios, e  $r_e$  representa o custo de capital próprio. Este modelo sinaliza o aumento da riqueza do acionista somente se a empresa aumentar excesso de retorno aos acionistas. A partir dele, os referidos autores julgaram que o investimento em capital de giro operacional líquido impacta no excesso de retorno para os acionistas, pois um maior ou menor investimento em capital de giro influenciará a magnitude de caixa disponível para ser distribuído em forma de dividendos e recompra de ações. Conquanto, o fluxo de caixa gerado num exercício seja condição suficiente para apropriação dos acionistas, não necessariamente eles serão distribuídos

imediatamente, e esta retenção de caixa pode favorecer fundos internos direcionados para projetos de investimentos rentáveis em detrimento à emissão de dívidas e à emissão de novas ações.

Neste contexto, Lintner (1956) e Gordon (1959) comentaram que o retorno ao acionista é menor conforme aumenta a distribuição de dividendos, porque os investidores têm menos certeza de receber o ganho de capital futuro do que os dividendos presentes. O que tais autores defendem, na verdade, é que o dividendo possui um fator risco menor do que o ganho de capital, uma vez que este é associado a uma data futura e incerta. Assim, deduz-se que um melhor desempenho de empresas multinacionais brasileiras, medido por uma *performance* de mercado, seja justificado por efeito de uma retenção de lucros para investimentos futuros.

Portanto, infere-se que o processo de internacionalização de empresas brasileiras agrava valor ao retorno aos acionistas com menor distribuição de dividendos e maiores retenção de lucro, canalizando-os para os projetos de investimentos mais rentáveis. Neste sentido, as seguintes hipóteses são consideradas:

*H1a: Não existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas.*

*H1b: Existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas.*

## 2.3 METODOLOGIA

### 2.3.1 Descrição das variáveis

Nesta seção encontram-se as variáveis utilizadas no estudo. Primeiramente, é apresentada a variável dependente do excesso de riqueza dos acionistas. Em seguida, são apresentadas as variáveis de controle e a variável teste DOI. Os determinantes da riqueza dos acionistas são intrínsecos às características da firma. Do modelo original de Faulkender e Wang (2006), uma das adaptações foi a inauguração da variável teste DOI, sem muitas alterações para o restante.

#### 2.3.1.1 Variável dependente: excesso de retorno dos acionistas

A variável dependente utilizada neste capítulo é a estimativa do excesso de retorno, similarmente utilizada por Faulkender e Wang (2006), os quais usaram a notação  $r_t - R_t^B$  para

o excesso de retorno de uma ação durante o período fiscal do ano  $t$ , onde  $r_t$  é o retorno realizado sobre a ação da empresa durante o ano fiscal  $t$ , e  $R^B_t$  o *benchmark* para a ação extraída do modelo dos 25 portfólios, formado pelo tamanho e *book-to-market*, de Fama e French (1993). O mesmo método para a variável dependente foi usado por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

Para este trabalho, no entanto, adotou-se o índice BOVESPA (IBOVESPA) na representação do *benchmark* do excesso de retorno da ação, que é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos em sua metodologia, e seu objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro (BM&FBOVESPA, 2014). Dos Santos e Muller (2008), num estudo sobre a relação da internacionalização com a riqueza dos acionistas, para a variável do retorno das ações, utilizaram a média geométrica dos retornos médios nos diversos períodos de análise de sua amostra.

### 2.3.1.2 Variáveis de controle

As variáveis de controle podem ser encontradas nos modelos de trabalhos citados que tratam da riqueza dos acionistas, sendo eles: a) reserva de caixa da empresa; b) despesa de juros da empresa; c) dividendos totais da empresa; d) alavancagem de mercado da empresa; e) financiamento líquido da empresa; f) ganhos da empresa antes de juros e itens extraordinários; g) ativo total líquido de caixa e; h) ativos intangíveis.

A maioria destas variáveis faz parte do modelo seminal de Faulkender e Wang (2006). Kieschick, Laplante e Moussawi (2013) utilizaram estas variáveis em seu trabalho. Salienta-se que as variáveis de interação do caixa com a variação marginal do caixa e a interação do acréscimo de caixa com a alavancagem, não foram contempladas neste trabalho.

**Quadro 8 - Resumo das variáveis utilizadas no modelo 1**

Variáveis	Sigla	Descrição Operacional	Fonte	Autores	Sinal Esperado
Excesso de retorno dos acionistas	$r_{it} - R^B_{it}$	Retorno no ano t menos retorno de mercado (Ibovespa) no ano t	Económatica	(1); (2)	
Manutenção de caixa e outras disponibilidades	$C_{it}$	Caixa e equivalente a caixa mais Aplicações Financeiras no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Lucratividade	$E_{it}$	Lucro antes dos juros e impostos (EBIT) no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Ativo total líquido de caixa e outras disponibilidades	$NA_t$	Ativo total no ano t menos $C_{it}$	Económatica	(1); (2)	+

Continuação Quadro 8

Variáveis	Sigla	Descrição Operacional	Fonte	Autores	Sinal Esperado
Nível de intangibilidade	$RD_{it}$	Ativos Intangíveis Líquidos no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Nível de Endividamento	$I_{it}$	Despesa financeira no ano t	Económatica	(1); (2)	-
	$L_{it}$	Dívida total sobre a dívida total mais o valor de mercado das ações	Económatica	(1); (2)	-
	$NF_{it}$	{ações emitidas*preço médio da ação – [(ações em tesouraria em t – ação em tesouraria em t-1)] * preço médio da ação} mais [L(t) – L(t-1)]	Económatica	(1); (2)	+
Total de Dividendos	$D_{it}$	Dividendos totais pagos no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Grau de Internacionalização (Unctad 1995)	$DOI_{it}$	= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3	Económatica; Exame 500; Fundação Dom Cabral		+

**Nota.** Legenda Autores: (1) Faulkender e Wang (2006); (2) Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013)

Fonte: Elaboração Própria.

**Reserva de Caixa e Títulos negociáveis ( $C_{it}$ ).** Esses ativos são fontes de financiamento de curto prazo. De acordo com a *Pecking Order Theory*, esse tipo de recurso é mais barato que as fontes externas (dívida e emissão de ações), por isso as empresas tende a contar com recursos internos para se financiarem, vis a vis a emissão de títulos de dívidas quando forem obrigadas a recorrer ao financiamento externo (MYERS e MAJLUF, 1984). De fato, esta situação torna-se uma vantagem quanto rentabilidade da empresa e formação de valor aos acionistas.

Faulkender e Wang, (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2009; 2013) encontraram evidências de uma relação positiva entre reservas de caixa e riqueza dos acionistas. Além disso, quando se percebe um excesso das reservas de caixa sobre as necessidades futuras de desembolso, ou seja, o crescimento marginal delas, recomenda-se, em princípio, o fluxo de caixa para pagamento de dividendos e recompra de ações, evitando estoques desnecessários de caixa.

**Lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários ( $E_{it}$ ).** De acordo com Assaf Neto (2002), quanto maior for a lucratividade da empresa mais eficiente será a empresa na geração do fluxo de caixa operacional, potencializando assim, maior capacidade de pagamento de dívidas, remuneração aos acionistas e gastos com investimentos.

Foram encontradas evidências no trabalho de Martins e Famá (2011) que quanto maior a lucratividade, maior será o fluxo de caixa distribuído em forma de dividendos, por isso, haverá maior retorno ao acionista. De outra maneira, o fluxo de caixa gerado pelo lucro que é reinvestido na empresa, obviamente, ocasionará menor distribuição de lucros. Por este prisma, níveis elevados de lucros contribui para o aumento do fluxo de caixa para o acionista, desde que seja distribuído, impactando em aumento de riqueza. Portanto, vislumbra uma relação positiva entre lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários e excesso de retorno aos acionistas.

**Ativo Total menos caixa ( $NA_{it}$ ).** O propósito de utilizar esta variável baseia-se na eficiência quando há a subtração do seu ativo mais líquido para a formação de riqueza aos acionistas. Considera-se que quanto maior a liquidez da empresa, menor será sua lucratividade como também o risco. A abstração do caixa, sendo ele o ativo com maior liquidez do ativo total, aumentará o risco da empresa, no entanto, isso pode significar ganhos maiores. Portanto, há a expectativa de uma relação direta entre a variável independente  $NA_{it}$  e a riqueza dos acionistas, haja vista que investimentos em ativos menos líquidos, porém com maiores riscos, poderão produzir maiores retornos.

Esta variável foi utilizada primeiro por Faulkender e Wang (2006). No entanto, Kieschnik, Laplante e Moussawi (2013) a substituiu pela variável  $NNA_{it}$ . Por extensão do que foi desenvolvido para a variável  $NA_{it}$ , considera-se uma relação positiva entre o ativo total menos caixa e títulos negociáveis e o capital de giro operacional líquido e a riqueza dos acionistas.

**Pesquisa e Desenvolvimento ( $RD_{it}$ ).** Esta variável se refere a um ativo intangível, por este motivo a conta ativos intangíveis das demonstrações financeiras das empresas que faz parte da amostra deste trabalho foi considerada, uma vez que não há a distinção da conta Pesquisa e Desenvolvimento nas normas brasileiras, sendo gastos contabilizados no ativo diferido. Segundo Kayo *et al.* (2006), “o valor econômico de uma empresa é resultado da soma dos seus ativos tangíveis e intangíveis, e os ativos intangíveis têm crescido em importância na formação desse valor” Espera-se, portanto, que o coeficiente deste determinante seja positivo.

**Despesa de Juros ( $I_{it}$ ).** Conforme foi anotado no capítulo 3, os níveis elevados de juros sinalizam um maior fluxo de caixa para os detentores dos títulos de dívida e uma redução na renda dos acionistas e/ou lucro para ser investido em ativos que geram valores presentes positivos. Neste contexto, uma relação negativa entre despesa de juros e riqueza dos

acionistas foi confirmada nas observações de Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

**Dividendos totais da empresa ( $D_{it}$ ).** Segundo Peixoto e Buccini (2014), a estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto é altamente concentrada. De acordo com Da Silva (2004) “(...) o aumento da concentração dos direitos de fluxo de caixa está associado à maior valor da empresa, em virtude do alinhamento de interesses entre controlador e minoritários”. Quando esta concentração está nas mãos do controlador, projetam-se maiores lucros sob a forma de dividendos. Os dividendos constituem entrada de caixa para os investidores acionistas, porém uma relação positiva torna-se a mais esperada.

**Alavancagem de mercado da empresa ( $L_{it}$ ).** O aumento do endividamento da empresa pode acarretar um maior fluxo de caixa da empresa para os detentores da dívida. Com efeito, menos caixa será disponível para distribuir em forma de dividendos ou mesmo canalizado para recompra de ações da empresa. Resultados anteriores, como os de Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2006; 2013) encontraram evidências altamente significativas de uma relação negativa da alavancagem de mercado da empresa e a riqueza dos acionistas. Almeida (2014) realizou o teste empírico da interação desta variável com o investimento de capital de giro no impacto no excesso retorno aos acionistas, porém os resultados não foram significativos.

**Financiamento líquido da empresa ( $NF_{it}$ ).** Esta variável foi empregada neste trabalho da mesma forma em que se apresenta nos resultados observados por Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Na ocasião, eles encontraram uma relação direta entre esta variável independente e a variável dependente do excesso de retorno aos acionistas.

### 2.3.1.3 Variável de teste

**Degree of internationalization ( $DOI_{it}$ ).** Mesmo que identificamos na literatura medidas unidimensionais e bidimensionais de nível internacional, este estudo contemplou a mensuração do grau de internacionalização DOI de acordo com o modelo UNCTAD (1995). Por esta formulação, considera-se a média aritmética de três componentes de internacionalização: a) o total de exportações sobre a receita total; b) o total de investimento em ativos realizados fora do país sobre o total de ativos e; c) o total de funcionários no exterior sobre o total de funcionários. Conforme abordado na seção 2.3.7 deste capítulo, espera-se uma relação positiva entre o grau de internacionalização e a riqueza dos acionistas.

### 2.3.2 Definição da População e Seleção da Amostra

Para este estudo, a fonte de dados em nível da firma das empresas não-financeiras listadas na bolsa BM&FBOVESPA no período de 2006 a 2013, foi a Economática. Os dados secundários para a variável de teste DOI foram extraídos da Fundação Dom Cabral e do Anuário Exame 500 e a escolha deste período justifica-se pelo fato desses dados estarem disponíveis na Fundação Dom Cabral, apenas a partir do ano de 2006. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras, por possuir características diferentes, o que poderiam prejudicar as análises dos resultados.

Após a coleta dos dados secundários foi construído um painel de dados. Não foi feita nenhuma exclusão de empresas a despeito da presença de dados faltantes (*missing values*), considerando o painel de dados não-balanceado. Os *outliers* foram tratados pelo método de “winsorização” a 0,5% em ambas as caudas. A amostra apresentou uma média por ano de 655 empresas ao final, após as exclusões das empresas financeiras. O número final de observações por ano foi de 5240.

Tanto as empresas multinacionais, assim como as empresas domésticas pertencem à amostra. Se a empresa possuir um grau de internacionalização maior que 0%, ela é classificada como multinacional, caso contrário, se o DOI for igual a 0%, ela se trata de uma empresa doméstica. No painel de dados, classificou-se 1 para as empresas multinacionais e 0 para as domésticas.

Para testar a hipótese deste capítulo em analisar a relação estatisticamente significativa entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas, foi utilizada uma análise de regressão de dados em painel, expresso pelo modelo 1. Este modelo reproduz quase na íntegra os determinantes da riqueza dos acionistas utilizados nas referências da literatura discutida na seção 2.2.5, com a adição da variável teste DOI. Portanto, este modelo acrescenta a variável DOI na equação (9) de Faulkender e Wang (2006), combinada com a equação (5) do modelo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

$$\begin{aligned} r_{it} - R_t^B = & \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{i(t-1)} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NA_{it} + \beta_5 \Delta RD_{it} \\ & + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta D_{it} + \beta_8 L_{it} + \beta_9 NF_{it} + \beta_{10} DOI_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Modelo 1

A notação  $\Delta X$  ( $X$  representando cada variável dos modelos que acompanha  $\Delta$ ) se refere a mudanças inesperadas em  $X$  sobre o ano atual. De acordo com Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), a utilização de mudanças em  $X$  fornece estimativas similares para várias mudanças esperadas. Além disso, todas as variáveis, exceto  $L_{it}$ , foram divididas pelo valor de mercado defasado da empresa ( $M_{i,t-1}$ ), para fins de padronização. Almeida (2014) relata que essa padronização permite interpretar os coeficientes estimados da regressão como sendo a variação monetária no valor de mercado decorrente da variação de uma unidade monetária, em cada uma das variáveis independentes.

Os coeficientes do Modelo 1 dos dados em painel foi estimado por meio de efeitos fixos. O termo “efeitos fixos” deve-se ao fato de que, embora o intercepto possa diferir entre os indivíduos, o intercepto de cada indivíduo não varia com o tempo; ele é invariante no tempo (GUJARATI; PORTER, 2011). Para a verificação do modelo de especificação mais adequado (*pooled*; efeitos fixos; ou efeitos aleatórios) utilizou-se o teste de Chow (*pooled versus* efeitos fixos), o teste Bresch Pagan (*pooled versus* efeitos aleatórios) e o teste de Hausman (efeitos fixos versus efeitos aleatórios), e o modelo de efeitos fixos se apresentou com a melhor especificação. A Tabela 1 apresenta o teste de escolha do melhor modelo de especificação.

Para verificar os problemas de multicolinearidade, realizou-se o teste de *variance inflation factor* (vif). Observou-se que os valores de vif para as variáveis de controle do Modelo 1 ficaram em 10,86 (valor médio encontrado). Segundo Gujarati e Porter (2011), valores de VIF superiores a 10 devem ser excluídos do modelo e desse modo, quanto menor o valor, menores os problemas com multicolinearidade. Porém, por se tratar de um modelo já testado por Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) e o problema de multicolinearidade não foi com a variável de teste DOI, preferiu-se manter o modelo original até mesmo para efeito de comparação.

Com efeito, pretende-se confrontar os resultados obtidos neste trabalho com aqueles produzidos pelos autores supramencionados, a fim de certificar se a introdução da variável de teste provocou ou não alteração em relação aos modelos originais. Para isto, ao final da seção 2.4 foi apresentado um quadro em que estão os sinais dos coeficientes das variáveis dos modelos, bem como a significância estatísticas delas.

**Tabela 1 - Testes para escolha do tipo de regressões dos modelos**

A Tabela 1 apresenta o resultado do testes de verificação do modelo mais consistente em relação aos poderes explicativos.

MODELOS	Modelo 1
<b>Teste Breusch e Pagan - Pooled versus Efeitos Aleatórios</b>	
p-valor	0,0500
Estatística teste-F	2,71
Inferência	não rejeita <i>pooled</i>
<b>Teste Chow - Pooled versus Efeitos Fixos</b>	
p-valor	0,0000
Estatística teste-F	1,65
Inferência	não rejeita efeitos fixos
<b>Teste Hausman - Efeitos Aleatórios versus Efeitos Fixos</b>	
p-valor	0,0000
Estatística teste-F	83,72
Inferência	não rejeita efeitos fixos

Fonte. Elaboração própria.

Na sequência, testou-se se o modelo possuía problemas de autocorrelação e heterocedasticidade pelos testes de Wooldridge e White, respectivamente. Para ambos os testes, os *p*-valor apresentaram resultados iguais a zero. Dessa forma, e com base nos testes, rejeita-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação e heterocedasticidade. Assim, para resolver este problema, infere-se que a estimativa do modelo deve ser corrigida para estes problemas utilizando-se a opção *robust* do software Stata 13.

## 2.4 RESULTADOS EMPÍRICOS

A estatística descritiva desta seção teve intenção de descobrir a existência de diferenças significativas entre as médias da riqueza dos acionistas das empresas multinacionais e das empresas domésticas. A técnica utilizada foi o teste *diff* (utilizando o software Stata 13), que se trata de um teste para avaliar se dentre as variáveis *dummies* de controle (empresas multinacionais ou empresas domésticas), existiriam diferenças significativas entre as médias.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas - número de observações, média, desvio-padrão e intervalo de confiança - das empresas multinacionais e domésticas,

objetivando confrontar seus resultados e realizar o teste  $t$  para verificar se as médias da variável dependente são estatisticamente diferentes uma da outra em relação ao excesso de retorno.

A preocupação fundamental foi determinar qual grupo dessas empresas tem melhor participação na geração de riqueza aos acionistas. Como se pode notar na Tabela 2, em média as empresas multinacionais produzem mais valor aos acionistas em comparação às domésticas, respectivamente 30,96% e 24,94%, além de apresentarem um desvio-padrão menor, 120,20% e 130,23%. Todavia, a evidência do teste estatístico da diferença dos dois grupos não se mostrou estatisticamente significativa ( $p$ -valor = 0,2641). Deste fato, infere-se que a condição da empresa em ser internacionalizada ou não é indiferente em termos de excesso de retorno.

**Tabela 2 - Teste *diferença* entre grupos de empresas em relação ao excesso de retorno aos acionistas**

A Tabela 2 realiza o teste de  $t$  para identificar se as médias da variável independente é estatisticamente diferente uma da outra. Excesso de retorno ( $r_{it} - R_{it}^B$ ).

Grupo	N	Média	Erro Padrão.	Desvio-padrão	[95% Intervalo de Confiança]
Domésticas	717	24,29406	4,86348	130,2287	14,74567 33,84244
Multinacionais	1097	30,96045	3,629186	120,2022	23,83951 38,08139
Diff		-6,666395	5,967468		-18,37023 5,037444

**p**-valor= 0,2641

Fonte. Elaboração própria.

Havia uma expectativa da existência de diferenças entre estes grupos de empresas em relação ao excesso de retorno aos acionistas. O trabalho de Hughes, Logues e Sweeney (1975) produziu uma pista desta existência ao concluir que a média de retornos das multinacionais demonstraram menores do que as empresas domésticas, num artigo onde foram comparadas 46 empresas multinacionais e 50 empresas domésticas, todas americanas. Da mesma maneira, Agmon e Lessard (1977), num estudo de 217 empresas americanas divididas em 10 categorias de grau de internacionalização, perceberam que o mercado concebe a internacionalização da empresa americana como diversificação geográfica e nível de envolvimento internacional, com aumento de risco (beta) e, por extensão, em retornos maiores.

Numa pesquisa mais recente, Denis, Denis e Yost (2002) analisaram o efeito da diversificação pela internacionalização e da diversificação setorial sobre o valor em empresas americanas no período de 1984 a 1997 e concluíram que as corporações que diversificaram

pela internacionalização, costumavam negociar suas ações com descontos, comparativamente a seus pares domésticos do mesmo setor.

Antes de apresentar os resultados dos coeficientes e sinais da variável dependente e das variáveis independentes do modelo 1, a Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de Pearson, com a finalidade de identificar possíveis relações lineares entre as variáveis, ou seja, a existência de multicolinearidade. Quanto mais os coeficientes de correlação  $\rho$  das variáveis, os quais são os valores expressos na matriz de correlação, se aproximar de 1 ou -1, maior será a relação linear entre elas. De acordo com Gujarati e Porter (2011), se a multicolinearidade for perfeita ( $\rho=1$ ), os coeficientes das variáveis serão indeterminados e seus erros padrão, infinitos. Se a multicolinearidade for menos que perfeita ( $-1 < \rho < 1$ ), os coeficientes de regressão, embora determinados, possuirão grandes erros padrão e, neste caso, os coeficientes não poderão ser estimados com grande precisão ou exatidão.

**Tabela 3. Matriz de correlação das variáveis independentes**

A Tabela 3 calcula a matriz de correlação para observar o comportamento das variáveis independentes e identificar sinais de colinearidade.

	$r_{if} R_{it}^B$	$C_{t-1}$	$\Delta Ct$	$\Delta Et$	$\Delta Nat$	$\Delta NNAt$
$r_{-R_{it}^B}$	1,0000					
$C_{t-1}$	0,3218	1,0000				
$\Delta Ct$	0,0904	-0,1434	1,0000			
$\Delta E_t$	0,2831	0,2878	0,1442	1,0000		
$\Delta Na_t$	-0,2716	-0,3107	-0,1469	-0,3494	1,0000	
$\Delta NNA_t$	-0,0542	-0,1976	0,1809	0,0405	0,0130	1,0000
$\Delta RD_t$	0,3279	0,3762	0,1204	0,3384	-0,3577	-0,0599
$\Delta I_t$	-0,2378	-0,3455	-0,1276	-0,3322	0,3595	0,0130
$\Delta D_t$	0,2994	0,3182	0,0934	0,3111	-0,3342	-0,0636
$L_t$	-0,2135	-0,3054	-0,1534	-0,3212	0,3679	-0,0240
$NF_t$	0,1117	0,0647	0,0328	0,2131	-0,2135	0,0042
$DOI_t$	0,1587	0,2066	0,1134	0,1393	-0,1304	-0,0165
<hr/>						
	$\Delta RD_t$	$\Delta I_t$	$\Delta D_t$	$L_t$	$NF_t$	$DOI_t$
$\Delta RD_t$	1,0000					
$\Delta I_t$	-0,3174	1,0000				
$\Delta D_t$	0,3964	-0,2904	1,0000			
$L_t$	-0,3112	0,3515	-0,2707	1,0000		
$NF_t$	0,2373	-0,1915	0,2532	-0,1284	1,0000	
$DOI_t$	0,1722	-0,1241	0,1671	-0,1035	0,0711	1,0000

Fonte: Elaboração Própria.

Como relatado no teste de vif na seção anterior, constatou-se o problema de multicolinearidade no Modelo 1. Não obstante, neste trabalho optou-se por não excluir nenhuma delas, tampouco realizar um tratamento por análise de fatores. A justificativa pela não exclusão de nenhum regressor foi para não comprometer os resultados do modelo, devido ao fato dele ser embasado em modelos já testados. Pela Tabela 3 notam-se algumas

correlações acima de 0,3 entre excesso de retorno e variáveis de controle, que foram as variáveis mais problemáticas em termos de multicolinearidade. Porém, com a matriz de correlação, percebe-se que a magnitude da correlação entre as variáveis não é preocupante, ou seja, nenhuma correlação individual acima de 0,4. Além do mais, há baixa correlação entre as variáveis de controle do Modelo 1 com a variável DOI.

Percebe-se que a variável de teste DOI possui uma associação positiva com o excesso de retorno aos acionistas, mesmo que o coeficiente de correlação não seja muito alto, isto pode de algum modo validar a hipótese deste trabalho, ou seja, que existe uma relação direta estatisticamente significativa entre o grau de internacionalização da empresa e a riqueza dos acionistas.

Os resultados do teste econômétrico do modelo 1 estão expressos na Tabela 4. Verificou-se entre as variáveis de controle, uma relação estatisticamente significativa positiva com o excesso de riqueza dos acionistas: o nível de caixa e sua variação; juros; dividendos e; financiamento líquido e uma relação significativa negativa com a alavancagem. A variável lucratividade é positiva no modelo 1, porém não estatisticamente significativa, assim como as variáveis ativo total líquido de caixa e ativos intangíveis.

Para efeito de comparação com os modelos de referência, o resultado dessa regressão indicou uma inclinação positiva e significantiva (valor-p < 0,01) no investimento adicional em caixa, e o sinal e significância dos demais coeficientes são consistentes com a maioria das estimativas da coluna 5 da Tabela II em Faulkender e Wang (2006, p. 17) e da coluna 2 da Tabela III em Kieschnik, Laplante e Moussawi (2013), bem como o modelo 1 da Tabela 5 de Almeida (2014). Face ao resultado desta investigação, conclui-se que uma unidade monetária extra de caixa mantido pela empresa, acrescenta valor aos acionistas. Acréscimos no caixa e títulos negociáveis da empresa são fontes de recursos internos utilizáveis nos investimentos da empresa, sendo preferível pelas empresas brasileiras e, de fato, compatível com a teoria *pecking order*.

Um dos objetivos primários de Faulkender e Wang (2006) porém, foi medir o valor marginal médio do caixa para a empresa, e com a variação do caixa interagindo com nível de caixa atual e com a alavancagem ( $C_{t-1} * \Delta C_t$  e  $L_t * \Delta C_t$ ). Estimaram que o valor adicional do caixa é sensível tanto ao montante do caixa mantido da empresa, quanto para a proporção da estrutura de capital relativa ao endividamento na formação de valor. Ambos os coeficientes destas interações se mostraram negativos, ou seja, acréscimos de caixa dado um nível atual de

caixa e endividamento, reduz riqueza aos acionistas. Este trabalho não considerou estas interações, assim como Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Porém, torna-se oportuno mencionar que acréscimos ao caixa além do necessário para pagamento de necessidades futuras, pode gerar um excesso de liquidez, uma vez que não é distribuído aos sócios ou aplicado em investimentos mais rentáveis. Do lado do endividamento, o fluxo de caixa direcionado para detentores de dívidas, restringe fluxo de caixa aos acionistas, fato este que reduz sua riqueza.

**Tabela 4 - Resultados das regressões em painel do modelo 1**

A Tabela 4 apresenta os coeficientes das regressões em painel, do modelo 1, estimados por efeitos fixos. Apresenta também os p-valores dos testes Breusch e Pagan, Chow e Hausman que testam as adequações de se estimar por efeitos fixos *versus* efeitos aleatórios *versus pooled OLS*.

Variáveis	Excesso de Retorno dos Acionistas ( $r_t - R_{it}^B$ )	
	Modelo (1)	
Constante	12.72	
$C_{t-1}$	42.33***	
$\Delta C_t$	33.32***	
$\Delta E_t$	0.330	
$\Delta NA_t$	0.0846	
$\Delta RD_t$	-0.653	
$\Delta I_t$	0.192**	
$\Delta D_t$	0.109***	
$L_t$	-0.517*	
$NF_t$	0.000487**	
$DOI$	219.1***	
<b>Breusch-Pagan</b>	<b>p &lt; 0.0500</b>	
<b>Chow</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>	
<b>Hausman</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>	
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>0,794</b>	

**Nota.** Os coeficientes das variáveis de controle por indústria e anos foram omitidos da Tabela. Os asteriscos \*, \*\* e \*\*\* representam estatísticas significativas ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis dependente:**  $r_t - R_{it}^B$  - excesso do retorno da ação. **Independentes:**  $C_{it}$  - caixa;  $I_{it}$  - despesa da empresa com juros;  $D_{it}$  - dividendo total pago pela empresa;  $L_{it}$  - alavancagem;  $NF_{it}$  - financiamento líquido da empresa;  $E_{it}$  - lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários;  $NA_{it}$  - ativo total menos caixa;  $RD_{it}$  - dispêndio com P&D da empresa;  $DOI_{it}$  - grau de internacionalização da empresa

Fonte: Elaboração própria.

A primeira constatação é consistente com a primeira hipótese dos autores, a qual as empresas com pouco ou nenhum caixa disponível, provavelmente, incorrerá em custos maiores de uso de fontes externas e, portanto, receberia maior benefício utilizando fundos internos adicionais, ratificando a *Pecking Order Theory*, uma vez que, se os gestores face a um contínuo aumento de caixa sem direcioná-lo para investimentos adicionais e/ou para distribuição de dividendos ou recompra de ações, atuariam na contramão dos interesses dos acionistas.

A segunda constatação corrobora a segunda hipótese, em que o valor marginal do caixa é decrescente à quantidade de dívida. Desta evidência, presume-se que os detentores das dívidas se beneficiarão com o aumento na quantidade de caixa que a empresa possuir. Deste fato, parte do valor associado à empresa se reverte para os credores (FAUKENDER; WANG, 2006). Ao contrário, o valor do caixa aos acionistas é maior quando a empresa possui menores graus de endividamento, num ambiente de pouca possibilidade de falência atribuído a uma pequena alavancagem.

Em suma, num cenário de elevado grau de endividamento, os acionistas identificam maiores adições em suas riquezas quando as empresas preferem as origens de recursos internos para seus investimentos, confirmando a teoria *pecking order*. Reportando às considerações da seção 2.2.5, acerca da riqueza do acionista ser associada ao fluxo de caixa como fonte interna direcionada para projetos de investimentos rentáveis em detrimento à emissão de dívidas e à emissão de novas ações, na ocasião foi discutido que a internacionalização de empresas apresentava estas características.

Esta última verificação tem consistência com a hipótese deste capítulo (existe uma relação estatisticamente significativa positiva entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas). A estimativa do sinal do coeficiente da variável DOI no modelo 1 da Tabela 3, identificou evidências de uma relação direta e significativa (valor-p < 0,01) do grau de internacionalização com a variável excesso de retorno dos acionista ( $r_{it} - R_{it}^B$ ) e confirmou que quanto maior o grau de internacionalização de empresas multinacionais, maior o valor adicionado aos acionistas. Ressalta-se ainda que, mesmo com o problema de multicolinearidade do Modelo 1, em que algumas variáveis como  $\Delta C_t$  poderiam retirar a significância da variável DOI, isso não ocorreu, ou seja, esta relação entre DOI e excesso de retorno parece ser mesmo forte, pois mesmo em um modelo com variáveis colineares, não houve comprometimento do resultado.

Certificou-se também que o sinal positivo e significativo da relação entre o grau de internacionalização das empresas e a riqueza dos acionistas, confirma a hipótese da preferência ao fluxo de caixa como recurso de financiamento interno ser alocado para investimentos com valores presentes líquidos positivos e maiores distribuições de dividendos futuros, confirmando a teoria do “Pássaro na Mão”, conforme mencionado anteriormente na seção 2.2.5.

O Quadro 9 apresenta a comparação dos sinais dos coeficientes das variáveis dependentes deste trabalho com os modelos anteriores. Este Quadro 9 serve para conferir os principais resultados encontrados por Faulkender e Wang (2006), Almeida (2014) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), ratificando se eles mantiveram os mesmos sinais e significância estatística ou não.

**Quadro 9 – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 1**

Autores	Deste Trabalho	Faulkender e Wang (2006)	Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013)	Almeida (2014)
$C_{t-1}$	+	+	+	+
$\Delta C_t$	+	+	+	+
$\Delta E_t$		+	+	+
$\Delta NA_t$		+	+	+
$\Delta RD_t$		+	+	
$\Delta I_t$	+	-	-	-
$\Delta D_t$	+	+		+
$L_t$	-	-	-	-
$NF_t$	+	+	+	+
DOI	+			

Fonte: Elaboração Própria

A relação positiva do caixa e investimento adicional no caixa, além do nível de endividamento e do financiamento líquido, foi coincidente em todos os modelos. A lucratividade e os ativos líquidos de caixa tiveram sinais positivos em todos os modelos. No entanto, neste trabalho eles não apresentaram significância estatística. Por outro lado, a variável dividendo é positiva em quase todos os modelos, com a ressalva de não ser significativa no modelo de Kieschnick, Laplante e Moussawy (2013). Cumpre mencionar também que a variável correspondente a juros apresentou uma relação inversa à riqueza dos acionistas em todas as outras pesquisas, exceto nesta, que foi positiva.

## 2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho tratou de investigar a relação do grau de internacionalização e o excesso de riqueza aos acionistas e o resultado corroborou a hipótese, da qual o grau de internacionalização reflete uma relação positiva estatisticamente significativa com a formação de riqueza aos acionistas.

Para testar esta relação, utilizou-se como base o modelo de Faulkender e Wang (2006), os quais procuraram analisar o efeito do investimento em caixa e o endividamento na riqueza dos acionistas, acrescentando a variável DOI ao modelo dos referidos autores. Desta forma, adicionalmente, verificou-se se os efeitos encontrados por eles se mantiveram com a inserção da internacionalização no contexto da análise. Outros autores que deram suporte para este estudo

foram Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), bem como o trabalho de Almeida (2014), os quais também partiram da mesma metodologia dos primeiros. Foi constatado que a maioria dos resultados corroborou com os trabalhos em questão, mas nem todos, pois foram identificadas ao final, diferenças ou quanto ao sinal observado ou quanto à significância estatística.

Ainda não há um consenso sobre qual seria a melhor medida do grau de internacionalização para ser testada nos modelos. Foram apresentadas várias alternativas de mensuração do nível de internacionalização das empresas (unidimensional, bidimensional e multidimensional). A opção deste trabalho foi pela proposta da UNCTAD (1995) com base em três dimensões, conforme discutida na seção 2.2.4.

Especificamente, foi estimado que, em média anual, a riqueza dos acionistas aumentam 219,1% para cada aumento de 1% no grau de internacionalização. Este resultado sugere que os acionistas percebem que seu retorno aumenta no caso das empresas se diversificarem investindo seu capital em ativos direcionados para mercados internacionais.

Ainda pode-se inferir a partir dos resultados encontrados neste trabalho que o mercado percebe que sua riqueza aumenta com o nível de caixa, investimento adicional em caixa, incremento em juros, dividendos e financiamento líquido. Ao contrário, o mercado considera que o aumento de endividamento reduz sua riqueza. Estes resultados encontraram consistências com os trabalhos de Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

Mesmo que as variáveis do modelo testado tenham mostrado sinais de problemas com multicolinearidade, a decisão de não adotar alguma forma de tratamento como exclusão de variáveis ou análise fatorial pareceu ser acertada, haja vista que uma forte significância estatística da variável teste DOI foi confirmada.

A relação positiva entre o grau de internacionalização e riqueza dos acionistas observada é consistente com a teoria de finanças *Pecking Order Theory*, porque o fluxo de caixa utilizado como fonte de recurso interno é preferível por tornar os investimentos rentáveis possíveis, vis a vis as fontes de emissão de dívidas e emissão de novas ações. A internacionalização de empresas é tida como uma forma de diversificação de ativos em busca, entre outras coisas, de maior rentabilidade e retorno aos seus acionistas. Sob esta ótica, essa constatação tem o apoio de Lintner (1956) e Gordon (1959), desde que um melhor

desempenho de empresas multinacionais brasileiras, medido por uma *performance* de mercado, seja efeito de uma retenção de lucros para investimento, em detrimento de distribuição de dividendos e recompra de ações momentânea aos acionistas, sendo coerente com a *Agency Theory*, acerca do que pressupõe teoria do “Pássaro na Mão”. Assim, sugere-se para trabalhos futuros testar empiricamente o efeito da internacionalização na distribuição de dividendos e recompra de ações.

### **3 GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO EM EMPRESAS INTERNACIONALIZADAS E SUA RELAÇÃO COM A RIQUEZA DOS ACIONISTAS**

#### **3.1 INTRODUÇÃO**

O princípio da maximização da riqueza dos acionistas corresponde à eficiência dos gestores nas diversas áreas da empresa. O gestor influencia a riqueza dos acionistas via maximização do preço de suas ações (SCHERR, 1989). Por conseguinte, o sucesso ou fracasso de um negócio pode ser decidido pela forma da qual a gestão do capital de giro é conduzida, isto é, pela metodologia empregada nesta gestão, uma vez que rentabilidade e risco, assim como o valor, dependem também do capital de giro das empresas.

Existem na literatura de finanças, estudos que contribuem teoricamente com o tema da gestão do capital de giro operacional líquido como variável independente do aumento do ganho dos proprietários de ações. A relação do capital de giro com a riqueza dos acionistas foi alvo de estudo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2009; 2013). No Brasil, esta mesma relação foi feita por Almeida (2014). Todos os resultados convergiram para o acréscimo do capital de giro à riqueza dos acionistas, embora o incremento de uma unidade monetária, dados os níveis atuais de capital de giro, reduziria o retorno das ações. No estudo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2009; 2013), houve um avanço na análise dinâmica do capital de giro, possibilitando eles perceberem, por exemplo, que o investimento em crédito comercial agrega mais riqueza aos acionistas que o investimento em estoque.

Nos trabalhos acerca da política adotada pelos gestores na gestão do capital de giro, percebeu-se que a dosagem da adoção de uma estratégia mais agressiva ou conservadora gera impacto na eficiência da liquidez, solvência e valor da empresa. Num cenário de maior investimento em capital de giro, há uma configuração de excesso de ativo circulante sobre o passivo circulante, ou seja, capital circulante líquido (CCL) positivo, sendo financiado por itens de longo prazo (MARQUES; BRAGA, 1995). Ao contrário, numa situação negativa de CCL, isto é, numa política de gestão de capital de giro agressiva, os recursos excedentes de curto prazo financiariam ativos circulantes de longo prazo.

Este trabalho visa retomar o estudo do capital de giro como determinante da riqueza dos acionistas, medida pelo excesso de retorno das ações, aliado ao processo de internacionalização de empresas, haja vista que são elas, de acordo com Pereira (2013), agentes do movimento de entrada de insumos e/ou produtos além fronteira, no intuito de se

expandirem internacionalmente por meio de exportações, aquisições e fusões no estrangeiro, dentre outras formas.

Dada a escassez de pesquisas que abordaram o grau de internacionalização da empresa em conjunto à gestão do capital de giro como variáveis explanatórias que determinam a riqueza dos acionistas, o objetivo deste estudo é abordar os conteúdos referentes ao estudo do capital de giro, em seus aspectos mais gerais num primeiro momento, e em seguida restringi-lo à riqueza dos acionistas, tendo como suporte os trabalhos de Faulkender e Wang (2006) e de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2009; 2013), acrescentando a variável grau de internacionalização DOI das empresas.

### **3.2 LITERATURA**

#### **3.2.1 Estudos sobre Gestão de Capital de Giro**

A expressão capital de giro não é recente. De acordo com Malvessi (1982), ela surge quando a agricultura tinha a necessidade de financiar por empréstimos bancários, suas operações de compra e beneficiamento da produção até a amortização com os recursos obtidos das vendas dos produtos acabados. A origem do termo capital de giro foi examinada por Palombini (2010), a qual afirmou que a atenção ao tema coincide com o surgimento do processo de planejamento financeiro no bojo da previsão do fluxo de caixa de curto prazo da empresa.

Conceitualmente, em geral, o capital de giro corresponde ao ativo circulante que será convertido em caixa no curto prazo, geralmente no período de um ano, mas nem sempre, pois em algumas empresas o ciclo operacional ultrapassa este período. Este conceito abrange o movimento cíclico das disponibilidades que transitam para estoques e estes para contas a receber e novamente retornando para o caixa. De maneira abrangente, se qualifica como o conjunto dos ativos circulantes e exigibilidades de curto prazo, incluindo contas a pagar, aplicações e empréstimos bancários de curto prazo, entre outros itens (SMITH, 1980; SCHERR, 1989).

O conceito de capital de giro líquido são fundos utilizados para operar a curto prazo, definido como ativo circulante (contas a receber, estoques e caixa) menos o passivo circulante (contas a pagar e dívidas de curto prazo) e mede a posição líquida da empresa em ativos correntes (SMITH, 1980; HAWAWINI *et al.*, 1986; SHERR, 1989; FAZZARI; PETERSEN,

1993; MONGRUT *et al.*, 2014). O capital de giro líquido é positivo em situações em que o ativo circulante supera o passivo circulante e negativo, caso contrário.

Uma definição derivada do capital de giro é dada pelo ciclo operacional. Fusco (1996) relata que o ciclo operacional da empresa representa o fluxo de dinheiro que sai do caixa em direção aos fornecedores, fluindo para os estoques de produtos acabados sob a forma de materiais e mão-de-obra incorporados, dos estoques para a rubrica de contas a receber e desta para o caixa novamente, completando o ciclo. Nestas dimensões referentes ao conceito de capital de giro, a necessidade de capital de giro (NCG) é calculada como a soma dos estoques e contas a receber menos contas a pagar. A NCG tem melhor definição como medida de investimento da empresa em seu ciclo financeiro do que o conceito tradicional de capital de giro líquido, o qual inclui as contas de decisão puramente financeiras, como caixas e equivalentes e empréstimos a curto e/ou longo prazos (HAWAWINI, *et al.*, 1986).

Do ciclo operacional, portanto, abstrai-se o conceito de ciclo de conversão de caixa, também conhecido como ciclo financeiro, considerando que este último é obtido pela subtração do primeiro pelo prazo médio de contas a pagar. Deloof (2003) argumenta que a gestão de capital de giro pode ser medida pelo ciclo de conversão de caixa, ou seja, o intervalo de período do tempo médio de pagamento das compras de matérias-primas e o recebimento efetivo das vendas dos produtos das empresas. Quanto maior este período, também maior será o investimento em capital de giro.

### **3.2.2 Estudos anteriores sobre Capital de Giro**

Esta seção apresenta diversos estudos acerca do tema capital de giro. No tratamento de capital de giro, ao longo do tempo, existem autores que pesquisaram indicadores financeiros como parte da gestão de capital de giro, como Gupta (1969) e Gupta e Huefner (1972), os quais examinaram as diferenças de médias de índices financeiros entre as indústrias e concluíram que existem diferenças entre elas, inclusive em índice de liquidez. A busca de fatores determinantes do capital de giro também não é recente. Horrigan (1965) encontrou que o crescimento da empresa, o tamanho, alavancagem e outros, impactam nas contas correntes da empresa.

Na literatura sobre o tema, encontram-se pesquisas dos componentes do capital de giro estudados isoladamente como vendas, gestão de inventários e crédito comercial, contas a

pagar, etc. Por exemplo, Mian e Smith (1992); Fusco (1996); Petersen e Rajan (1997) além de Ng, Smith e Smith (1999) estudaram o crédito comercial (*trade credit*).

Fusco (1996) investigou a necessidade de capital de giro e nível de vendas e o capital de giro necessário para manter a continuidade operacional dos negócios. Apesar de ele não fazer nenhum estudo empírico, afirmou que há uma estreita relação positiva entre crescimento de vendas e o aumento da necessidade de financiar ativos correntes.

Vários estudos anteriores, no entanto, procuraram definir fatores que determinam o capital de giro de uma corporação. Nazir e Afza (2009), Palombini e Nakamura (2012), Pires, Zani e Nakamura (2012), e Ding, Guariglia e Knight (2013) encontraram evidências que o fluxo de caixa, o endividamento, o crescimento das vendas e o tamanho afetam negativamente o capital de giro. Nazir e Afza (2009) examinaram os fatores determinantes da necessidade de capital de giro das empresas num estudo de 132 empresas de 14 grupos industriais listadas na bolsa de valores de Karachi no período de 2004 a 2007. Os autores encontraram relações positivas significativas com o ciclo operacional e retorno do ativo (*Tobin's q*) e relação inversa significativa com a alavancagem.

Palombini e Nakamura (2012), numa pesquisa das variáveis internas de um número de companhias, identificaram alguns fatores determinantes e concluíram que o nível de dívidas, o tamanho e a taxa de crescimento afetam a gestão de capital de giro. No trabalho foram utilizadas duas teorias de finanças - *Pecking Order Theory* e *Agency Theory*. Os resultados revelaram, entre outros, que o nível de dívida da empresa tem relação inversa com o ciclo de conversão de caixa e com a necessidade de capital de giro da empresa e está positivamente relacionada com contas a pagar e contas a receber.

Em outro estudo, Pires, Zani e Nakamura (2012) identificaram dez fatores determinantes da necessidade de capital de giro, os quais determinam a gestão do capital de giro corporativa, seguindo quatro teorias de finanças - *Theory of Asymmetric Information*, *Agency Theory*, *Pecking Order Theory* e *Theory of Financial Distress*. Assim, estes autores pesquisaram o impacto da lucratividade (margem de contribuição), rentabilidade (retorno sobre o ativo), grau de assimetria de informações (índice *market-to-book*), fluxo de caixa livre, índice de endividamento, dificuldades financeiras, nível da atividade econômica, entre outros.

Em outra via, diversos pesquisadores convergiram investigações em direção à gestão eficiente do capital de giro operacional líquido, tais quais Deloof (2003), Mallik, Sur e Rakshit (2005), Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007) e Nazir e Afza (2009), que inclui planejar e controlar passivos e ativos circulantes visando evitar investimentos excessivos ou escassos em ativos circulantes, que não comprometa o cumprimento das obrigações da empresa, ou que prejudique sua rentabilidade.

Na literatura financeira há duas estratégias de gestão possíveis - conservadora e agressiva – que tem efeito direto na liquidez, rentabilidade e também no valor da empresa. A escolha da estratégia que será adotada pelos administradores do capital de giro operacional influí na liquidez, risco, lucratividade, assim como na rentabilidade da empresa.

As estratégias conservadoras e agressivas baseiam-se no fato de que o capital de giro de uma empresa compreende uma parte fixa para atender o nível atual de operações e outra variável, a qual evidencia períodos sazonais em intervalos de períodos específicos. Desta forma, a escolha da fonte dos recursos financeiros por parte dos gestores para o financiamento do capital de giro definirá a estratégia, se mais agressiva ou mais conservadora.

Uma estratégia conservadora de política de capital de giro com mínimo de risco se configura em uma maior utilização de recursos de longo prazo, inclusive nas necessidades sazonais dos ativos circulantes. Uma alternativa agressiva comportaria recursos de longo prazo para financiar as necessidades permanentes de fundos, enquanto a participação do financiamento do capital de giro sazonal seria por crédito corrente. Esta política envolve maior risco pela opção de utilizar recursos correntes a curto prazo, porém menor custo financeiro ao ser recompensado pelo dinheiro mais barato (ASSAF NETO; TIBÚRCIO, 2012).

Como reforço desta última estratégia, Marques e Braga (1995) sustentaram que a parte permanente seria financiada por fontes também permanentes de longo prazo, enquanto a parte variável se apoiaria em recursos oriundos de obrigações onerosas de curto prazo. Neste contexto, Almeida (2014, p.13) acrescenta que

A otimização do capital de giro, na manutenção de um equilíbrio ideal entre os componentes do capital de giro (essencialmente contas a receber, estoques e contas a pagar), utilizando recursos monetários (caixa) de uma forma eficiente no dia-a-dia, aumentaria o fluxo de caixa livre das empresas, o que aumentaria as oportunidades de investimento, de crescimento e também o retorno dos acionistas, desde que esse fato resultasse de um maior desempenho e assim propiciasse um aumento na distribuição de dividendo (ALMEIDA, 2014 p.13).

Estudos empíricos que privilegiam a gestão de capital de giro e seus efeitos sobre rentabilidade, medida ora pelo retorno sobre o investimento (ROI), ora pelo retorno dos acionistas (ROE), os quais refletem o valor da empresa, têm sido recorrente na literatura anterior. Por exemplo, pesquisas como as de Soenen (1993), Shin e Soenen (1998), Deloof (2003) e Garcial-Teruel e Martinez-Solano (2007) deram sustentação que a rentabilidade é tanto melhor quanto mais eficiente for a gestão do capital de giro, isto é, o desempenho da empresa medido pela sua rentabilidade é inversamente relacionado ao seu ciclo de conversão de caixa. Há uma concordância de tais estudos acerca da maximização da lucratividade das empresas e como consequência do valor da firma, proporcionalmente à minimização de seus investimentos em capital de giro operacional líquido. Da mesma maneira, tal valorização da empresa permite o ganho de capital dos acionistas.

O Quadro 10 resume a literatura dos principais autores abordados nesta seção.

**Quadro 10 - Resumo das publicações presentes nesta seção**

Tipo de estudo do C.G	Autores	Abordagens
Individual	Mian e Smith, (1992); Fusco (1996); Petersen e Rajan (1997) e; Ng, Smith e Smith, (1999)	Abordaram elementos individuais do capital de giro como vendas, gestão de inventários e crédito comercial, contas a pagar, etc.
Fatores Determinantes	Nazir e Afza (2009); Palombini e Nakamura (2012); Pires, Zani e Nakamura (2012) e; Ding, Guariglia e Knight (2013)	Buscaram determinar outros aspectos que não elementos constituintes, que influem na gestão de capital de giro.
Estratégias de capital de giro	Deloof (2003); Mallik, Sur e Rakshit (2005); Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007); Nazir e Afza (2009) e; Assaf Neto e Tibúrcio (2012)	Discorreram sobre a resultante da escolha de uma estratégia agressiva ou conservadora da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade, lucratividade, liquidez e valor de empresa

Fonte – Elaboração própria.

### 3.2.3 Estudos anteriores de gestão de capital de giro e riqueza dos acionistas

A trajetória deste trabalho teve como marco teórico o artigo de Faulkender e Wang (2006), os quais definiram fatores determinantes da riqueza dos acionistas, medida pelo resíduo do retorno da ação, ajustado a um retorno *benchmark* do qual a empresa pertença, e este é formado pelo tamanho e a relação *book-to-market* das empresas, conforme o modelo de precificação de Fama e French (1993). Mais tarde, Kieschnick, Laplante e Moussawi apresentaram um *working paper* em 2009, adicionando o estudo da gestão do capital de giro ao modelo de Faulkender e Wang (2006), examinando empresas dos Estados Unidos.

Em 2013, Kieschnick, Laplante e Moussawi apresentaram uma versão mais completa com a introdução de variáveis macroeconômicas, de mercado e de risco. Este presente trabalho reflete os modelos destes autores. Todavia, o *benchmark* para o excesso de retorno foi o índice Ibovespa da BM&FBOVESPA, além da inclusão do grau de internacionalização (DOI) no modelo.

Em adição ao curso destas pesquisas, Almeida (2014) no teste de suas hipóteses, utilizou a metodologia desenvolvida pelos estudos destes autores supramencionados para gerar estimativas do valor adicional percebido pelo mercado, resultante de variações no capital de giro e do endividamento das empresas brasileiras não-financeiras durante o ano fiscal no período de 1995 a 2009.

Por conseguinte, a conclusão da pesquisa iniciada em 2009 na publicação do artigo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), permitiu a proposta deste presente trabalho em testar a relação da gestão do capital de giro e a riqueza dos acionistas, com a interação das variáveis de controle já utilizadas no *working papper* de 2009, baseada no artigo de Faulkender e Wang (2006), com a introdução de outras variáveis macroeconômicas, de mercado e de risco, as quais não compunham os modelos iniciais.

Este trabalho, conforme revelado anteriormente, fez uso da metodologia do estudo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), utilizando uma amostra de empresas brasileiras não-financeiras no período de 2006 a 2013. Convém salientar que apesar de existirem semelhanças com a primeira parte do estudo de Almeida (2014) acerca da relação da gestão de capital de giro e a riqueza dos acionistas em empresas brasileiras, todavia, o corte temporal, bem como os objetivos propostos, difere em vários aspectos.

Em primeiro lugar, o período de análise é diferente. Neste contexto, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), inclusive, propuseram testar esta relação em outros momentos, sugerindo o confronto dos resultados que apresentam em seus coeficientes magnitudes diferentes, dependendo do período analisado. Os autores confirmaram que o intervalo de tempo de análise pode influenciar nos resultados, quando compararam os coeficientes da regressão da variável caixa ao modelo base de Faulkender e Wang (2006) e tiveram a percepção que em períodos diferentes, a intensidade da contribuição de uma variável à formação de valor para o acionista não era a mesma.

Em segundo lugar, enquanto Almeida (2014) utilizou a interação do capital de giro do período anterior com a variação do capital de giro no efeito sobre a riqueza dos acionistas, este presente trabalho, seguindo o artigo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), considerou outras variáveis para realizar a interação com o capital de giro operacional líquido, e aderir dentre elas o grau de internacionalização (DOI). Por fim, em terceiro lugar, ao considerar que o estudo sobre capital de giro deva ser analisado em conjunto, a relação dos elementos do capital de giro e a riqueza dos acionistas, além da influência das variáveis de mercado, macroeconômicas e de risco, estão ausentes no trabalho de Almeida (2014).

### **3.2.4 Hipótese da interação do acréscimo no capital de giro e grau de internacionalização e a riqueza dos acionistas**

Um dos pressupostos da *Pecking Order Theory* (POT) é a assimetria de informação, em que os gestores detêm informações privilegiadas em detrimento dos investidores e ambos, gestores e investidores têm consciência disto. De acordo com o conceito da POT, as organizações preferem financiar com recursos internos e recorrer aos recursos externos apenas quando necessário (MYERS; MAJLUF, 1984). Esta assimetria de informação afeta a opção pelo financiamento interno ou externo da empresa, segundo uma hierarquia de suas fontes, preferindo utilizar recursos gerados internamente em primeiro lugar, emissão de novas dívidas em segundo lugar e, por último, aumentar o capital próprio com emissão de novas ações (NAKAMURA *et. al.*, 2007).

Seguindo uma das abordagens da teoria da internacionalização, o modelo Uppsala, há uma sustentação de que o movimento de internacionalização tende tornar a assimetria de informação mais aguda, se considerar que os gestores aumentam seu grau de conhecimento sobre esse mercado em relação aos investidores externos da empresa. Buckley e Casson (2009), num estudo sobre internacionalização, identificaram duas formas de internalização: operacional e do conhecimento. A respeito desta última, eles declararam que ganhos substanciais da internalização do conhecimento redundam em assimetria de informação.

Myers e Majluf (1984) sugeriram que a assimetria de informação sobre o valor da empresa e, portanto, um ganho de capital dos acionistas é um determinante mais forte do comportamento de financiamento do que a assimetria de informação sobre o risco. Nestes termos, a empresa irá preferir financiar seus investimentos com recursos internos, depois com emissão de dívidas e, por último, emissão de ações. Infere-se que, em certas circunstâncias,

quanto maior o grau de internacionalização da empresa mais será provável o aumento em seu endividamento, desde que se esgote sua capacidade de financiamento interno.

Estudos iniciados com a hipótese de Kwok e Reeb (2000), seguidos por Singh e Nejadmalayeri (2004), Saito e Hiramoto (2010) e Pereira (2013) sobre estrutura de capital e internacionalização, conhecidos como hipótese *upstream-downstream*, tratam da relação entre internacionalização e alavancagem das organizações, sendo positiva para empresas de países emergentes que se internacionalizam para países desenvolvidos (*upstream*) e negativa para empresas de países desenvolvidos que se internacionalizam para países emergentes (*downstream*). Pelo fato deste trabalho utilizar dados de empresas brasileiras, as quais pertencem à primeira hipótese (*upstream*), espera-se que elas aumentem seu endividamento na medida em que aumentarem o seu grau de internacionalização.

Os resultados dos trabalhos precedentes a este consideraram o grau de endividamento (alavancagem) como variável independente da riqueza dos acionistas. Faulkender e Wang (2006) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa ao final de seus testes empíricos. Além disto, Palombini e Nakamura (2012), numa pesquisa das variáveis internas de algumas companhias conseguiram identificar alguns fatores determinantes e concluíram que o nível de dívidas, o tamanho e a taxa de crescimento afetam a gestão de capital de giro das empresas. Caso as empresas se encontram em elevado grau de endividamento, escolhem uma gestão de capital de giro agressiva com menor nível em seus estoques, maior restrição de crédito aos seus clientes e maiores prazos de pagamento, aliviando a necessidade de emitir novas dívidas e mesmo realizar emissões de novas ações.

Em síntese, o grau de endividamento maior das empresas multinacionais eleva também o risco. Com isso, os financiamentos externos via emissão de dívidas ficariam mais caros, o que os tornariam mais restritos e seria mais viável recorrer a financiamentos internos, porém mais baratos, confirmando a POT. Da mesma maneira, Fazzari e Petersen (1993) argumentaram que a assimetria de informação pode causar, por parte dos credores, restrição ao crédito, segundo a *Theory of Asymmetric Information*.

Neste contexto, infere-se que é mais provável que as empresas ajustem sua política de capital de giro de maneira agressiva, dada sua reversibilidade que permite, inclusive, investimento negativo (consumo de matéria-prima mais rápido que sua reposição), maior

esforço para reduzir contas a receber, e política de aperto de crédito para novas vendas (FAZZARI; PETERSEN, 1993).

A ligação entre investimento fixo e capital de giro e também dificuldades financeiras, foi analisada por Fazzari e Petersen (1993) e por Ding, Guariglia e Knight (2013). Nestes trabalhos foram encontradas evidências que capital de giro alto apresenta alta sensibilidade de investimento do fluxo de caixa em capital de giro e baixa sensibilidade em fluxo de caixa para investimento em capital fixo. Ainda concluíram que, devido à restrição financeira externa, empresas com baixo nível de fluxo de caixa para investimento fixo e alto nível de fluxo de caixa para capital de giro exibe maiores taxas de investimento em capital fixo. Isso denota que os proprietários absorveriam um aumento do investimento da necessidade de capital de giro contrária à formação de sua riqueza.

Com efeito, os indícios apontam para o impacto relevante do grau de internacionalização e sua interação com investimento adicional em capital de giro e riqueza do acionista. Essas argumentações e o objetivo geral (analisar o efeito conjunto do capital de giro e da internacionalização na riqueza dos acionistas) levam às seguintes hipóteses:

*H<sub>2a</sub>: Não existe uma relação negativa estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização e riqueza dos acionistas.*

*H<sub>2b</sub>: Existe uma relação negativa estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização e riqueza dos acionistas.*

### 3.3 METODOLOGIA

#### 3.3.1 Descrição das variáveis

As variáveis utilizadas neste trabalho originaram da metodologia de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), sendo que algumas adaptações ao caso brasileiro foram realizadas, por exemplo, nas variáveis macroeconômicas e de risco, além de inaugurar a variável teste na interação do valor adicional da variação do capital de giro líquido com o grau de internacionalização da empresa DOI. Convém acrescentar a informação que, além da variável dependente, da variável teste e das variáveis de controle, os modelos foram testados com o controle dos anos e também dos setores, sendo que estes últimos foram omitidos na

regressão por apresentarem autocorrelações muito altas. A representação da variável dependente e das variáveis de controle, a fonte dos dados, a descrição operacional, os autores que a utilizaram e o sinal esperado, estão apresentados no Quadro 11.

**Quadro 11 - Resumo das variáveis utilizadas nos modelo 2, 3 e 4.**

Variáveis	Sigla	Descrição Operacional	Fonte	Autores	Sinal Esperado
Excesso de retorno dos acionistas	$r_{it} - R_{it}^B$	Retorno no ano t menos retorno de mercado (Ibovespa) no ano t	Económatica	(1); (2)	
Manutenção de caixa e outras disponibilidades	$C_{it}$	Caixa e equivalente a caixa mais Aplicações Financeiras no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Lucratividade	$E_{it}$	Lucro antes dos juros e impostos (EBIT) no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Ativo total líquido de caixa e outras disponibilidades	$NA_{it}$	Ativo total menos $C_{it}$	Económatica	(1); (2)	+
Ativo total líquido de caixa e outras disponibilidades e capital de giro líquido	$NNA_{it}$	Ativo total menos $C_{it}$ , menos capital de giro líquido $NWC_{it}$	Económatica	(1); (2)	+
Nível de intangibilidade	$RD_{it}$	Ativos Intangíveis Líquidos no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Nível de Endividamento	$I_{it}$	Despesa financeira no ano t	Económatica	(1); (2)	-
	$L_{it}$	Dívida total sobre a dívida total mais o valor de mercado das ações	Económatica	(1); (2)	-
	$NF_{it}$	{ações emitidas * preço médio da ação - [(ações em tesouraria em t - ação em tesouraria em t-1)] * preço médio da ação} mais [ $L(t) - L(t-1)$ ]	Económatica	(1); (2)	+
	$STD$	Empréstimos/financiamentos CP	Económatica	(2)	-
Total de Dividendos	$D_{it}$	Dividendos totais pagos no ano t	Económatica	(1); (2)	+
Grau de Internacionalização (Unctad 1995)	$DOI_{it}$	= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3	Económatica; Exame 500; Fundação Dom Cabral		+
Capital de giro líquido	$NWC_{it}$	Contas a receber mais contas a pagar menos estoque.	Económatica	(1); (2)	+
Taxa de crescimento das vendas	$PSG$	Variação das vendas para 3 últimos anos	Económatica	(2)	+
	$FSG$	Variação das vendas para 3 anos à frente	Económatica	(2)	+
Risco de Falência	Altman $Z_{t-1}$	$Z' = 6,56X_1(CGL/AT) + 3,26X_2[(R+LA/AT)] + 6,72X_3(EBIT/AT) + 3,25$	Económatica	(2)	+
Índice AS	SAIndex	Conforme Hallock e Pierce (2010) - (- 0,737 * Size) + (0,043 * Size <sup>2</sup> ) - (0,040 * Age), onde o Size	Económatica	(2)	+

Continuação Quadro 11

Variáveis	Sigla	Descrição Operacional	Fonte	Autores	Sinal Esperado
Política Econômica Monetária	<i>Selic</i>	Média anual da taxa SELIC real, em valor decimal	Banco Central	(2)	-
	DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Financeira interna	Banco Central	(2)	+
Risco	<i>EMBI</i>	EMBI+ (Cálculo do risco em países emergentes)	Banco Central	(2)	-
Crescimento Econômico	<i>PIB</i>	Produto Interno Bruto real	Wordbank Data.	(2)	+
Volatilidade das ações	<i>SMVolt</i>	Desvio padrão do retorno das ações	Económatica	(2)	-
Grau de Internacionalização	<i>DOI<sub>it</sub></i>	= (exportações/vendas totais + ativos externos/ativo total + emprego externo/emprego total) / 3	Económatica, Exame 500 e Fundação Dom Cabral		-

**Nota.** Legenda Autores: (1) Faulkender e Wang (2006); (2) Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013)

Fonte: Elaboração Própria.

Em linhas gerais, os determinantes da riqueza dos acionistas relacionados ao nível da firma sobre a riqueza dos acionistas nos modelos deste capítulo são: a) manutenção de caixa e outras disponibilidades da empresa; b) ativo total líquido de caixa, outras disponibilidades e do capital de giro líquido; c) lucratividade da empresa; d) nível de intangibilidade da empresa; e) nível de endividamento da empresa; f) distribuição de dividendos; g) risco de falência; h) custo de financiamento; i) política econômica monetária; j) risco; k) crescimento econômico; l) volatilidade das ações e; m) o grau de internacionalização.

### 3.3.2 Variáveis independentes em nível da firma

**Reserva de Caixa e Títulos negociáveis ( $C_{it}$ ).** Para as empresas, cujas reservas de caixa parecem exceder as suas necessidades no futuro previsível, um dólar adicional de reservas de caixa é mais provável que seja distribuída aos acionistas por meio de dividendos e/ou recompra de ações (FAULKENDER; WANG, 2006). Por essa concepção, espera-se que a reserva de caixa e títulos negociáveis estejam diretamente relacionados ao excesso de retorno aos acionistas.

**Lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários ( $E_{it}$ ).** De acordo com Martins e Famá (2011), a distribuição de lucros varia positivamente com lucratividade e negativamente com o investimento. Por este prisma, níveis elevados de lucros contribui para o aumento do fluxo de caixa para o acionista, elevando sua riqueza, e vislumbra uma relação positiva entre lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários e excesso de retorno aos acionistas.

**Ativo Total menos caixa ( $NA_{it}$ ).** Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) encontraram evidências de uma relação positiva entre o ativo total líquido da manutenção de caixa. Como este último item é o de maior liquidez e o de menor risco dentre as contas do ativo, uma vez que o desconsidera, ocasionando uma menor liquidez dos ativos, os investimentos nestas condições seriam mais arriscados, com tendência em gerar maior retorno. Por extensão, é plausível considerar o mesmo raciocínio da variável anterior à variável ativo total menos caixa e menos investimento em capital de giro ( $NNA_{it}$ ).

**Pesquisa e Desenvolvimento ( $RD_{it}$ ).** Esta variável foi utilizada nos artigos precedentes para capturar o efeito da pesquisa e desenvolvimento na riqueza do acionista. O resultado encontrado para as publicações estrangeiras foi positivamente significativo. Por conseguinte, se considerar as normas brasileiras, esses gastos são contabilizados no ativo diferido, sendo prejudicada a identificação desta variável nos demonstrativos financeiros das empresas brasileiras, conforme relatado por Almeida (2014). Não obstante, neste trabalho foi considerado como *proxy* a esta variável os ativos intangíveis.

**Despesa de Juros ( $I_{it}$ ).** Níveis elevados de juros sinalizam um maior fluxo de caixa para os detentores dos títulos de dívida e uma redução na renda dos acionistas e/ou lucro para ser investido em ativos que gerem valores presentes positivos. Neste contexto, uma relação negativa entre despesa de juros e riqueza dos acionistas foi confirmada nas observações de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013).

**Dividendos totais da empresa ( $D_{it}$ ).** Dividendos constituem entrada de caixa para os investidores acionistas, porém uma relação positiva torna-se a mais esperada, e os resultados dos trabalhos anteriores corroboraram esta afirmação. De acordo com a teoria “Pássaro na Mão”, os acionistas abstêm-se de receber dividendos desde que os lucros retidos tomam forma de fontes de recursos internos para financiar investimentos rentáveis, confirmando a teoria *pecking order*, a fim produzir para eles benefícios maiores no futuro.

**Alavancagem de mercado da empresa ( $L_{it}$ ).** Os resultados de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) produziram uma relação inversa entre a alavancagem e a riqueza dos acionistas.

**Financiamento líquido da empresa ( $NF_{it}$ ).** Esta variável será utilizada neste trabalho da mesma forma que se apresenta nos resultado observado por Kieschnick, Laplante e Moussawi

(2013). Na ocasião, eles encontraram uma relação direta entre esta variável independente e a variável dependente (excesso de retorno aos acionistas).

**Investimento em capital de giro ( $NWC_{it}$ ).** Esta variável corresponde ao investimento em capital de giro líquido da empresa e foi utilizada em todos os modelos deste capítulo. No tocante ao sinal do coeficiente desta variável, a estimativa conferiu uma relação positiva com a riqueza dos acionistas. Não obstante, o sinal é invertido para a interação do investimento adicional de capital de giro e o investimento do capital de giro operacional líquido atual.

**Altman Z.** Altman (2002) utilizou o modelo *Z-score* para previsão de falências tendo como preceito técnico básico a Análise Discriminante Múltipla. O modelo adotado final foi expresso da seguinte forma:  $Z' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 3,25$ ; onde:

$X_1$  = Capital de giro líquido sobre o ativo total (CGL/AT)

$X_2$  = Reservas mais lucro suspenso sobre ativo total (R+LA/AT)

$X_3$  = *Ebit* sobre ativo total (E/AT)

O sinal esperado do coeficiente desta variável explicativa é positivo. Esta perspectiva visa confirmar a teoria *pecking order*, pois numa situação de previsão de falência, a empresa teria dificuldades em conseguir empréstimos ou financiamentos para seus projetos, bem como a aquisição de novas emissões de ações pelo mercado, poderia ser restrita.

**Índice SA.** Hadlock e Pierce (2010) forneceram evidências que questionaram algumas variáveis como o lucro e a alavancagem para medir o grau em que uma empresa está financeiramente restrita. Como consequência, eles desenvolveram um índice chamado Índice SA, calculado como:  $(- 0,737 * \text{Size}) + (0,043 * \text{Size}^2) - (0,040 * \text{Age})$ , onde o Size é o logaritmo dos ativos ajustados pela inflação e Age é o número de anos que a empresa esteve nos dados da Economática. O sinal encontrado na regressão de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) foi positivo.

### 3.3.3 Variáveis independentes - nível país

**Taxa de juros Selic (*SELIC*).** A LIBOR trimestral como média anual foi utilizada por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) para inferir como o custo de longo prazo varia ao longo do tempo. Como a amostra desta pesquisa são empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, a taxa Selic foi utilizada como uma adaptação à variável original. Como resultado, os primeiros autores encontraram uma relação inversa, e da mesma maneira é o que

se espera. De fato, a taxa Selic se apresenta como a taxa básica da economia e, de acordo com Franzen (2009), pode-se afirmar que o fluxo de investimento tende a ser determinado especialmente pelas mudanças no nível da taxa Selic. A elevação da taxa de juros Selic, apesar de ser uma política monetária a fim de atenuar o processo inflacionário, pressiona o aumento das outras taxas de juros, inibindo os investimentos da empresa ao considerar que seus financiamentos ficarão mais caros. Assim espera-se uma relação inversa desta variável com a variável dependente.

**Dívida Pública Interna (*DPMFi*).** Esta variável propõe capturar a inflação futura. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) utilizaram o *term spread* para um determinado ano como a média do mês, em que o diferencial de prazo é definida como a diferença entre 10 anos e 1 ano das taxas de maturidade constante. A relação observada por esses autores foi negativa. Uma possível explicação para este resultado pode ser encontrada pelo enfoque novo-clássico da teoria econômica, conforme Hermann (2002), que declararam a dívida pública como fator de ineficiência alocativa, capaz de reduzir o crescimento da economia, podendo conter um movimento inflacionário. Ao contrário, se o enfoque for Keynesiano, a dívida pública surge como instrumento capaz de contribuir para o crescimento econômico, o que pode exercer uma pressão sobre a inflação. Neste contexto, o sinal do coeficiente desta variável é inconclusivo.

**EMBI+ (*EMBI*).** O risco de crédito geral é representado por este fator. Trata-se de uma *proxy* designada por *TERM SPREAD*, eleita por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) para esta variável, e sua medida foi o *spread* dos títulos classificados como Aaa e Baa da *Moody's Corporate Bond*. Da mesma maneira, espera-se uma relação negativa entre esta variável e o valor aos acionistas. A *proxy* para medir o risco de crédito para este trabalho é o EMBI+, utilizada para o risco-país para países emergentes.

**Taxa de crescimento do PIB (*PIB*).** Esta é uma *proxy* para a taxa de crescimento econômico real. Considerando o crescimento econômico real um fator para o crescimento do capital de giro líquido operacional. Esta afirmação tem consistência ao que Marques e Braga (1995) relataram sobre o crescimento de a economia atuar no sentido de elevar os saldos de contas a receber e também dos estoques, bem como adicionar os contratos das fontes de curto prazo. Este movimento reduz o capital circulante líquido da empresa, “(...) até que a empresa consiga outras fontes de financiamento de longo prazo que equilibrem o descompasso financeiro verificado”. Se o equilíbrio não é alcançado adequadamente, pode ocorrer um fenômeno

conhecido como “efeito tesoura”, isto é, o valor do saldo de tesouraria poderá se tornar negativo.

**Volatilidade do mercado de ações (SMVolt).** O Cálculo desta variável será possível pelo desvio-padrão dos retornos das ações das empresas ao longo do ano. Quanto maior a volatilidade das ações, maior a incerteza econômica do mercado de ações. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) encontraram uma relação inversa da interação desta variável e o capital de giro operacional líquido com o excesso de retorno das ações, e a expectativa é que ocorra o mesmo sinal em relação ao coeficiente para esta pesquisa.

### 3.3.4 Variável Teste

**Degree of internationalization (DOI).** O DOI, de acordo com o modelo UNCTAD (1995), oportunamente, será medido por três componentes: a) o total de exportações sobre a receita total; b) o total de investimento em ativos realizados fora do país sobre o total de ativos e; c) o total de funcionários no exterior sobre o total de funcionários. Conforme exposto anteriormente, é esperada uma relação positiva entre o grau de internacionalização e a riqueza dos acionistas.

Esta pesquisa tem como escopo o paradigma funcionalista, com perspectiva positivista, segundo a classificação de Burrell e Morgan (1982), os quais afirmaram que ao funcionalismo “sua perspectiva está assentada na sociologia do controle e seu assunto é abordado de um ponto de vista objetivista”. Segundo Minayo e Sanches (1992) “a abordagem positivista limita-se a observar os fenômenos e fixar as ligações de regularidades que possam existir entre eles, renunciando a descobrir causas e contentando-se em estabelecer as leis que o regem”. Em termos de abordagem, então, prevalece a análise quantitativa, com estatística paramétrica para analisar os efeitos da riqueza dos acionistas, medida pelo excesso de retorno, e a distribuição normal de probabilidades.

Quanto à natureza do problema, trata-se de uma pesquisa quantitativa, ao utilizar sistemas de características quantitativas, tanto na coleta de dados como por adotar técnicas estatísticas para o tratamento das informações coletadas, como por exemplo, análise de regressão de dados em painel, que foi utilizado neste trabalho, conforme Richardson (1999).

No que tange aos objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva. Para Gil (1989) a pesquisa descritiva tem como objetivo principal “descrever as características de determinada população ou fenômeno ou estabelecer as relações entre as variáveis”. Dos Santos (2002)

relata que “a pesquisa descritiva é um levantamento das características conhecidas, componentes do fato/fenômeno/processo”.

A população deste estudo foi empresas brasileiras não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2006 a 2013, pertencentes da base de dados do sistema Económica. A escolha do período de análise (corte temporal) se justifica pelo fato de existirem dados sobre internacionalização de empresas brasileiras (DOI) somente a partir de 2006, extraídos do relatório da Fundação Dom Cabral das Transnacionais Brasileiras.

O procedimento usado foi a coleta de dados secundários. A coleta de dados foi realizada em dois passos. O primeiro passo refere-se à variável dependente e às variáveis de controle. Para os dados econômicos e financeiros em nível da firma, a fonte foi a Económica. Os dados macroeconômicos, de risco e de mercado financeiro foram coletados junto ao Banco Central do Brasil e no *WorldBank Data*. O segundo passo reporta-se à variável DOI. Dados relativos à exportação, investimento em ativos e número de funcionários das multinacionais tiveram como fonte a Fundação Dom Cabral e Anuário Exame 500.

Um painel de dados secundários de grupos de empresas multinacionais e empresas domésticas nos períodos de 2006 a 2013 foi gerado. Após as exclusões das empresas financeiras, chegou-se à amostra final da pesquisa totalizando 655 empresas em média por ano. O total de observações foi de 5240 observações-ano. O método de “winsorização” a 0,5% serviu para tratar os *outliers* em ambas as caudas. Utilizando o mesmo procedimento metodológico de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), a opção de não contemplar as empresas financeiras é devido ao capital de giro, mas não somente ele, ter um significado diferente neste setor. O Quadro 12 resume a metodologia anteriormente exposta acerca da classificação da pesquisa, das variáveis utilizadas e das fontes de coleta de dados.

A escolha de considerar também as empresas domésticas se deu pelo fato de testar se havia alguma diferença estatística em relação ao excesso ao investimento em capital de giro, vis a vis o grupo de empresas multinacionais. Para isto, realizou-se uma técnica de teste de diferenças no software STATA, conhecida como teste *diff*, conforme exposto na seção 3.4.1. Uma variável *dummy* foi utilizada para identificar se a empresa tem pelo menos grau de internacionalização acima de 0% (assume valor 1 neste caso), ou se ela representa uma empresa totalmente doméstica com 0% de DOI (assume 0 neste caso).

**Quadro 12 - Metodologia referente à classificação da pesquisa, variáveis utilizadas e fontes dos dados.**

Classificação da Pesquisa	Variáveis Utilizadas	Fontes de coleta de Dados
• Abordagem: Quantitativa	• Variável Dependente $r_t - R_t^B$ - Excesso retorno das ações	- Economática
• Procedimento: Coleta de Dados Secundários; Análise dos Dados	• Variáveis Independentes de controle (conforme seção 3.3)	- Economática - Banco Central - WorldBank DATA
• Objetivo: Descriptiva	• Variável teste (DOI)	- Economática - Fundação Dom Cabral - Anuário Exame 500

Fonte. Elaboração Própria.

Conforme o objetivo geral definido de analisar o efeito conjunto do capital de giro e da internacionalização na riqueza dos acionistas, este trabalho tem como referência a metodologia empregada na pesquisa empírica de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) e para isto foi utilizada a técnica econométrica de regressão com dados em painel, utilizando o software STATA 13.

Antes de testar a hipótese deste capítulo (existe uma relação estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização, e a riqueza dos acionistas), reproduzimos a equação (6), modelo (2) de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), conforme modelo 2.

$$\begin{aligned}
 r_{it} - R_t^B = & \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{it-1} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NNA_{it} + \beta_5 \Delta RD_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} \\
 & + \beta_7 \Delta D_{it} + \beta_8 L_{it} + \beta_9 NF_{it} + \beta_{10} NWC_{it-1} + \beta_{11} \Delta NWC_{it} + \beta_{12} DOI_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Modelo 2

A justificativa do teste econométrico pela reprodução do modelo (2) de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) respalda na comparação do sinal dos coeficientes dos regressores da riqueza dos acionistas, haja vista que as amostras e os períodos de análise são diferentes nos dois trabalhos. Enquanto este contempla empresas brasileiras não financeiras no período de 2006 a 2013, empresas norte-americanas não-financeiras no período de 1996 a 2006 foram adotadas pelo primeiro trabalho. Ademais, como se pode constatar, a variável teste DOI está incluída neste modelo assim como em todos os outros.

Nos modelos utilizados neste trabalho, evidencia-se a notação  $\Delta X$  ( $X$  representando cada variável dos modelos que acompanha  $\Delta$ ). Ela se refere a mudanças inesperadas em  $X$ .

sobre o ano atual. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) relataram que a consideração dessas variações inesperadas em X fornece estimativas similares para várias mudanças esperadas.

Das variáveis utilizadas nos modelos de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), apenas a variável  $L_{it}$  não foi dividida pelo valor de mercado defasado da empresa ( $M_{i,t-1}$ ) para fins de padronização. Este procedimento, conforme relatado por Faulkender e Wang (2006) consiste em evitar que as maiores empresas dominassem os resultados do modelo, algo que prejudicaria a análise.

Dado a estimativa do *benchmark*, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) focaram no efeito do capital de giro operacional líquido na riqueza dos acionistas. Para isto, eles incorporaram  $NWC_{i(t-1)}$  e  $\Delta NWC_{it}$  ao modelo básico de Faulkender e Wang (2006), além de ajustar a medida do ativo total líquido ( $NNA_{it}$ ). Assim,  $NWC$  representa o capital de giro operacional líquido e  $NNA$  representa ativo total menos a soma do caixa e títulos negociáveis com a gestão de capital de giro líquido.

O modelo 3 constitui uma expansão do modelo 2, o qual contém as mesmas variáveis, porém com adição da variável independente  $NWC_{t-1} * \Delta NWC_{it}$ , que capta os efeitos de valorização de um dólar adicional investido em capital circulante líquido operacional condicionada ao nível atual de investimento de capital de giro líquido. Almeida (2014) realizou este teste para empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e encontrou uma relação estatisticamente negativa.

$$r_{it} - R_t^B = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{it-1} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NNA_{it} + \beta_5 RD_{it} + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta D_{it} + \beta_8 L_{it} + \beta_9 NF_{it} + \beta_{10} NWC_{it-1} + \beta_{11} \Delta NWC_{it} + \beta_{12} NWC_{it-1} * \Delta NWC_{it} + \beta_{13} DOI_{it} + \varepsilon_{it},$$

Modelo 3

Em 2010, todavia, a pesquisa de Kieschnick, Laplante e Moussawi não havia atingido toda sua completude, o que veio consumar três anos após. Dentre as principais contribuições neste interregno, citam-se a inclusão das variáveis macroeconômicas, de mercado e de risco, que antes estavam ausentes no modelo de 2009, para capturar as influências de fatores interativos sobre os efeitos da riqueza do acionista de um investimento adicional em capital de giro líquido operacional.

O modelo 4 capta a interação do grau de internacionalização ( $DOI_{it}$ ) com o aumento de capital de giro operacional líquido e a relação com a riqueza dos acionistas. Este modelo representa a segunda contribuição deste trabalho à teoria de finanças, sendo ele crucial para testar a hipótese deste trabalho que é a existência de uma relação estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização, e a riqueza dos acionistas.

$$r_{it} - R_{it}^B = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 C_{it-1} + \beta_3 \Delta E_{it} + \beta_4 \Delta NNA_{it} + \beta_5 \Delta RD_{it} \\ + \beta_6 \Delta I_{it} + \beta_7 \Delta D_{it} + \beta_8 L_{it} + \beta_9 NF_{it} + \beta_{10} NWC_{t-1} + \beta_{11} \Delta NWC_{it} + \varepsilon_{it},$$

onde

$$\beta_{11} = \alpha_1 F_1 + \dots + \alpha_j F_j$$

Modelo 4

Nesta representação, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) examinaram a interação do capital de giro operacional líquido  $\Delta NWC_{it}$  com as variáveis macroeconômicas, de mercado e de risco e; com as variáveis relativas às expectativas de crescimento. Cada  $F_j$  representa uma variável que participa da interação com o capital de giro operacional líquido na relação com o valor da riqueza do acionista.

Para responder o problema deste trabalho (qual o efeito que o capital de giro juntamente com a internacionalização na riqueza dos acionistas?), foi inserida neste modelo 4 a interação da variável DOI com o crescimento marginal do capital de giro líquido ( $DOI_{it} * \Delta NWC_{it}$ ), ou seja, o sinal do coeficiente desta interação irá indicar se R\$ 1,00 adicional investido em capital de giro operacional líquido, dados os níveis atuais de internacionalização das empresas multinacionais brasileiras, irá aumentar (ou diminuir) a riqueza dos acionistas. Assim, este trabalho pretende reproduzir este exame de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), adotando no modelo 4, o caso de empresas brasileiras não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2006 a 2013.

Para verificar quais os tipos de regressões aos modelos seriam mais consistentes em relação aos seus poderes explicativos, foram realizados, em sequência, o teste de Breusch-Pagan, o teste de Chow e o de Hausman.

O teste de Breusch-Pagan avalia qual tipo de regressão é mais adequado entre *pooled* e o modelo de efeitos aleatórios. O teste de Chow avalia qual tipo de regressão é mais adequado entre *pooled* e o modelo de efeitos fixos. O teste de Hausman avalia o tipo de escolha da

regressão, a qual teria um maior poder explicativo entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. Os testes apontaram, conforme expostos na Tabela 5, o modelo de efeitos fixos como o de melhor poder explicativo.

**Tabela 5 - Testes para escolha do tipo de regressões dos modelos.**

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de verificação dos modelos mais consistentes em relação aos poderes explicativos.

MODELOS	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
<b>Teste Breusch e Pagan - Pooled versus Efeitos Aleatórios</b>			
p-valor	0,0791	0,0762	0,0515
Estatística teste-F	1,99	2,05	2,66
Inferência	não rejeita <i>pooled</i>	não rejeita <i>pooled</i>	não rejeita <i>pooled</i>
<b>Teste Chow - Pooled versus Efeitos Fixos</b>			
p-valor	0,0000	0,0000	0,0000
Estatística teste-F	1,63	1,65	1,78
Inferência	não rejeita efeitos fixos	não rejeita efeitos fixos	não rejeita efeitos fixos
<b>Teste Hausman - Efeitos Aleatórios versus Efeitos Fixos</b>			
p-valor	0,0000	0,0000	0,0000
Estatística teste-F	84,64	171,89	144,51
Inferência	não rejeita efeitos fixos	não rejeita efeitos fixos	não rejeita efeitos fixos

Fonte. Elaboração própria.

Há várias consequências das relações de multicolinearidade entre as variáveis explicativas em um modelo estatístico. Quando as dependências lineares são muito elevadas, as variáveis não proporcionam informação suficiente para estimar seus efeitos separados (HILL; JUDGE; GRIFFITS, 2010). O teste vif (*variance inflation factor*) foi a técnica utilizada para detectar possíveis problemas de multicolinearidade. Os valores de vif para as variáveis de controle utilizadas nos modelos ficaram em torno de 10,86. A recomendação, de acordo com Gujarati e Porter (2011) para valores vif acima de 10, a opção seria a exclusão do modelo, privilegiando os menores valores e assim evitaria problemas de multicolinearidade. Não obstante, os modelos já foram consolidados em Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), e levando em conta que a variável de teste DOI não apresentou problema de multicolinearidade, preferiu-se manter o modelo original até mesmo para efeito de comparação.

Quanto à existência de problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, foram realizados os testes de Wooldridge e White, nesta sequência. Apurou-se com base nos testes a

rejeição da hipótese nula de ausência de autocorrelação e heterocedasticidade, pois ambos obtiveram resultados de *p*-valor iguais a zero. A técnica utilizada para corrigir estes problemas foi a opção *robust*, do software Stata 13.

### 3.4 RESULTADOS EMPÍRICOS

#### 3.4.1 Estatística Descritiva

A estatística descritiva desta seção, num primeiro momento, pretendeu saber se há diferenças significativas entre o acréscimo de capital de giro operacional líquido entre as empresas multinacionais e as domésticas. A técnica utilizada foi o teste *diff* (utilizando o software Stata 13), que se trata de um teste para avaliar se dentre as variáveis *dummies* de controle (nacionais ou domésticas) teriam diferenças significativas entre as médias.

A Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas (número de observações, média, desvio-padrão e intervalo de confiança) das empresas multinacionais e domésticas, objetivando confrontar seus resultados, e realizar o teste *t* para verificar se as médias da variável dependente são estatisticamente diferentes uma da outra em relação ao investimento adicional em capital de giro operacional líquido ( $\Delta NWC_{it}$ ).

**Tabela 6 - Teste diferença entre grupos de empresas em relação ao investimento adicional em capital de giro operacional líquido.**

A Tabela 6 realiza o teste de *t* para identificar se as médias da variável independente é estatisticamente diferente uma da outra. Investimento adicional em capital de giro operacional líquido ( $\Delta NWC_{it}$ )

Grupo	N	Média	Erro-padrão	Desvio-padrão	[95% Intervalo de Confiança]
Domésticas	635	0,3705983	0,2357351	5,940337	-0,0923177 0,8335143
Multinacionais	952	0,1420185	0,1040438	3,210219	-0,0621634 0,3462005
Diff		0,2285798	0,2308413		-0,2242065 0,6813661

**p-valor = 0,3222**

Fonte: Elaboração própria.

Como mostram os resultados da Tabela 6, em média as empresas multinacionais apresentam menores variações no investimento em capital de giro operacional líquido em comparação às firmas domésticas, respectivamente 0,14201 e 0,3706. Todavia, a evidência do teste estatístico da diferença dos dois grupos não mostrou estatisticamente significativa (*p*-valor = 0,3222).

Deste fato, infere-se que a condição da empresa em ser internacionalizada ou não é indiferente em termos de variação do investimento em capital de giro operacional líquido. Convém ressaltar que os testes de diferença de média são utilizados com finalidade de análise descritiva dos dados e não consideram todas as variáveis de controle que constam na seção 3.3.

A Tabela 7 comprehende as estatísticas descritivas das empresas com maiores ou menores intensidades de internacionalização, objetivando confrontar seus resultados em termos do investimento adicional de capital de giro líquido a um nível atual de internacionalização, e realizar o teste  $t$  para verificar se as médias da variável dependente são estatisticamente diferentes uma da outra em relação à variável  $DOI_{it} * \Delta NWC_{it}$ . Salienta-se que a mediana foi o critério de separação do grupo empresas menos internacionalizadas das mais internacionalizadas.

Como se observa nos resultados da Tabela 7, em média, os dois grupos de empresas possuem uma variação negativa no investimento de capital de giro líquido ao nível de investimento atual. Este resultado, porém, é consistente com a hipótese deste trabalho ao considerar que as empresas procuram obter níveis menores de capital de giro líquido em certo nível de internacionalização para gerar mais retorno aos acionistas.

**Tabela 7- Teste *diferença* entre grupos de empresas em relação ao investimento de uma unidade a mais de capital de giro a um dado nível de internacionalização.**

A Tabela 7 realiza o teste de  $t$  para identificar se as médias da variável independente é estatisticamente diferente uma da outra. Variável dependente  $DOI_{it} * \Delta NWC_{it}$

Grupo	N	Média	Erro Padrão.	Desvio-padrão	[95% Intervalo de Confiança]	
Menos internacionalizadas	635	-4,334	3,849167	96,99595	-11,8927	3,224653
Mais internacionalizadas	706	-7,53723	4,005594	106,4313	-15,4016	0,327093
Diff		3,203224	5,582569		-7,74831	14,15476

**p-valor= 0,5662**

Fonte. Elaboração Própria.

Por conseguinte, deduz-se pela Tabela 7 que as empresas mais internacionalizadas, em média, reduzem mais investimento em capital de giro operacional líquido a níveis atuais de internacionalização em comparação às firmas menos internacionalizadas, -7,53723 e -4,334, respectivamente. Todavia, a evidência do teste estatístico da diferença dos dois grupos não mostrou estatisticamente significativa ( $p$ -valor = 0,5662). Assim, infere-se que a condição da

empresa em se encontrar num maior ou o menor grau de internacionalização é indiferente em termos de variação do investimento em capital de giro operacional líquido.

### 3.4.2 Análise dos resultados dos modelos propostos.

O modelo apresentou problemas de multicolinearidade, com algumas variáveis apresentando altas correlações entre si, conforme pode ser observado na Tabela 8. Porém, nenhuma das técnicas utilizadas para resolver esta questão é recomendada para o cumprimento do estudo em questão. Este trabalho partiu-se de modelos já consolidados na teoria. Não seria aconselhável, por exemplo, a exclusão de variáveis ou a utilização de análise fatorial, a fim de evitar prejuízo em relação aos modelos anteriores.

**Tabela 8 - Matriz de correlação das variáveis independentes**

A Tabela 8 calcula a matriz de correlação para observar o comportamento das variáveis independentes e identificar sinais de colinearidade.

	$r_{it} R_{it}^B$	$C_{t-1}$	$\Delta Ct$	$\Delta Et$	$\Delta NAt$	$\Delta NNAt$
$r_{it} R_{it}^B$	1,0000					
$C_{t-1}$	0,3218	1,0000				
$\Delta Ct$	0,0904	-0,1434	1,0000			
$\Delta E_t$	0,2831	0,2878	0,1442	1,0000		
$\Delta Na_t$	-0,2716	-0,3107	-0,1469	-0,3494	1,0000	
$\Delta NNA_t$	-0,0542	-0,1976	0,1809	0,0405	0,0130	1,0000
$\Delta D_t$	0,3279	0,3762	0,1204	0,3384	-0,3577	-0,0599
$\Delta I_t$	-0,2378	-0,3455	-0,1276	-0,3322	0,3595	0,0130
$\Delta D_t$	0,2994	0,3182	0,0934	0,3111	-0,3342	-0,0636
$L_t$	-0,2135	-0,3054	-0,1534	-0,3212	0,3679	-0,0240
$NF_t$	0,1117	0,0647	0,0328	0,2131	-0,2135	0,0042
$DOI_t$	0,1587	0,2066	0,1134	0,1393	-0,1304	-0,0165
$NWC_{t-1}$	-0,2703	-0,3776	-0,0026	-0,3396	0,3600	0,1791
$\Delta NWC_t$	0,0125	0,2382	-0,2563	0,0152	-0,0070	-0,2836
$PSG$	-0,0049	-0,0071	0,0256	0,0021	-0,0029	-0,0009
$FSG$	-0,0049	-0,0131	-0,0011	-0,0029	0,0034	0,0063
$STD$	-0,0036	0,0065	-0,0082	0,0361	-0,0218	-0,0270
$AltmanZ\_1$	-0,0300	0,0325	0,0155	-0,0057	0,0122	0,0071
$SAIndex$	-0,0275	0,0344	0,0172	-0,0145	-0,0007	0,0371
$Selic$	0,0016	0,0607	-0,1362	0,0502	-0,0259	-0,0638
$DPMFi$	0,0619	0,0747	-0,1243	0,1516	-0,1067	-0,0937
$EMBI$	-0,0549	0,0330	-0,1023	-0,0039	0,0103	-0,0526
$PIB$	0,0569	0,1061	-0,1724	0,0813	-0,0463	-0,0909
$SMVolt$	0,1650	0,0475	0,0226	0,1398	-0,1588	-0,0734

	$\Delta RD_t$	$\Delta I_t$	$\Delta D_t$	$L_t$	$NF_t$	$DOI_t$	$NWC_{t-1}$
$\Delta RD_t$	1,0000						
$\Delta I_t$	-0,3174	1,0000					
$\Delta D_t$	0,3964	-0,2904	1,0000				
$L_t$	-0,3112	0,3515	-0,2707	1,0000			
$NF_t$	0,2373	-0,1915	0,2532	-0,1284	1,0000		
$Doi_t$	0,1722	-0,1241	0,1671	-0,1035	0,0711	1,0000	
$NWC_{t-1}$	-0,3586	0,3226	-0,3333	0,2995	-0,2166	-0,1291	1,0000
$\Delta NWC_t$	0,0012	-0,0132	-0,0001	0,0106	-0,0080	0,0037	-0,0960
$PSG$	0,0037	-0,0016	0,0042	-0,0016	0,0002	0,0184	-0,0036
$FSG$	-0,0067	0,0041	-0,0048	0,0643	-0,0428	-0,0097	0,0026

Continuação Tabela 8

	$\Delta RD_t$	$\Delta I_t$	$\Delta D_t$	$L_t$	$NF_t$	$DOI_t$	$NWC_{t-1}$
STD	0,0232	-0,0268	0,0192	0,0052	0,0036	0,0055	-0,1474
AltmanZ_1	-0,0203	0,0082	-0,0172	0,0086	0,0054	0,0981	0,0177
SAIndex	-0,0081	0,0078	-0,0080	0,0153	0,0179	-0,0757	0,0158
Selic	0,0374	-0,0199	0,0210	-0,0176	0,0099	-0,0253	-0,0344
DPMFi	0,1508	-0,0787	0,1210	-0,0584	0,0259	-0,0083	-0,1288
EMBI	-0,0217	0,0038	-0,0334	0,0071	-0,0165	-0,0268	0,0138
PIB	0,0606	-0,0424	0,0492	-0,0491	-0,0178	-0,0032	-0,0542
SMVolt	0,2294	-0,1131	0,2064	-0,0955	0,0039	0,0616	-0,1752
	$\Delta NWC_t$	PSG	FSG	STD	AltmanZ_1	SAIndex	Selic
$\Delta NWC_t$	1,0000						
PSG	0,0017	1,0000					
FSG	-0,0094	-0,2597	1,0000				
STD	0,1071	0,0032	-0,0002	1,0000			
AltmanZ_1	-0,0128	0,0097	-0,0070	-0,0119	1,0000		
SAIndex	0,0078	0,0009	-0,0008	0,0158	-0,0040	1,0000	
Selic	0,0668	-0,0158	0,0025	0,0254	-0,0247	0,0059	1,0000
DPMFi	0,0640	-0,0093	0,0003	0,0141	-0,0351	0,0031	0,1258
EMBI	0,0552	-0,0186	-0,0099	0,0142	-0,0284	-0,0040	0,1405
PIB	0,0447	-0,0210	-0,0131	0,0212	-0,0207	-0,0068	0,1153
SMVolt	0,0005	-0,0117	-0,0293	-0,0069	-0,0216	-0,0154	0,0818
	DPMFi	EMBI	PIB	SMVolt			
DPMFi	1,0000						
EMBI	0,3697	1,0000					
PIB	0,1865	0,3249	1,0000				
SMVolt	0,1796	-0,2086	0,2104	1,0000			

Fonte: Elaboração Própria.

Destaca-se, por exemplo, as correlações elevadas das variáveis  $\Delta E_t$  e  $\Delta I_t$  com várias outras dos modelos. Quando isto acontece, provavelmente a variância e a covariância do estimador serão elevadas, redundando, de acordo Hill, Judge e Griffits (2010) na imprecisão das informações fornecidas pelos dados amostrais sobre os parâmetros desconhecidos. Em relação à variável DOI, percebe-se uma baixa correlação positiva com a variável do excesso de retorno dos acionistas ( $r_{if} - R_t^B$ ).

Os coeficientes das variáveis independentes foram analisadas por meio de regressões. Na Tabela 9 constam os resultados dos três modelos deste capítulo. De acordo com os coeficientes das variáveis verificados no modelo 2, o capital de giro operacional líquido e a variação do capital de giro líquido possuem uma relação positiva estatisticamente significativa com a riqueza dos acionistas. Todavia, uma comparação destas variáveis com a variável caixa merece ser comentada. O investimento adicional de uma unidade monetária em capital de giro operacional líquido contribuiu em R\$ 0,88 ( $p < 0,01$ ) e o capital de giro do período anterior em R\$ 0,40 ( $p < 0,05$ ), no excesso de retorno aos acionistas. Estes valores se mostraram bem menores que o valor incrementado em caixa e títulos negociáveis no período, que foi de R\$

33,25 ( $p<0,01$ ). Esta observação já havia sido confirmada pelos resultados de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), ou seja, a inversão em caixa e títulos negociáveis produz mais riqueza para os acionistas, em comparação ao investimento em capital de giro líquido. À luz disto, estes fatos sugerem uma explicação dos gestores se preocuparem tanto com o capital de giro.

**Tabela 9 - Resultados das regressões em painel dos modelos**

A Tabela 9 apresenta os coeficientes das regressões em painel, dos três modelos, estimados por efeitos fixos. Apresenta também os p-valores dos testes Breusch e Pagan, Chow e Hausman que testam as adequações de se estimar por efeitos fixos *versus* efeitos aleatórios *versus pooled OLS*.

Variáveis	Excesso de Retorno dos Acionistas ( $r_t - ibov$ )		
	Modelo (2)	Modelo (3)	Modelo (4)
Constante	12.07	13.40	15.46
$C_{t-1}$	42.09***	42.06***	35.56***
$\Delta C_t$	33.25***	31.85***	24.98**
$\Delta E_t$	0.640**	0.542*	0.810***
$\Delta NA_t$			
$\Delta RD_t$	-0.272	-0.745	-0.765
$\Delta I_t$	0.181**	0.214***	5.012*
$\Delta D_t$	0.105***	0.118***	0.117***
$L_t$	-0.347***	-0.360***	-0.411***
$NF_t$	0.000540**	0.000534**	0.000255*
DOI	219.5***	219.2***	268.0***
$\Delta NNA_t$	-0.287	0.654	0.340
$NWC_{t-1}$	0.400**	0.338*	0.574***
$\Delta NWC_t$	0.881*	2.682***	70.91*
$NWC_{t-1} * \Delta NWC_t$		-0.00165**	-0.00303***
$\Delta NWC_t * FSG$			-0.0630
$\Delta NWC_t * L_t$			-0.383*
$\Delta NWC_t * STD$			0.0866*
$\Delta NWC_t * AltmanZ\_1$			1.88e-12
$\Delta NWC_t * SAIndex$			0.268
$\Delta NWC_t * Selic$			24.23
$\Delta NWC_t * DPMFi$			-7.489
$\Delta NWC_t * EMBI$			0.0382
$\Delta NWC_t * PIB$			-1.637
$\Delta NWC_t * SMVolt$			0.0161
$\Delta NWC_t * DOI$			-4.721*
<b>Breusch-Pagan</b>	<b>p &lt; 0.0791</b>	<b>p &lt; 0.0762</b>	<b>p &lt; 0.0515</b>
<b>Chow</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>
<b>Hausman</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>	<b>p &lt; 0.0000</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>0.796</b>	<b>0.798</b>	<b>0.786</b>

**Nota.** Os coeficientes das variáveis de controle por indústria e anos foram omitidos da Tabela. Os asteriscos \*, \*\* e \*\*\* representam estatísticas significativas ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis dependente:**  $r_t - ibov$  - excesso do retorno da ação. **Independentes:**  $C_{it}$  - caixa;  $I_{it}$  - despesa da empresa com juros;  $D_{it}$  - dividendo total pago pela empresa;  $L_{it}$  - alavancagem;  $NF_{it}$  - financiamento líquido da empresa;  $E_{it}$  - lucro antes dos juros, tributos e itens extraordinários;  $NA_{it}$  - ativo total menos caixa;  $RD_{it}$  - dispêndio com P&D da empresa;  $NNA_{it}$  - ativo total menos caixa menos investimento em capital de giro operacional líquido;  $DOI_{it}$  - grau de internacionalização da empresa;  $NWC_{it}$  - investimento em capital de giro operacional líquido;  $FSG_{it}$  - Crescimento das vendas para os próximos 3anos;  $STD_{it}$  - dívida de curto prazo; AltmanZ - Z-score Altman original da empresa;  $SAIndex$  - Índice de restrição financeira de Hadlock and Pierce's (2010);  $Selic$  - Taxa anual Selic;  $DPMFi$  - Dívida Pública Mobiliária Financeira Interna ;  $PIB$  – Crescimento do Produto Interno Real;  $SMVolt$  - Desvio-padrão dos retornos das ações.

Fonte: Elaboração própria.

Esta última constatação corrobora os resultados obtidos por Almeida (2014), o qual concluiu que manter níveis superiores de capital de giro tende resultar níveis inferiores de retorno e subavaliação da empresa por parte dos acionistas, em comparação ao caixa. Estas verificações dão sustentação aos achados de Deloof (2003); Mallik, Sur e Rakshit (2005); Nazir e Afza (2009) e; Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007), os quais encontraram evidências da relação inversa do capital de giro em relação à rentabilidade e valor da empresa.

Como observado no modelo 2, novamente a estimativa do DOI apresentou coeficiente positivo (219,5) e significativa (valor-p < 0,01), corroborando com o teste do modelo 1 no capítulo anterior. Assim, um ponto percentual de aumento no grau de internacionalização da empresa impacta em 219,5 % de aumento na riqueza percebida pelo mercado.

O Quadro 13 compara os resultados observados deste trabalho com as evidências anotadas por Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) e Almeida (2014). Como pode ser visto, o caixa, a variação do caixa, o lucro, o dividendo total, o endividamento, o financimento líquido, o capital de giro e a variação de capital de giro foi consistente com os dois modelos. O resultado da variável juros, no modelo 2 deste trabalho, apresentou-se uma relação estatisticamente negativa, ao contrário dos outros modelos que foram negativos. No tocante à variável ativo líquido de caixa e capital de giro operacional líquido, apenas neste trabalho ela não foi estatisticamente significativa, tendo coeficientes positivos nos outros dois modelos.

**Quadro 13 – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 2**

Autores	Deste Trabalho	Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013)	Almeida (2014)
$C_{t-1}$	+	+	+
$\Delta C_t$	+	+	+
$\Delta E_t$	+	+	+
$\Delta RD_t$		+	
$\Delta I_t$	+	-	-
$\Delta D_t$	+	+	+
$L_t$	-	-	-
$NF_t$	+	+	+
DOI	+		
$\Delta NNA_t$		+	+
$NWC_{t-1}$	+	+	+
$\Delta NWC_t$	+	+	+

Fonte: Elaboração própria.

No modelo 3 da Tabela 9, a interação entre  $NWC_{t-1} * \Delta NWC_t$  procurou captar o efeito no valor de um real adicional investido em capital operacional líquido em nível atual do

investimento em capital de giro operacional. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) obtiveram um coeficiente significativo e negativo, o mesmo percebido neste trabalho. O resultado desta estimativa apresentou uma significância estatística de redução da ordem de R\$ 0,002, ou seja, para cada real adicional investido em capital de giro operacional líquido aos níveis atuais de investimento em capital de giro operacional líquido, o mercado absorve esta informação com uma redução de R\$ 0,002 em seu valor, havendo também coincidência ao resultado encontrado por Almeida (2014).

Portanto, este resultado demonstrou consistência com os encontrados pelos autores supracitados. Uma possível explicação dessa relação se refere à perspectiva de Fazzari e Petersen (1993), ao considerar que o investimento real da empresa depende de fatores financeiros. Num contexto de custos de transação, problemas de *agency* e/ou assimetria de informação, e se acaso estiver disponível apenas recursos externos, o financiamento sairia mais caro, e também mais arriscado, confirmando a teoria *pecking order*. De fato, nestas circunstâncias, na eminência de aumentar a necessidade de capital de giro operacional líquido a determinado nível inicial de capital operacional líquido, redução na riqueza seria a perspectiva mais provável dos acionistas.

De outra maneira, Fazzari e Petersen (1993) analisaram as empresas em situação de dificuldades financeiras, em que, por exemplo, não pudesse antecipar recebimentos de cheques sem incorrer em custos mais elevados. Os fundos externos adicionais estariam comprometidos com o investimento fixo e forçaria um ajuste imediato no capital de giro líquido, que tem mais flexibilidade de reação, existindo uma pressão por estratégia de capital de giro mais agressiva para liberar liquidez de curto prazo, o que permitiria as empresas facilitar a inversão em capital fixo. Então, dependendo do capital de giro operacional líquido inicial, os fluxos de caixa adicionais não teriam destinos para financiamento de maior necessidade de capital de giro, senão seriam canalizados para o investimento fixo da empresa.

As evidências do modelo 4, localizadas na coluna 4 da Tabela 9, implicam que os efeitos sobre a riqueza dos acionistas de mudança em investimentos no capital de giro líquido operacional são influenciadas por vários fatores, sejam eles macroeconômicos, de mercado ou de risco. Adicionalmente ao modelo 7 de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), foi introduzida a interação  $\Delta NWC_t * DOI$  para testar a hipótese deste capítulo (existe uma relação negativa estatisticamente significativa entre o investimento adicional de uma unidade

monetária de capital de giro, dado os níveis correntes do grau de internacionalização, e a riqueza dos acionistas).

O resultado apresentado no modelo 4 no que tange à inserção da variável DOI , a qual expressa a relação inversa do investimento adicional do capital de giro operacional líquido, dado o atual grau de internacionalização da empresa com o excesso de retorno aos acionistas, foi estatisticamente significativo ( $p < 0,10$ ), fato que confirmou a hipótese deste trabalho. Dada esta evidência, infere-se que em níveis atuais do grau de internacionalização da empresa, o investimento de uma unidade monetária em capital de giro operacional líquido, reduz o valor agregado aos acionistas.

Reportando ao objetivo deste trabalho de analisar a relação conjunta do acréscimo de capital de giro líquido com a internacionalização no aumento da riqueza dos acionistas, medido pelo excesso de retorno, pode-se considerá-lo atendido no sentido em que respondeu o problema proposto: qual o efeito que o capital de giro juntamente com a internacionalização na riqueza dos acionistas? A relação inversa estatisticamente significativa encontrada, indica que a interação  $\Delta NWC_t^*DOI$  é válida.

Os resultados confirmaram a hipótese de que existe uma relação negativa entre o investimento adicional em capital de giro e a internacionalização na riqueza dos acionistas. Por este prisma, deduz-se que as empresas multinacionais estejam inseridas num cenário onde predomina a assimetria de informação e/ou endividamento. Foi visto, na oportunidade da formulação das hipóteses, a articulação da situação das empresas brasileiras com teorias de finanças da *Peking Order Theory*, *Theory of Asymmetric Information*, e a teoria *Upstream/Dowstream*.

Por conseguinte, infere-se que as empresas multinacionais brasileiras na existência de assimetria de informação, e pelo grau de endividamento maior, eleva o seu risco, preferindo financiar seus investimentos com recursos internos e recorrer somente se for necessário aos recursos externos, pois estes últimos ficariam mais caros neste contexto e a restrição ao crédito seria uma prática maior dos credores, conforme Fazzari e Petersen (1993). Nestas condições, as empresas optariam por usarem fundos internos para aplicação em seus ativos.

Portanto, conforme discutido, a reação destas empresas multinacionais seria optar por uma estratégia agressiva de capital de giro, diminuindo a necessidade de seu financiamento, haja vista que seria preferível ajustar o capital de giro em detrimento ao investimento em ativo

fixo, nos termos de Fazzari e Petersen (1993). Desta maneira, os acionistas percebem que o incremento de R\$ 1 em capital de giro líquido, dado certo grau de internacionalização, reduz sua riqueza.

Por fim, assim como no teste empírico de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), não houve efeitos significativos das variáveis de mercado e macroeconômicas, na valorização dos investimentos em capital de giro operacional líquido. Eles descobriram que expectativas de crescimento de vendas, o uso de dívida a longo prazo, o risco de falência e limitações financeiras têm relação estatisticamente significativa na valorização do investimento marginal no capital de giro operacional líquido. Observa-se, no entanto, neste trabalho, apenas efeitos significativos em termos da interação do crescimento marginal do capital de giro líquido ao nível atual de capital de giro operacional líquido, ao grau de endividamento, ao endividamento a curto prazo e também ao DOI.

No Quadro 14 são comparados os coeficientes das interações das variáveis: capital de giro líquido; de mercado; macroeconômicas; de risco e; a variável DOI deste trabalho, com os resultados de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Convém ratificar que a interação  $NWC_t * \Delta NWC_t$  foi testada pela primeira vez no modelo 3. Porém, considerando esta interação a única diferença em alusão ao modelo 2 e sua semelhança em termos de variável conjunta às outras do modelo 4, e ainda por ter o mesmo sinal e significância estatística verificados no modelo 3 e 4, ela consta no Quadro 14.

**Quadro 14 – Comparação dos Resultados dos autores – Modelo 4**

Autores	Modelo 4	
	Deste Trabalho	Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013)
$NWC_{t-1} * \Delta NWC_t$	-	-
$\Delta NWC_t * FSG$		+
$\Delta NWC_t * L_t$	-	-
$\Delta NWC_t * STD$	+	
$\Delta NWC_t * AltmanZ_1$		+
$\Delta NWC_t * SAIIndex$		+
$\Delta NWC_t * Selic$		
$\Delta NWC_t * DPMFi$		
$\Delta NWC_t * EMBI$		
$\Delta NWC_t * PIB$		
$\Delta NWC_t * SMVolt$		
$\Delta NWC_t * DOI$	+	

Fonte: Elaboração própria.

Como se pode observar pelo Quadro 14, os sinais da interação do investimento do capital de giro líquido atual à variação de uma unidade monetária de capital de giro

operacional líquido foi negativa, e a mesma constatação foi percebida em relação à alavancagem. Em relação ao crescimento das vendas a curto prazo, ao índice AltmanZ e ao índice SAIndex, certificou-se que eles foram positivos no modelo de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), no entanto, não apresentaram significância estatísticas neste trabalho. Por outro lado, enquanto foi observada uma relação positiva entre a interação da dívida de curto prazo e o investimento adicional de capital de giro operacional líquido neste trabalho, ela não foi estatisticamente significativa no outro.

Pelo Quadro 14 constata-se que muitas interações não foram estatisticamente significativas, como as variáveis macroeconômicas e de risco. A justificativa possível para este fato pode ser encontrada em Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) ao relatarem que os gestores consideram a influência destas variáveis intrínsecas ao excesso de retornos aos acionistas. Alternativamente, estes autores afirmaram que os acionistas poderiam considerar apenas fatores específicos da empresa para gerar riqueza

### **3.4.3 Considerações Finais**

Este trabalho está à jusante dos estudos que trataram os determinantes da riqueza dos acionistas. Os pilares deste estudo foram os artigos de Faulkender e Wang (2006), os quais iniciaram uma pesquisa da relação da manutenção de caixa, o endividamento e o excesso de retorno dos acionistas, e, posteriormente, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) trataram do estudo do capital de giro operacional líquido neste contexto. A contribuição deste presente estudo foi introduzir de maneira conjunta o investimento em capital de giro líquido e internacionalização na formação de riqueza dos acionistas.

Os resultados desta pesquisa corroboraram com os principais resultados obtidos nos trabalhos de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). A relação positiva do caixa com o excesso de retorno da empresa é justificada levando em conta que a utilização deste item representa uma fonte interna de financiamento dos investimentos necessários em capital de giro e ativos fixos, de acordo com a *pecking order theory* (MEYER; MAJLUF, 1986).

A relação positiva do capital de giro operacional líquido ( $NWC$  e  $\Delta NWC_t$ ) e o excesso de retorno reflete a relevância da eficiência na gestão dos investimentos determinantes dos fluxos de caixa livre futuros. Wadsworth e Bryan (1974) fornecem um exemplo de como a falta de produtos para clientes influencia as vendas futuras, as empresas reduzem a sua rentabilidade atual, refletindo um custo conhecido como custo da falta de estoque.

Em congruência com Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), os quais retrataram a significativa evidência que um real incremental investido em capital de giro operacional líquido em termos de capital de giro operacional líquido atual, reduz valor. Essa última consistência permite a afirmação que os acionistas, tanto das empresas brasileiras como das empresas americanas, vislumbram a perda de riqueza em acréscimos de capital de giro a níveis atuais de capital de giro líquido.

Os resultados auferidos no modelo 4 serviram para testar as hipóteses deste estudo e tiveram o expediente de confirmar a relação negativa, estatisticamente significativa, entre o acréscimo de capital de giro operacional líquido ao nível atual da internacionalização na formação de riqueza aos acionistas. Foi constatado que, em média, para cada aumento de R\$ 1 de capital de giro operacional líquido, dado certo nível do grau de internacionalização da multinacional brasileira, a riqueza dos acionistas se reduz em R\$ 4,721.

Esta relação inversa faz sentido quando se considera que a assimetria de informação de empresas multinacionais (BUCKLEY; CASSON; 2009), bem como o grau de endividamento delas (KWOK; REEB, 2000, SINGH; NEJADMALAYERI, 2004; SAITO; HIRAMOTO, 2010; PEREIRA, 2013), conforme a teoria *Upstream – Dowstream*, conduzem à estratégia de gestão de capital de giro agressiva a dado nível de internacionalização.

Em síntese, esta pesquisa foi satisfatória quanto a seus objetivos ao testar a relação conjunta da adição de capital de giro operacional líquido com o grau de internacionalização e a riqueza dos acionistas, medida pelo excesso de retorno aos acionistas. De fato, como se esperava, encontrou-se o sinal negativo e significativo da interação do grau de internacionalização em níveis correntes com o investimento adicional em capital de giro operacional líquido e o valor adicionado à riqueza dos acionistas. Assim, infere-se que os acionistas têm expectativa de redução de sua riqueza se acaso houver R\$ 1 a mais investido em capital de giro, dado o nível de internacionalização estabelecido.

#### **4. CONCLUSÃO**

A literatura explorada para a elaboração deste estudo foi suficiente para contribuir na definição de uma teoria consolidada acerca da gestão de capital de giro. Palombini (2010) já havia concluído no final de seu trabalho, a ausência de teorias definidas sobre a gestão de capital de giro, seu impacto na criação de valor do acionista e seus determinantes. Outrossim, os esforços dos autores citados nesta pesquisa contribuíram para atenuar esta falha ainda

existente na teoria, com adoção de teorias de finanças entremeando o estudo da gestão do capital de giro. Em face da conclusão deste presente trabalho, sua validade ao prestar o exame da relação conjunta do capital de giro e internacionalização na formação da riqueza dos proprietários, ansiou colaborar para o enriquecimento desta literatura.

Na trajetória desta pesquisa ficou comprovado que eficiência na condução das estratégias pertinentes à administração do capital de giro operacional líquido sela resultados desejados em termos de rentabilidade, liquidez, risco e valor de empresa, seguindo as conclusões de artigos publicados em revistas, *journal* e outras fontes relevantes no cenário mundial e nacional em pesquisas na área de finanças, como em Deloof (2003); Mallik, Sur e Rakshit (2005); Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007); Nazir e Afza (2009) e Pires, Zani e Nakamura (2013).

Como afirmou Lamberson (1995), os executivos financeiros corporativos reconhecem que o desempenho eficiente da gestão de capital de giro torna-se um fator decisivo para os resultados da empresa. Neste sentido, alcançar o equilíbrio ótimo do nível de liquidez para a lucratividade e rentabilidade pela estratégia de capital de giro tem sido cada vez mais o expediente dos gestores e também dos pesquisadores acadêmicos.

Pelas evidências encontradas neste trabalho, foi possível concluir que a internacionalização aumenta a riqueza dos proprietários, partindo do primeiro problema de pesquisa e utilizando uma amostra de 655 empresas brasileiras não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA e testar pela equação de regressão multivariada, tendo o excesso de retorno aos acionistas como variável dependente e o grau de internacionalização como variável independente. Para responder o outro problema deste estudo, foi inserida a interação  $\Delta\text{NWC}^*\text{DOI}$  e as evidências sinalizaram uma relação estatisticamente significativa negativa com o excesso de retorno aos acionistas. Em síntese, os resultados observados foram consistentes com as hipóteses deste estudo, em que o proprietário acionista tem expectativa de aumentar sua riqueza quando a empresa internacionaliza. No entanto, se um real for incrementado em investimento do capital de giro operacional líquido em nível atual do grau de internacionalização da empresa, a riqueza do acionista será reduzida.

Em relação ao objetivo de testar a relação entre internacionalização e o aumento de riqueza dos acionistas, a confirmação do sinal positivo e estatisticamente significativo da primeira hipótese deu sustentação à teoria do “Pássaro na Mão”, em que os acionistas abdicam de receber o fluxo de caixa de dividendos num determinado momento, desde que os

gestores fluem os recursos não distribuídos para ativos rentáveis que agreguem valor à sua riqueza.

Ao retomar o objetivo específico de testar estatisticamente a significância da interação do grau de internacionalização em níveis correntes com o investimento adicional em capital de giro operacional líquido na adição de riqueza aos acionistas, o sinal negativo antecipado validou a hipótese do terceiro capítulo. Considera-se, portanto, plausível a menção da qual partindo de uma teoria finanças *Pecking Order Theory* de Myers e Majluf, (1984) e da hipótese *upstream-downstream* de Kwok e Reeb (2000), o acionista tem a percepção de reduzir suas riquezas, caso os gestores da empresa não adotem uma estratégia agressiva na gestão do capital de giro.

Aproveitando dos principais resultados obtidos em alusão aos trabalhos precedentes a esta pesquisa, infere-se que o investimento adicional no caixa contribui positivamente no aumento da riqueza dos acionistas. Estes resultados são condizentes com os da regressão de Faulkender e Wang (2006), e, ainda, o coeficiente da regressão da interação  $NWC_{t-1} * \Delta NWC_t$  sugerem que o valor de um real adicional investido em capital de giro líquido operacional diminui com os níveis atuais de capital de giro. Assim, como observado em Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), se a empresa propuser investir mais em capital de giro operacional líquido, aos seus níveis correntes, os acionistas percebem que sua riqueza irá reduzir.

Outras observações interessam ser mencionadas. O coeficiente negativo e estatisticamente significativo da variável  $\Delta NWC_t * L_t$ , consistente com as evidências de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), sugere que novos investimentos em capital de giro líquido operacional reduz valor para os acionistas, quando a empresa tem uma carga elevada dívida.

A variável ativo líquido ( $\Delta NNA$ ) e algumas variáveis relativas a interações com aspectos macroeconômicos (PIB, SELIC e DPMFi), de risco (EMBI) e de restrição financeira (AltmanZ e SA Index), além da expectativa de crescimento da empresa (FSG) e as de mercado financeiro (SMvolt) apresentaram não estatisticamente significativas. No tocante às variáveis exógenas: mercado financeiro; macroeconômicas; etc., seguindo as percepções de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), podem ser reflexos da empresa já levar em consideração essas influências no excesso de retornos, ou que apenas os fatores específicos das empresas são considerados pelos acionistas para agregar riqueza.

A condução deste trabalho encontrou algumas restrições que necessitam ser consideradas:

- A primeira limitação deste estudo se relacionada à possibilidade da grande quantidade de *missing values* da variável DOI e de outras variáveis da base de dados do Economática afetar os resultados finais desta pesquisa.
- A segunda ressalva foi considerar o Ibovespa como *proxy* do retorno *benchmark* das ações. Apesar de este índice representar o retorno total de mercado de capitais, o objetivo do Ibovespa é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociação e representatividade do mercado de ações brasileiro, portanto, algumas empresas da amostra utilizada neste trabalho estão ausentes do cálculo do *benchmark*.
- A terceira limitação se refere ao estudo incipiente dos temas abordados. Se levar em conta o consenso da escassez de estudos relativos à gestão de capital de giro de forma conjunta de seus elementos, utilização de outros determinantes nos modelos, e em relação às estratégias de capital de giro, e tampouco à medida do grau de internacionalização no âmbito dos assuntos pertinentes à área de finanças, este trabalho por ser precursor no tratamento conjunto destes dois tópicos, requisita de mais pesquisas para a consolidação das teorias.

Tendo em vista estas fragilidades, propõe-se que os pesquisadores de estudos futuros acessem outros softwares e outras fontes para coletarem os dados, a fim de minimizar a quantidade de *missing values*. Além disso, para testar a robustez dos resultados desta pesquisa, sugere-se utilizar a metodologia das publicações internacionais, adotando o modelo de Fama e French (2003) como *proxy* do *benchmark* do retorno das ações. Esta dissertação teve o propósito de instigar trabalhos futuros acerca da internacionalização, conjugados a temas inerentes às abordagens da área de finanças, assim como foi feito com o capital de giro operacional líquido para este caso. Outra sugestão seria testar os resultados desta pesquisa, incluindo uma medida de grau de internacionalização, em empresas de países de economias centrais, seguindo a metodologia de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Considerando-se ainda a utilização das variáveis de controles dos modelos-bases, identificamos que poderia ser realizado no futuro, para a alavancagem, suas duas formas, isto é, a alavancagem operacional e alavancagem financeira, como variáveis de controle. Por fim, este trabalho preferiu utilizar os 19 setores da Economática como controle. No entanto, sugere-se para o futuro, testar os modelos pelos 3 setores da economia, isto é, os setores de agrícola, serviços e indústria.

## REFERÊNCIAS

- AGMON, T.; LESSARD, D. R. Investor recognition of corporate international diversification. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 4, p. 1049-1055, September 1977.
- ALMEIDA, J. R.; EID, W. Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 5, p. 924-934, 2014.
- ALTMAN, E. I. **Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment**. In: Credit Rating: Methodologies, Rationale and Default Risk. London: London Risk Books, 2002.
- ANDERSEN, O. On the internationalization process of firms: a critical analysis. **Journal of international business studies**, p. 209-231, 1993.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanço**. São Paulo: Atlas, 2002.
- ASSAF NETO, A.; TIBÚRCIO, C. A. S., **Administração do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 4<sup>a</sup> ed, 2012.
- BILKEY, W. J.; TESAR, G. The export behavior of smaller-sized Wisconsin manufacturing firms. **Journal of international business studies**, p. 93-98, 1977.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo. Índice Bovespa, Ibovespa. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>>. Acesso em 21/10/2014.
- BRIGHAM, E.; DAVES, P. **Intermediate Financial Management**, 9th edition, Thomson Learning, Mason, Ohio, 2007.
- BUCKLEY, P. J.; CASSON, M. C. The internalization theory of the multinational enterprise: A review of the progress of a research agenda after 30 years. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 9, p. 1563-1580, 2009.
- BURRELL, G.; MORGAN, G. **Sociological paradigms and organizational analysis**. Tradução adaptada do original: Vergara S. C. Rio de Janeiro: PUC, 1991.
- CAVUSGIL, S. T. On the internationalization process of firms. **European research**, v. 8, n. 6, p. 273-281, 1980.

CERCEAU, J.; LARA, J. E. Estratégias de Internacionalização de Empresas: uma abordagem teórica. **EnANPAD, XXIII, Foz do Iguaçu**, 1999.

CHAMBERLIN, E. H. **The theory of monopolistic competition**. Cambridge, MA: Harvard University Press. 1927.

COLLINS, J. M. A market performance comparison of U.S. firms active in domestic, developed and developing countries. **Journal of International Business Studies**, v. 21, n. 2, p. 271-287, 2nd Qtr. 1990.

CONTRACTOR, F. J. Is international business good for companies? The evolutionary or multi-stage theory of internationalization vs. the transaction cost perspective. **Management International Review**, v. 47, n. 3, p. 453-475, 2007.

CORHAY, A.; RAD, A. T. International acquisitions and shareholder wealth Evidence from the Netherlands. **International Review of Financial Analysis**, v. 9, n. 2, p. 163-174, 2000.

CZINKOTA, M. R. **Export development strategies: US promotion policy**. New York: Praeger, 1982.

DA SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

DELOOF, M. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3-4, p. 573-588, 2003.

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; YOST, K. Global diversification, industrial diversification, and firm value. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 5, p. 1951-1979, 2002.

DING, S.; GUARIGLIA, A.; KNIGHT, J. Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 5, p. 1490-1507, 2013.

DÖRRENBÄCHER, C. Measuring corporate internationalization. **Intereconomics**, v. 35, n. 3, p. 119-126, 2000.

DOS SANTOS, A. R. **Metodologia científica: a construção do conhecimento**. 2.ed, DP&A, 1999.

DOS SANTOS, J. O.; MULLER, W. R. I. A internacionalização de empresas brasileiras e a criação de valor para o acionista. In. **XXXII Encontro da Anpad (ENANPAD 2008)**, Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

DUNNING, J. H. Towards An Eclectic Theory Of International Production: Some Empirical Tests, **Journal of International Business Studies**. v.11, 1 9-31, 1980.

DUNNING, J. H. The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. **International business review**, v.9, n.2, p. 163-190, 2000.

DURAN, J. J. Empresa multinacional e inversión directa española en el exterior, **Universia Business Review- Actualidad Económica**, tercer trimestre, pp. 114. 2004.

EHRHARDT, M.; BRIGHAM, E. Corporate Finance: A Focused Approach, 3rd edition, **South-Western**: Mason, Ohio, 2009.

ELLWANGER, K. Fusões e aquisições de empresas transnacionais: um estudo de eventos sobre o retorno ao acionista. **Revista Eletrônica em Gestão, Educação e Tecnologia Ambiental**, v. 18, n. 1, 2014.

FAULKENDER, M.; WANG, R. Corporate financial policy and the value of cash. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1957-1990, 2006.

FAZZARI, S. M.; PETERSEN, B. C. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. **The RAND Journal of Economics**, p. 328-342, 1993.

FLEURY, A.; FLEURY, M. **Internacionalização e os países emergentes**. São Paulo: Atlas, 2007

FORTE, S. H. A. C.; SETTE JÚNIOR, E. L. M. Grau de internacionalização de empresas: um estudo no setor de rochas ornamentais e de revestimento no Estado do Ceará. **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, v. 29, 2005.

FRANZEN, A.; MEURER, R.; SEABRA, F.; GONÇALVES, C. Determinantes do fluxo de investimentos de portfólio para o mercado acionário brasileiro. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 39, n. 2, p. 301-328, 2009.

FUSCO, J. P. A. Necessidade de Capital de Giro e Nível de Vendas. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, vol. 36, n.2, p. 53-66, 1996.

GARCÍA-TERUEL, P. J.; MARTÍNEZ-SOLANO, P. Effects of working capital management on SME profitability. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, n. 2, p. 164-177, 2007.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 2º ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

GRAZZIOTIN, Z. J. **Administração financeira em contexto inflacionário**. Dissertação (Mestrado em Administração Contábil e Financeira) - EAESP Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1980.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica-5**. McGraw Hill Brasil, 2011.

GUPTA, M. C. The effect of size, growth, and industry on the financial structure of manufacturing companies\*. **The Journal of Finance**, v. 24, n. 3, p. 517-529, 1969.

GUPTA, M. C.; HUEFNER, R. J. A cluster analysis study of financial ratios and industry characteristics. **Journal of Accounting Research**, p. 77-95, 1972.

HADLOCK, C. J.; PIERCE, J. R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. **Review of Financial studies**, v. 23, n. 5, p. 1909-1940, 2010.

HASSEL, A.; HOEPNER, M.; KURDELBUSCH, A.; REHDER, B.; ZUGEHOER, R. Two Dimensions of the Internationalization of Firms\*. **Journal of Management Studies**, v. 40, n. 3, p. 705-723, 2003.

HAWAWINI, G.; VIALLET, C.; VORA, A. Industry influence on corporate working capital decisions. **Sloan Management Review**, Vol. 27, No. 4, p. 15–24. 1986.

HERMANN, J. A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). **Cadernos Adenauer**, ano III, nº 4, novembro de 2002, pp. 41-70.

HILL, M. D.; KELLY, G. W.; HIGHFIELD, M. J. Net operating working capital behavior: a first look. **Financial Management**, v. 39, n. 2, p. 783-805, 2010.

- HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. **Econometria**. Saraiva, 3.ed, 2010.
- HONÓRIO, L. C. Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. **RAE: Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, 2009.
- HORRIGAN, J. O. Some empirical bases of financial ratio analysis. **Accounting Review**, p. 558-568, 1965.
- HUGHES, J. S.; LOGUE, D. E.; SWEENEY, R. J. Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 10, n. 04, p. 627-637, 1975.
- IETTO-GILLIES, G. Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations. **Transnational corporations**, v. 7, p. 17-40, 1998.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J-E. The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of international business studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J-E. The mechanism of internationalization. **International marketing review**, v. 7, n. 4, 1990.
- JOHANSON, J.; WIEDERSHEIM-PAUL, F. The internationalization of the firm—four Swedish cases 1. **Journal of management studies**, v. 12, n. 3, p. 305-323, 1975.
- JOHANSON, J; VAHLNE, J-E. Business relationship learning and commitment in the internationalization process. **Journal of international entrepreneurship**, v. 1, n. 1, p. 83-101, 2003.
- JUNIOR, E. L. M. S. **Abordagens sobre Internacionalização de Empresas: um estudo sobre o grau de internacionalização das empresas do setor de rochas ornamentais e de revestimento no Estado do Ceará**. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas). Universidade de Fortaleza, 2009.
- KAYO, E.; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Revista de administração contemporânea**, v. 10, n. 3, p. 73-90, 2006.

- KHOURY, N. T.; SMITH, K. V.; MACKAY, P. I. Comparing working capital practices in Canada, the United States, and Australia: a note. **Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, v. 16, n. 1, p. 53-57, 1999.
- KIESCHNICK, R.; LAPLANTE, M.; MOUSSAWI, R. Working capital management, access to financing, and firm value. **University of Texas at Dallas School of Management**, p. 18-20, 2009.
- KIESCHNICK, R.; LAPLANTE, M.; MOUSSAWI, R. Working capital management and shareholders' wealth. **Review of Finance**, v. 17, n. 5, p. 1827-1852, 2013.
- KOVACS, E. P.; MORAES, W. F. Modos de entrada e Teorias de internacionalização: Uma análise crítica. **Cladea**, Santiago do Chile, 20, 21 e 22 de Outubro de 2005.
- KRAUS, P. G. **Modelo de internacionalização de empresas produtoras exportadoras brasileiras**. 2000. 145 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2000.
- KWOK, C. C.; REEB, D. M. Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, p. 611-629, 2000.
- LI, J. Ownership structure and board composition: A multi-country test of agency theory predictions. **Managerial and Decision Economics**, v. 15, n. 4, p. 359-368, 1994.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained and taxes. **The American Economic Review**, vol. 46, 2, p. 97-113, 1956.
- LONCAN, T.; NIQUE, W. M. Degree of Internationalization and performance: Evidence from emerging Brazilian multinational firms. **GCG: Revista de Globalización, Competitividad & Gobernabilidad**, v. 4, n. 1, 2010.
- LOUREIRO, F. A.; DOS SANTOS, S. A. Internacionalização de empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 26, n. 1, 1991.
- MALLIK, A. K.; SUR D.; RAKSHIT, D. Working capital and profitability: a study on their relationship with reference to selected companies in Indian pharmaceutical industry. **GITAM Journal of Management**, v. 3, n. 2, p. 51-62, 2005.

- MALVESSI, O. L. **Capital de giro: políticas e modelos.** Dissertação (mestrado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas - EAESP/FGV. São Paulo, 1982.
- MARQUES, J. A. V. da D.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 3, p. 49-63, 1995.
- MIAN, S. L.; SMITH, C. W. Accounts receivable management policy: theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 1, p. 169-200, 1992.
- MINAYO, M. C. de S.; SANCHES, O. Quantitativo-qualitativo: oposição ou complementaridade. **Cadernos de saúde pública**, v. 9, n. 3, p. 239-262, 1993.
- MONGRUT, S.; CUBILLAS, C.; CUBILLAS, J. Determinants of Working Capital Management in Latin American Companies. **Innovar: revista de ciencias administrativas y sociales**, v. 24, n. 51, p. 5-18, 2014.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F. ; COSTA, A. C. F. ; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.18, p.72-85, 2007.
- NAZIR, M. S; AFZA, T. Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan. **IUP Journal of Applied Finance**, v. 15, n. 4, p. 28-38, 2009.
- NG, C. K.; SMITH, J. K.; SMITH, R. L. Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 1109-1129, 1999.
- NUNNALLY, J. **Psychometric methods.** New York: McGraw, 1978.
- OVIATT, B. M.; MCDOUGALL, P. P. Defining international entrepreneurship and modeling the speed of internationalization. **Entrepreneurship theory and practice**, v. 29, n. 5, p. 537-554, 2005.

PALOMBINI, N. **Gestão do capital de giro: impacto sobre a rentabilidade da empresa e seus determinantes.** Dissertação (mestrado em Administração de Empresas). Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2010.

PALOMBINI, N.; NAKAMURA, W. T. Key factors in working capital management in the Brazilian market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 55-69, 2012.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, 2014.

PEREIRA, V. S. **Ensaios Sobre os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade de Multinacionais Latino-Americanas.** 2013. 135f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2013.

PETERSEN, M. A.; RAJAN, R. G. Trade credit: theories and evidence. **Review of Financial Studies**, v. 10, n. 3, p. 661-691, 1997.

PIRES, C. de O; ZANI, J.; NAKAMURA, W. T. Fatores Determinantes da Necessidade de Capital de Giro Corporativa. In: **XIII ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇA**, 2013, Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: IAG/PUC-RJ, 2013.

RAMASWAMY, K.; KROECK, K. G.; RENFORTH, W. Measuring the degree of internationalization of a firm: A comment. **Journal of International Business Studies**, p. 167-177, 1996.

REID, S. D. The decision-maker and export entry and expansion. **Journal of International Business Studies**, p. 101-112, 1981

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social:** métodos e Técnicas. 3<sup>a</sup> ed. São Paulo, Atlas, 1999

ROBINSON, J. V. **Economics of imperfect competition.** London: Macmillan.1934.

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

SAITO, R.; HIRAMOTO, E. Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. **Academia. Revista Latinoamericana de Administración**, n. 45, p. 59-75, 2010.

SCHERR, F. C. **Modern working capital management: text and cases.** Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1989.

SHAPIRO, A. C. Financial structure and cost of capital in the multinational corporation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 13, n. 2, p. 211-226, 1978.

SHIN, H-H.; SOENEN, L. Efficiency of working capital management and corporate profitability. **Financial practice and education**, v. 8, p. 37-45, 1998.

SINGH, M.; NEJADMALAYERI, A. Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 14, n. 2, p. 153-169, 2004.

SMITH, K.V. Readings in The management of working capital, 2 ed., St. Paul: **West Publishing**, 1980, p. 23-33.

SOENEN, L. A. Cash conversion cycle and corporate profitability. **Journal of Cash Management**, v. 13, p. 53-53, 1993.

STAL, E.; CAMPANÁRIO, M. de A. Empresas multinacionais de países emergentes: o crescimento das multilatinas. **Economia global e gestão**, v. 15, n. 1, p. 55-73, 2010.

SULLIVAN, D. Measuring the degree of internationalization of a firm. **Journal of International Business Studies**, p. 325-342, 1994.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development (2013). Global Value Chains: Investment and Trade for Development. **World Investment Report 2013**, Geneva, 26 June 2013.

VERNON, R. **International Investment and International Trade In the Product Cycle**, Quarterly Journal of Economics, May, 1996.

VILLARREAL LARRINAGA, O. La internacionalización de la empresa y la empresa multinacional: una revisión conceptual contemporánea, **Cuadernos de Gestión**, 5, pp. 55-73 2005.

WADSWORTH, G.; BRYAN, J. **Applications of Probability and Random Variables**, 2nd edition, McGraw-Hill: New York, 1974.

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

ZARIYAWATI, M. A.; ANNUAR, M. N.; TAUFIQ, H.; RAHIM, A. S. A. Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, v. 5, n. 11, p. 47-54, 2009.