

OS EFEITOS DO CAPITAL DE GIRO PARA EMPRESAS EXPORTADORAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3, E GERAÇÃO DE RIQUEZA PARA OS ACIONISTAS

Flavia Barbosa de Brito Araújo - flaviabbrito@yahoo.com.br
Universidade Federal de Uberlândia - UFU
Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Guilherme Freitas Cardoso (UFU) - guilhermefc05@gmail.com
Universidade Federal de Uberlândia - UFU
Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira - viniuss56@gmail.com
Universidade Federal de Uberlândia - UFU
Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Prof. Dr. Antonio Sérgio Torres Penedo - drpenedo@gmail.com
Universidade Federal de Uberlândia - UFU
Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Resumo: Esse trabalho buscou preencher a lacuna referente a estudos que utilizaram a gestão do capital de giro para verificar a riqueza dos acionistas e não incluíram a exportação como entrada para a internacionalização das empresas listadas na B3. Assim, este estudo objetiva analisar e avaliar os efeitos sobre a empresas e seus acionistas e, além disso, verificar se estas empresas exportadoras ao se internacionalizarem se relacionam positivamente com a maximização do retorno dos Acionistas. A partir de uma amostra composta por empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2009 a 2017, utilizou-se de análise de regressão para testar os efeitos do capital de giro e, a relação para as empresas exportadoras posteriormente, incluiu-se na análise nova regressão para verificar como este impactava na relação na maximização da riqueza dos acionistas. Os resultados sugerem que as empresas exportadoras apresentam relação estatisticamente significativa com o excesso de retorno dos acionistas e que as taxas de câmbio não apresentam significância como teorias anteriores apresentavam. Os resultados corroborando com a relação negativa encontrada por Lazaridis e Tryfonidis (2000) e Dellof (2003), para Prazo Médio de Estoques, Prazo Médio Recebimento, Capital de Giro Líquido e Ciclo Financeiro.

Palavras-chave: Capital de giro; Taxa de câmbio; Retorno dos acionistas

THE EFFECTS OF WORKING CAPITAL FOR BRAZILIAN EXPORTING COMPANIES LISTED ON B3, AND WEALTH GENERATION FOR SHAREHOLDERS

Abstract: This paper sought to fill the gap regarding studies that used the management of working capital to verify shareholder wealth and did not include export as an entry for the internationalization of companies listed in B3. Thus, this study aims to analyze and evaluate the effects on companies and their shareholders and, in addition, to verify if these exporting companies when they are internationalized are positively related to the maximization of Shareholders' return. From a sample composed of Brazilian companies listed in B3 in the period from 2009 to 2017, regression analysis was used to test the effects of working capital, and the relation for exporting companies was later included in the new analysis regression to verify how this impacted on the relationship in maximizing shareholder wealth. The results

suggest that the exporting companies have a statistically significant relationship with the excess of shareholder returns and that the exchange rates are not significant as previous theories presented. The results corroborate with the negative relationship found by Lazaridis and Tryfonidis (2000) and Dellof (2003), for Average Time of Stocks, Average Receiving Time, Net Working Capital and Financial Cycle.

Keywords: Working capital; Exchange rate; Shareholder return

1. Introdução

Evidências empíricas sobre a gestão do capital de giro demonstram a existência de uma relação com o valor da empresa, e sobretudo uma ligação com a riqueza dos acionistas. O capital de giro refere-se a administração de ativos e passivos circulantes e está interligado ao ciclo de tempo entre o custo de aquisição de matérias-primas e venda de produtos acabados (BELLOUMA, 2011). A administração do capital de giro, conforme Deloof (2003) tem impacto significativo na rentabilidade das empresas, por esta razão os gerentes podem criar valor para seus acionistas.

Pesquisas como a de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) apresentam uma relação da gestão do capital de giro com os resultados da empresa e demonstram que o financiamento influencia a avaliação do investimento em capital de giro, principalmente sobre a rentabilidade. Aktas, Croci e Petmezas (2014) também apresentaram evidências ao analisar empresas norte-americanas e constataram uma representação significativa do capital de giro das empresas, onde o percentual encontrado no nível de investimento em capital de giro representa 24% de suas vendas totais, e quase 40% deste capital de giro foi financiado por contas a pagar.

A participação do capital de giro tem se mostrado de forma integrante para os resultados das organizações. No entanto, as decisões das empresas, muitas vezes são influenciadas pelas mudanças, expectativas, globalização e pela necessidade de novas oportunidades, criando um portal de acesso para novas estratégias, dentre elas, a visão de um novo mercado internacional. A busca por oportunidades de crescimento e receitas diversificadas, inclinam-se para um cenário em crescimento como das exportações que apresentam um resultado significativo na balança comercial, com um aumento de 17,5% em vendas (SPE, 2018), tornando-se necessário avaliar seus efeitos em relação ao capital de giro e a riqueza dos acionistas.

Nesta perspectiva, pesquisas sobre os efeitos da internacionalização nas organizações, foram proporcionados por, Corhay e Ray (2000), Loncan e Nique (2010) e Ellwanger (2014), onde encontraram evidências que comprovam a geração de valor para a empresa e a existência de uma relação positiva entre a internacionalização e riqueza dos acionistas. No entanto, Johanson e Wiedersheim-Paul, (1975); Bilkey e Tesar, (1977); Bilkey, (1978) mencionam que as organizações ao decidirem se internacionalizarem enfrentam barreiras. Referente a exportação Bauerschmidt, Sullivan e Gillespie (1985) e Sullivan e Bauerschmidt (1990) destacaram como inibidores de maior influência, problemas de cotação de preços com taxas de câmbio flutuantes, o alto valor do dólar dos EUA em relação às moedas estrangeiras, os altos custos de transporte de produtos para mercados estrangeiros.

Portanto, vale ressaltar que Dekle e Ryoo (2006) mencionam que a capacidade da empresa de exportar, depende de sua capacidade de garantir acesso contínuo para fundos externos. Sua pesquisa constatou que as empresas cobrem o risco cambial e que as flutuações da taxa de câmbio influenciam fortemente os volumes de exportação das empresas.

Contudo, a relação da gestão do capital de giro e riqueza dos acionistas das empresas exportadoras empiricamente no cenário brasileiro é pouco discutido. Essa lacuna proporciona

a este estudo verificar essa relação, alinhando com as pesquisas de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), sobre a relação da gestão do capital de giro e riqueza dos acionistas.

Nesse sentido, objetiva-se com este estudo, analisar os efeitos das exportações sobre o capital de giro e consequentemente na maximização da riqueza dos acionistas das empresas exportadoras listadas na B3.

A partir desse questionamento e do que foi exposto até agora, surgem às hipóteses apresentadas no referencial, sustentadas pelas respectivas teorias, no intuito de identificar, como objetivos secundários; 1) Analisar a implicação da gestão do capital de giro das empresas exportadoras; 2) Verificar como o câmbio e as flutuações interferem no capital de giro das empresas e com isso; 3) Identificar se existe maximização da riqueza dos acionistas das empresas exportadoras.

O artigo está estruturado da seguinte forma. A segunda seção apresenta a referencial teórica para fundamentação bibliográfica e construção de hipóteses. A seção terceira descreve a metodologia, as variáveis e os procedimentos estatísticos que serão utilizados. A seção quarta apresenta a análise empírica e interpretação dos resultados. A seção final contém um breve resumo e algumas observações finais.

2. Fundamentação teórica

2.1 Capital de giro

O estudo da gestão do capital de giro ou ciclo de conversão de caixa (CCC) busca entender os reflexos da administração de ativos e passivos circulantes, vinculados com os intervalos de tempo entre a aquisição de matérias-primas, venda de produtos acabados e cobrança de contas a receber. A gestão do capital de giro está diretamente relacionada entre a liquidez e rentabilidade, sendo definida por Shin e Soenen, (1998); Deloof, (2003); Eljelly, (2004); Garcia- Teruel e Martinez- Solano (2007) e Appuhami, (2008) como um papel importante, pois auxilia no equilíbrio do risco e do retorno da empresa.

Diversas pesquisas comprovam que uma parcela significativa das empresas, está investido em capital de giro. Dellof (2003) demonstra que as contas a receber, estoques e contas a pagar eram respectivamente nas empresas analisadas, 17%, 10% e 13% do total dos ativos. Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) concluíram que o capital de giro operacional líquido, é uma parte substancial do ativo total da maioria das empresas. Sendo comprovado também por, Aktas, Croci e Petmezas (2014) que o nível de investimento em capital de giro encontrado em suas pesquisas, totalizou US \$ 4,2 trilhões, o que representa 24% de suas vendas totais e acima de 18% do valor contábil de seus ativos das empresas analisadas. Quase 40% deste capital de giro agregado foi financiado por contas a pagar, levando a um investimento agregado em capital de giro operacional líquido de US \$ 2,5 trilhões.

O financiamento e a forma de administrar o capital de giro tem impacto principalmente sobre a rentabilidade da empresa, segundo Hawawini, Viallet e Vora (1986); Dellof (2003) e Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013). Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), também encontraram um relacionamento positivo entre a relação da gestão do capital de giro e riqueza dos acionistas. Segundo Eljelly, (2004) o planejamento das contas do ativo e do passivo circulante, possibilitam minimizar e eliminar os riscos da empresa devido as obrigações de curto prazo e assim evitar o investimento excessivo em ativos.

A relação entre o ciclo de conversão de caixa (CCC), rentabilidade e valor de empresa, são explicadas por Shin e Soenen (1998); Lazaridis e Tryfonidis (2000) e Dellof (2003) que encontraram uma relação negativa. Lazaridis e Tryfonidis (2000) e Dellof (2003), sugerem que as empresas devem buscar o equilíbrio entre prazo médio de recebimento, para ter mais recursos disponíveis para aquisição de mercadorias, o que proporcionaria mais vendas, resultando no aumento da rentabilidade, o que reduziria o ciclo de conversão de caixa.

Diante disso, Shin e Soenen (1998) mencionam que quanto menor o ciclo de conversão de caixa (CCC) mais eficiente é a gestão do capital de giro, influenciando positivamente na

rentabilidade o que reduz as obrigações financeiras em relação a liquidez, portanto, criando valor aos acionistas. No entanto, Dellof (2003) especifica que o CCC longo pode aumentar a rentabilidade por elevar as vendas, porém a lucratividade diminui devido ao aumento dos custos de investimento em capital de giro, por necessitarem de manter mais estoques e por utilizarem de políticas de concessão de mais créditos comerciais a clientes. Portanto, quanto maior o intervalo de tempo, maior o investimento em capital de giro.

2.2 Relação da internacionalização no capital de giro das empresas

A busca de melhor eficiência e retorno, a maximização do valor das empresas e dos acionistas e a expectativa de novas oportunidades, proporciona as organizações a adotarem medidas em busca por crescimento através de mercados diversificados, e com isso a chance de internacionalização das empresas. Dunning (2000), enfatiza que as empresas em desenvolvimento ao se internacionalizar, não estão apenas se expandindo, mas passam a lidar com cenários diferenciados, o que pode também influenciar na riqueza dos acionistas.

Dalbosco e Floriani (2016) encontraram evidências positivas sobre a relação do desempenho organizacional e internacionalização, após a entrada no mercado exterior. Entretanto, muitas vezes o início da internacionalização é considerado como um momento delicado, devido a falta de experiência, informação, familiaridade com a cultura e competência administrativa. Porém com o tempo ao adquirir experiência identificaram os benefícios da internacionalização. Loncan e Nique (2010) enfatizam que a relação entre a internacionalização com as vendas internacionais sobre as vendas totais, proporcionaram resultados positivos sobre o retorno sobre os ativos da empresa.

Os efeitos que correlacionam a riqueza dos acionistas e internacionalização foi pesquisada por Corhay e Rad (2000) e Ellwanger (2014) que encontraram evidências no mercado que proporcionam geração de valor para a empresa ou mesmo para o acionista. Ellwanger (2014) analisaram respectivamente a existência de subsidiárias no exterior, fusão e aquisição. Os resultados encontrados por Corhay e Rad (2000), foram considerados fracos sobre as estratégias de aquisições internacionais. Portanto, destacaram que na 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.

2.3 Exportação como entrada para a internacionalização das empresas

As estratégias de internacionalização, proporcionadas pela busca de um novo mercado internacional, possibilitam as empresas a atividade de exportação no intuito de motivação, atitude, crenças e expectativa sobre a contribuição das exportações para o crescimento da empresa. Reid (1981) enfatiza que exportar possibilita as empresas uma vantagem competitiva, melhora sua posição financeira, aumenta a utilização da capacidade e eleva os padrões tecnológicos.

Para Zou e Stan (1998) o desempenho das empresas exportadoras está baseada no tamanho, experiência e competências. Erramilli e Rao (1993) enfatizam, que deve-se compreender as características do mercado, como semelhanças culturais, regulamentações governamentais, mercados competitivos, convenções de negócios locais e etc. Johanson e Wiedersheim-Paul, (1975); Bilkey e Tesar, (1977); Bilkey, (1978) mencionam a existência de inibidores e os caracterizam como, a falta de conhecimento sobre procedimentos de exportação, de negócios, de práticas, financeiros e dificuldade de adaptação técnica.

As barreiras a exportação, segundo Cheong e Chong (1988) tendem a ser diferentes entre os não-exportadores e os exportadores. E enfatizam que para os não-exportadores as dificuldades estão relacionadas as necessidades de informações, de contatos com estrangeiros, como também com a política de gestão, enquanto para os exportadores com os procedimentos

de exportação de capital de giro para financiar as exportações, com as especificações de produtos e mercados estrangeiros.

Bauerschmidt, Sullivan e Gillespie (1985) e Sullivan e Bauerschmidt (1990) ao analisar os principais inibidores da exportações, destacaram que os financeiros de maior influência seria o alto valor do dólar dos EUA em relação às moedas estrangeiras, os altos custos de transporte de produtos para mercados estrangeiros e problemas de cotação de preços com taxas de câmbio flutuantes.

Em relação as barreiras entre empresas exportadoras, Kedia e Chhokar (1986) menciona que as diferenças entre as necessidades e percepções das indústrias devem ser consideradas, e que os efeitos não são iguais, depende de cada atividade da indústria. Portanto, os fatores inibidores em relação à atividade de exportação tendem a diversificar de acordo com o estágio e o processo de exportação de cada organização. Conforme, Honório (2009), a medida que se adquire experiência com atividades internacionais, os negócios no exterior vão se ampliando, até mesmo em destinos mais distantes.

2.5 O Relacionamento da gestão do capital de giro de empresas exportadoras

O papel fundamental da gestão do capital de giro está em manter a liquidez da empresa no dia-a-dia e que os ativos da empresa são convertidos em dinheiro dentro de um curto prazo (BELLOUMA, 2011). E com isso, a liquidez da empresa depende dos fluxos de caixa operacionais gerados por aqueles ativos (RAHMAN E NASR, 2007).

Bellouma (2011) em seu estudo encontrou um relacionamento negativo entre a rentabilidade operacional bruta, com os dias de vendas pendentes, dias de estoque pendentes e os dias de saldo a pagar. Os resultados sugeriram que as empresas devem manter o ciclo de conversão de caixa mais curto para aumentar a lucratividade, pois implica um maior nível de liquidez. Essa redução no número de dias contas a receber e estoques, melhora seu lucro e rentabilidade.

Bellouma (2011) enfatiza que a empresa deve buscar manter um nível mínimo aceitável de estoque em relação aos custos, devido ao risco de enfrentarem problemas de insolvência. Referente as contas a receber Bellouma (2011) define que qualquer mudança pode influenciar a viabilidade financeira da empresa.

De acordo com a pesquisa de Reid (1981) enfatizando os benefícios da exportação e Bellouma (2011) sobre trabalhar com o nível ideal de capital de giro e por fim Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) ao acrescentar o relacionamento entre a gestão do capital de giro e riqueza dos acionistas. Cria-se a seguinte hipótese de pesquisa.

H1: Empresas ao se Internacionalizarem através da Exportação utilizam de um maiores investimentos em capital de giro, que as empresas domésticas.

2.6 Os Efeitos da taxa de câmbio em empresas exportadoras

A capacidade das organizações de exportar e o fluxo de caixa interno da empresa, estão relacionadas e sujeitos a demanda interna e externa, políticas monetárias e fiscal, mudanças políticas, choques de produtividade, de oferta de trabalho em garantir o acesso contínuo a fundos externos (Dekle e Ryoo, 2006). Para Bodnar e Gentry (1993) as empresas com investimentos estrangeiros têm fluxos de caixa atuais e futuros denominados em moeda estrangeira e com isso o valor da moeda local e os fluxos de caixa dependem da taxa de câmbio.

Dekle e Ryoo (2006) enfatizam que os fluxos de caixa e as taxas de câmbio estão correlacionados, mas a correlação pode ser positiva ou negativa. Quando, negativamente correlacionados, a empresa sofrerá com baixos fluxos de caixa, ou seja, quando sua taxa estiver depreciada. As pesquisas de Ceglowski (1989); Bodnar e Gentry (1993) Dekle e Ryoo (2006) em exportadoras evidenciaram que o volume de exportação é fortemente afetado por

mudanças na taxas de câmbio, onde a depreciação da moeda nacional resulta em mais vendas de exportação, possibilitando que os custos de produção tornem-se mais baratos. Por outro lado, o aumento do preço em moeda local, aumenta os custos, diminui a lucratividade, mas aumenta o valor das indústrias com receita líquida estrangeira de ativos. Porém, pode ter pouco efeito sobre o valor de uma indústria que investe no exterior. Portanto, as mudanças na taxa de câmbio afetam diretamente o valor das ativos através da conversão de valores de uma moeda para outra (BODNAR e GENTRY, 1993).

A expansão monetária positiva deprecia a taxa de câmbio e aumenta os fluxos de caixa, possibilitando que a empresa produza e exporte mais, tornando-se menos limitada financeiramente e com custos relativos mais baixos. Portanto, um aumento nos custos externos aumenta as quantidades de exportação, enquanto um aumento nos custos domésticos reduz as quantidades de exportação (DEKLE e RYOO (2006).

Visto que as pesquisas de Bodnar e Gentry (1993) e Dekle e Ryoo (2006) apresentam uma relação entre a taxa de câmbio com os fluxos de caixa da empresa, influenciando as exportações, apresenta-se a seguinte hipótese:

H2: As flutuações da taxa de câmbio se relacionam negativamente com o capital de giro.

2.7 Gestão do capital de giro como criação de valor para acionistas

Compreender os impactos das variáveis de gestão de capital de giro em diferentes setores melhora a gestão financeira das empresas, garantindo maior criação de valor para os acionistas (ZARIYAWATI *et al.*, 2009). Dellof (2003) enfatiza que pode-se criar valor para seus acionistas reduzindo o número de contas de dias recebíveis e estoques a um mínimo razoável.

Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) concluírem que a riqueza dos acionistas, está diretamente ligada ao valor da empresa. No contexto das pesquisas sobre a gestão do capital de giro em relação a maximização da riqueza dos acionistas, acrescentando a exportação para a internacionalização das empresas brasileiras, tornou possível a formulação da seguinte hipótese para este estudo.

H3: O capital de giro líquido das empresas exportadoras se relaciona positivamente com a maximização da riqueza dos acionistas.

3. Metodologia

Para realização desta pesquisa, propôs-se uma abordagem metodológica quantitativa com fins descritivos, conforme Gil (1999), para análise da influência do capital de giro das organizações, utilizando empresas exportadoras como entrada para a internacionalização e verificar a possível existência de maximização sobre a riqueza dos acionistas.

3.1 Procedimento de seleção da amostra e descrição dos dados

Os dados utilizados neste estudo, são dados financeiros publicados nas Demonstrações Financeiras Padronizadas das empresas de capital aberto da B3. Essas empresas publicam seus balanços e estes são auditados e autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que disponibiliza no item 7.6 do formulário de referência para coleta de dados das empresas exportadoras. Todavia, para a realização deste estudo, os demais dados foram coletados por meio do Sistema Econômica. Inicialmente foram coletadas 684 amostras de empresas de vários setores, excluindo empresas financeiras e companhias de seguros, devido aos níveis de alavancagem financeira. Para a amostra as empresas exportadoras totalizara-se 135 empresas.

O período para análise compreende os anos 2009 à 2017. O início em 2009 para utilizar a variação e não comprometer o ano de 2010, que em contrapartida utilizou-se a aplicação obrigatória das novas Normas Internacionais de Contabilidade, para adequar-se aos padrões internacionais de regulamentação da profissão.

3.2 Descrição das variáveis

A seguir, serão apresentadas as variáveis dependentes, independentes e de controle que foram utilizadas para a pesquisa. Ressalta-se que esta pesquisa, baseia-se na literatura de Kieschnick, Laplante e Moussawi, (2013) e procura analisar os efeitos do capital de giro (estoques, contas a pagar e contas a receber) sobre a riqueza dos acionistas, adicionando a exportação como contribuição para a análise.

Para determinar os efeitos da gestão do capital de giro da empresa Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) sugeriu que seria necessário mensurar o fluxo de caixa operacional livre (FCL) que segundo Assaf Neto (2003) é uma das maneiras mais acertivas de determinar o real valor da empresa. Para tanto utilizaremos também o Custo médio ponderado de capital (WACC), equação sugerida por Assaf Neto (2003). O fluxo de caixa livre reflete a capacidade da empresa em caixa disponível para realizar a distribuição aos investidores como os pagamentos de dividendos. O modelo baseado no fluxo de caixa utilizado para o cálculo do valor da empresa, prevê o valor de mercado, o valor da estrutura de capital total (MÜLLER E TELÓ, 2003).

Este estudo busca identificar e avaliar a variável dependente (Riqueza dos Acionistas) sobre o capital de giro, as variáveis explicativas (Capital de Giro e Exportação) e as demais como variáveis de controle.

3.3 Métodos empíricos

Será realizada a análise através a regressão para empresas domésticas e exportadoras, sendo utilizada para verificar se existe maximização da riqueza do acionistas em relação ao capital de giro e principalmente através da exportação. Para analisar a relação do capital de giro na riqueza dos acionistas, será utilizado a equação abaixo, acrescentando a variável exportação. Ressaltando que a base deste estudo, são as pesquisas de Kieschnick, Laplante e Moussawi, (2013).

$$r_t - R_t^B = \beta_0 + \beta_1 Cxeq + \beta_2 Cxeq(t-1) + \beta_3 LAIR(t) + \beta_4 WATCxd(t) + \beta_5 WIntg(t) + \beta_6 WDespFin(t) + \beta_7 WDivPg(t) + \beta_8 WALav(t) + \beta_9 WExp(t) + \varepsilon_t$$

4. Resultados

Esta seção aborda os resultados desta pesquisa, demonstrando os efeitos da gestão do capital de giro sobre as empresas exportadoras e domésticas. E portanto, verificar se existe através do processo de internacionalização, por meio da exportação impacto sobre a riqueza dos acionistas. Para análise dos dados deste estudo técnicas foram utilizadas e serão detalhadas a seguir.

A indicação de uma peculiaridade ou até mesmo um erro de dados ou outro problema é aprenhado pelos outliers encontrados na amostra, considerados como possíveis dados extremos, e para tratamento e controle, foi utilizado a técnica winsorização a 0,025, para resolução e balanceamento da amostra .

4.1 Efeitos da exportação sobre a riqueza dos acionistas

A análise descritiva do estudo demonstra a composição dos dados do modelo proposto, referente à quantidade de observações, média, desvio padrão, máximo e mínimo. Percebe-se que o Ciclo Financeiro, Capital de Giro Líquido, Lucro Antes do Imposto de Renda, Fluxo de Caixa Livre, Excesso de Riqueza dos Acionistas e o Retorno dos Acionistas, apresentaram média negativa respectivamente de -0,78%, -3,34%, -0,14%, -0,26%, -0,78% e -0,64%.

A Tabela 1 apresenta a matriz de correlação, na qual verifica-se que as variáveis possuem correlações entre si, o que corresponde um bom indicador de baixa endogeneidade e autocorrelação dos regressores. Além disso, nota-se a partir da matriz de correlação que as

algumas variáveis apresentaram valores significantes, e que em parte confirmam a teoria de autores citados por este estudo, portanto, pretende-se buscar por meio das técnicas de regressão e análise da variância identificar se estas expectativas se confirmam.

Tabela 1 - Matriz de Correlação das Variáveis

Variáveis	WExAc	WPME	WPMF	WPMR	WCF	WCxeq	WDespFin	WDivPg
WExAc	1.0000							
WPME	-0.0086	1.0000						
WPMF	-0.0472	0.3853*	1.0000					
WPMR	0.0044	0.1574*	0.2075*	1.0000				
WCF	0.0039	-0.0504*	-0.1044*	-0.0005	1.0000			
WCxeq	-0.0141	-0.0255	-0.0233	-0.0085	0.0126	1.0000		
DespFin	0.0400	0.0105	0.0040	-0.0190	0.0020	0.0292	1.0000	
WDivPg	-0.0205	-0.0089	-0.0023	-0.0008	0.0028	0.0310	-0.0120	1.0000
WLAIR	0.0362	-0.0725*	-0.0060	-0.0089	0.0236	-0.0072	0.0252	-0.0267
WIntg	0.0001	0.0299	0.0441	0.0937*	-0.0531*	0.0932*	0.0166	0.0305
WAlav	0.0745*	-0.0242	-0.0595*	-0.0444*	0.0121	-0.0567*	0.0173	-0.0118
WFCL	-0.0229	0.0095	-0.0309	-0.0250	-0.0300	-0.0298	0.0135	0.0221
WWACC	0.0158	0.0079	0.0177	0.0221	0.0077	0.0028	0.0230	0.0158
WATCxd	0.0056	0.1213*	0.0730*	0.1414*	-0.0543*	0.0582*	0.1172*	-0.0206
WTxC	-0.0130	0.0031	0.0151	0.0077	-0.0019	-0.0900*	-0.0091	-0.0156
WExp	0.0619	0.0084	-0.0504	0.0297	-0.0059	0.0186	0.0748*	-0.0268
WRAC	0.1982*	0.0306	-0.0016	-0.0037	0.0285	0.0105	0.0279	-0.0017
WCGL	0.0080	0.0086	0.0014	-0.0005	-0.0004	-0.0870*	-0.0052	0.0094

Fonte: Elaborado pelos Autores

Tabela 1 – Continuação- Matriz de Correlação das Variáveis

Variáveis	WLAIR	WIntg	WAlav	WFCL	WWAC C	WATCx d	WTxC	WExp	WRAC	WCGL
WLAIR	1.0000									
WIntg	0.0086	1.0000								
WAlav	-0.0454*	0.0085	1.0000							
WFCL	0.0180	0.0667*	-0.0339	1.0000						
WWAC	0.1854*	-0.0107	0.0547*	-	1.0000					

C										
				0.0939*						
WATCxd	-0.0006	0.4110*	0.0570*	0.0881*	-0.0156	1.0000				
WTxC	-0.0353	-0.1226*	0.0312	-0.0173	0.0446	-0.1214*	1.0000			
WExp	-0.0094	-0.0149	0.0249	-0.0339	-0.0055	0.0123	-0.0207	1.0000		
WRAC	0.0370	0.0110	0.0457	-0.0079	0.0510	-0.0144	0.0474	-0.0131	1.0000	
WCGL	0.0099	0.0172	0.0181	0.0408*	0.0265	-0.0671*	-0.0186	0.0276	-0.0081	1.0000

Notas: Asterisco revela as variáveis correlacionadas

Fonte: Elaborado pelos Autores

A matriz acima apresenta a correlação existente entre as variáveis e demonstra que existe correlação entre WPMF com WPME, WCF com WPME e WPMF, WPMR com WPME e WPMF. o WCGL também apresenta uma correlação com Wcxeq, WFCL, WATCxd. A WTxC com WIntg, WATCxd. O WWacc também apresenta correlação de com o LAIR, WALav, FCL. O WLAIR apresenta com o WPME. O WFCL de com o WIntg. A WALav apresenta uma correlação com WExAc com o WPMF, WPMR, Wcxeq, LAIR. A WATCxd com o WPME, WPMF, WPMR, WCF, Wcxeq, WdespFin, WIntg, ALAV e FCL. A variável WIntg com o WPMR, WCF, WCxeq.

Também foi realizados testes para confirmação ou exclusão da possibilidade de multicolinearidade, como o VIF (*Variance Inflation Factor*), apresentando uma média de 1,50, indicando que não há existência de multicolinearidade, por apresentarem resultados menores que 10. Pode-se dizer que as variáveis não são redundantes ou seja, não são repetitivas. Com a multicolinearidade eliminada, obtem-se variáveis significativas.

Os testes de Breush-Pagan, Chow e Hausman também foram utilizados para definir o modelo para a cada regressão, e portanto encontrou-se no modelo fixo como o mais adequado para a realização da regressão. Os teste de Woodridge e de Wald também foram realizados para apontar e verificar os possíveis problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade.

A Tabela 2 demonstra o modelo de análise de coeficientes e o desvio padrão de cada variável das empresas para efeitos aleatórios. Pode-se observar na tabela 2 que nos quatro modelos a maior parte das variáveis apresentaram um resultado negativo, sendo WPME - 2.26%, WPMF -1.04%, WPMR -1.16% e WCF - 0.08%, para os demais variáveis os modelos apresentam com valores negativos para Wcxeq, WDivPg, Wintg, WALav, WFCL, WATCxd, WTxC, WRAC, WCGL

Tabela 2 - Regressão para Efeitos Aleatorios

Variáveis	WPME		WPMF		WPMR		WCF	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
WPME	-2.268167	.9484776						
WPMF			-1.043465	.6339847				
WPMR					-1.161563	.9967755		
WCF							-0.0805951	.045202
WCxeq	-0.032064	.2094278	-0.0456006	.2169067	-0.0441439	.2139455	-0.0452789	.2146789

WDespFin	.7074792	.2513088	.7635359	.2569152	.7894641	.2754856	.802675	.2854131
WDivPg	-.0671391	.1136262	-.0579215	.1185928	-.0787388	.1231251	-.0490866	.1280259
WLAIR	.105183	.1233066	.0743058	.1257043	.0644809	.1289132	.0941154	.1337555
WIntg	-.0948722	.2748785	.0006273	.2680375	-.0138132	.2632794	-.0472934	.2588563
WAlav	-.0095282	.0115433	-.010956	.0113054	-.011169	.0110105	-.0119303	.0113369
WFCL	-.1213949	.2663782	-.0937054	.2421077	-.1254055	.2510842	-.1001438	.2587827
WWACC	.0055486	.0090676	.003701	.008317	.0051549	.0092729	.006854	.0092061
WATCxd	1.292446	1.283608	-.6350254	.9470417	-.6298127	.9855015	-.9866083	.7968479
WTxC	-.6111521	.5420262	-.5241723	.5131739	-.4681865	.5223476	-.548945	.5139471
WExp	.3826812	.2228539	.3401507	.2539469	.3395324	.2403499	.3025762	.2310623
WRAC	-.1219802	.0634767	.0368153	.0843802	.0264731	.0863369	.0308651	.0842882
WCGL	-.1219802	.0634767	-.1065727	.0588236	-.1140318	.0566264	-.1122366	.0569872
Observations	245		255		254		255	
rho	.11771814		.09621232		.10282291		.09765792	
Prob > chi2	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Wald chi2(19)	75.78		75.16		73.53		60.38	

Notas: 95% Intervalo de confiança

Fonte: Elaborado pelos Autores

A Tabela 3 demonstra o modelo de regressão das empresas para efeitos Aleatórios confirmado pelo teste de robustez com existência de significância. Apresentando nas variáveis e WPME, WPMR e WCGL uma relação negativa, WDespFin positiva nos quatro modelos com 1% de significância, WExp positivamente no 1º modelo com um grau de significância de 10%. A tabela 3 apresenta os resultados das regressões para a amostra, demonstrando a interação entre as variáveis independentes, dependentes e de controle.

Tabela 3 - Modelo de Regressão para Empresas da B3

Variáveis	WPME (1)	WPMF (2)	WPMR (3)	WCF (4)	SINAL ESPERADO
WPME	-2.2682** (0.9485)				(-)
WCxeq	-0.0321 (0.1771)	-0.0456 (0.2169)	-0.0441 (0.2139)	-0.0453 (0.2147)	(+)
WDespFin	0.7075*** (0.2513)	0.7635*** (0.2569)	0.7895*** (0.2755)	0.8027*** (0.2854)	(-)
WDivPg	-0.0671 (0.1136)	-0.0579 (0.1186)	-0.0787 (0.1231)	-0.0491 (0.1280)	
WLAIR	0.1052 (0.1233)	0.0743 (0.1257)	0.0645 (0.1289)	0.0941 (0.1338)	(+)

WIntg	-0.0949 (0.2749)	0.0006 (0.2680)	-0.0138 (0.2633)	-0.0473 (0.2589)	
WAlav	-0.0095 (0.0115)	-0.0110 (0.0113)	-0.0112 (0.0110)	-0.0119 (0.0113)	(+)
WFCL	-0.1214 (0.2664)	-0.0937 (0.2421)	-0.1254 (0.2511)	-0.1001 (0.2588)	(+)
WWACC	0.0055 (0.0091)	0.0037 (0.0083)	0.0052 (0.0093)	0.0069 (0.0092)	(+)
WATCxd	1.2924 (1.2836)	-0.6350 (0.9470)	-0.6298 (0.9855)	-0.9866 (0.7968)	(+)
WRAC	0.0179 (0.0846)	0.0368 (0.0844)	0.0265 (0.0863)	0.0309 (0.0843)	(+)
WTxC	-0.6112 (0.5420)	-0.5242 (0.5132)	-0.4682 (0.5223)	-0.5489 (0.5139)	(-)
WCGL	-0.1220* (0.0635)	-0.1066* (0.0588)	-0.1140** (0.0566)	-0.1122** (0.0570)	(-)
WExp	0.3827* (0.2229)	0.3402 (0.2539)	0.3395 (0.2403)	0.3026 (0.2311)	(+)
<hr/>					
WPMF		-2.4568 (1.5880)			(-)
WPMR			-3.4650* (1.9604)		(+)
WCF				0.1357 (0.5525)	(-)
Constante	3.3940 (2.5669)	2.6895 (2.8004)	1.8635 (2.4247)	1.7623 (2.6654)	
<hr/>					
N	134	134	134	134	
R-sq	0.282	0.248	0.244	0.218	
adj. R-sq	0.156	0.122	0.118	0.088	
rmse	2.6470	2.6789	2.6860	2.7311	

Notas: Grau de significância * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01
 Em negrito os valores significantes da amostra

Fonte: Elaborado pelos Autores

O Prazo médio de Estoque negativo, confirma a teoria de Lazaridis e Tryfonidis (2000). Lazaridis e Tryfonidis (2000) enfatiza que a gestão eficiente do capital de giro depende da velocidade da liquidez e em manter um estoque curto. As pesquisas de Shin e Soenen (1998); Lazaridis e Tryfonidis (2000) e Dellof (2003) encontraram uma relação negativa entre o ciclo financeiro, a rentabilidade e o número de dias contas a receber, estoques e de contas a pagar, afetando o valor da empresa. Os autores mencionam que o lucro operacional bruto menor está associado a um aumento no número de dias de contas a pagar,

porém neste estudo não foi encontrado valor significativo que comprove a teoria dos autores para o ciclo financeiro e o contas a pagar.

Em relação ao prazo médio de recebimento, o estudo comprova as pesquisas de Lazaridis e Tryfonidis (2000) e Dellof (2003), os autores mencionam que as empresa deveriam buscar o equilíbrio entre prazo médio de recebimento, para ter mais recursos disponíveis para aquisição de mercadorias, o que proporcionaria mais vendas, resultando no aumento da rentabilidade, o que reduziria o ciclo de conversão de caixa.

As despesas Financeiras se mostrou significativa nos quatro modelos, o que comprova sua relevância sobre a riqueza dos acionistas. A exportação também se mostrou significativa a um nível de 10% apresentando um valor de 0.3827 em relação ao prazo médio de estoque, o que comprava que as exportações tem influência na política de estoques da empresas.

A seguir a Tabela 4 demonstra o modelo de regressão das empresas domésticas e exportadoras para efeitos Aleatórios, confirmado pelo teste de robustez com existência de significância. A variáveis WCF apresenta uma relação negativa , WDespFin positiva nos quatro modelos com 5% e 10% de significância, a WATCxd negativamente significante, somente para as não exportadoras em um nível de 5%.

Tabela 4 - Modelo de Regressão para Não Exportadoras /Exportadoras

Variáveis	Empresas Domésticas				Empresas Exportadoras			
	WPME	WPMF	WPMR	WCF	WPME	WPMF	WPMR	WCF
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
WPME	-2.1402 (1.3949)				-2.7235 (1.7969)			
WCxeq	0.0953 (0.2754)	0.0606 (0.2848)	0.0746 (0.2818)	0.0693 (0.2834)	-0.2310 (0.2048)	-0.2212 (0.2068)	-0.2010 (0.2162)	-0.2289 (0.2077)
WDespFin	1.0174** (0.4755)	1.0209** (0.5167)	1.0605** (0.5292)	1.0864** (0.5193)	0.6137 (0.3994)	0.7915* (0.4377)	0.6966* (0.4135)	0.7279* (0.4207)
WDivPg	0.0854 (0.1789)	0.0748 (0.1939)	0.0863 (0.2019)	0.0839 (0.2066)	-0.1599 (0.1031)	-0.1108 (0.0989)	-0.1360 (0.0963)	-0.1167 (0.0990)
WLAIR	0.1683 (0.1396)	0.1472 (0.1407)	0.1739 (0.1463)	0.2085 (0.1498)	0.0429 (0.2237)	0.0276 (0.2266)	-0.0067 (0.2339)	-0.0140 (0.2379)
WIntg	0.0918 (0.4561)	0.3287 (0.3789)	0.2807 (0.3753)	0.2034 (0.3940)	-0.4045 (0.5170)	-0.5183 (0.5572)	-0.4412 (0.5446)	-0.3507 (0.4954)
WAlav	0.0001 (0.0155)	-0.0032 (0.0150)	-0.0034 (0.0148)	-0.0043 (0.0151)	-0.0066 (0.0162)	-0.0079 (0.0160)	-0.0093 (0.0158)	-0.0100 (0.0163)
WFCL	0.1250 (0.3855)	0.1309 (0.3108)	0.1527 (0.3191)	0.1669 (0.3214)	-0.2868 (0.3279)	-0.2207 (0.3801)	-0.2950 (0.3594)	-0.3047 (0.3719)
WWACC	-0.0070 (0.0212)	-0.0059 (0.0223)	-0.0037 (0.0227)	-0.0010 (0.0223)	-0.0007 (0.0143)	-0.0029 (0.0133)	-0.0028 (0.0149)	-0.0027 (0.0168)
WATCxd	-0.8551 (2.5287)	-0.6645** (1.7786)	-3.8219** (1.7821)	-3.6414** (1.8446)	1.2711 (1.6130)	0.2096 (1.8339)	0.5952 (1.6863)	-0.5373 (1.4092)
WRAC	-0.0183 (0.1009)	-0.0319 (0.1020)	-0.0344 (0.1007)	-0.0347 (0.1024)	0.0096 (0.1387)	0.0773 (0.1342)	0.0679 (0.1345)	0.0762 (0.1348)

WCGL	-0.2977 (0.1862)	-0.2992 (0.1833)	-0.3247* (0.1891)	-0.2989 (0.1842)	-0.0448 (0.0495)	-0.0184 (0.0481)	-0.0278 (0.0498)	-0.0272 (0.0482)
WTxC	-0.9274 (1.0621)	-0.3915 (0.9270)	-0.4211 (0.9125)	-0.5873 (0.9309)	-0.4637 (1.0004)	-0.4624 (0.9000)	-0.2137 (0.9626)	-0.3095 (0.9684)
WExp	-2.2857* (1.2982)	-2.0254 (1.3039)	-1.9795 (1.3539)	-1.8953 (1.3079)	0.7657** (0.3267)	0.6315* (0.3413)	0.6277* (0.3266)	0.5400* (0.2906)
WPMF		-0.5230 (0.9266)				-1.2918 (1.2308)		
WPMR			0.6346 (1.6808)				-2.0107 (1.7414)	
WCF				-0.0810** (0.0383)				-0.0277 (0.5054)
_cons	1.6817 (3.1919)	0.2661 (2.8022)	0.2496 (2.7959)	0.7654 (2.8543)	0.8829 (1.8558)	1.0519 (1.8349)	0.5052 (1.8679)	0.6165 (1.8357)
N	117	121	120	121	128	134	134	134
R-sq								
adj. R-sq								
rmse	3.4957	3.5059	3.5258	3.4992	3.8604	3.9117	3.9127	3.9468

Notas: Grau de significância * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

Fonte: Elaborado pelos Autores

O WCGL se apresenta negativamente significativa com grau de 10% e com significância apenas para o terceiro modelo e não para exportadoras, tornado contrário a primeira hipótese deste estudo, onde buscavam encontrar uma relação positiva entre o nível de capital de giro para empresas exportadoras em relação a maximização da riqueza dos acionistas. Portanto, encontrou-se significância para as empresas exportadoras e positivamente em relação ao Excesso de riqueza dos Acionistas, o que confirma a primeira hipótese desta pesquisa, com um grau de significância de 5% e 10% nos quatro modelos e negativamente significativa no primeiro modelo para empresas domésticas.

Em relação a capital de giro de empresas exportadoras e a relação com a riqueza dos acionistas, para responder a terceira hipótese deste estudo o capital de giro não mostrou significância sobre o excesso de riqueza dos acionistas. Pode-se observar que apenas o ciclo financeiro das empresas domésticas se mostrou significativo positivamente a 5%, onde comprova que as empresas devem manter o ciclo financeiro mais curto para aumentar a lucratividade, pois implica um maior nível de liquidez. As despesas financeiras também apresentaram significância positiva para o prazo dos fornecedores, recebimento e ciclo financeiro.

Em relação as empresas domésticas, os Ativos Totais de Caixa e Disponibilidade apresentou um resultado negativamente significativo a 5% para fornecedores, recebimento e ciclo financeiro, como também para o ciclo Financeiro.

Pode-se observar que no presente estudo, o capital de giro se mostrou negativamente significativo a 10% para o prazo médio de recebimento de empresas domésticas. Referente a

contas a pagar e receber este estudo não apresenta significância o que corrobore com a teoria de Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013), que sugere que novos investimentos em capital de giro reduz a riqueza dos acionistas. Enquanto, a exportação se mostrou significativa a 10%, porém negativamente para empresas domésticas no prazo médio de estoques, e significativamente positiva para exportadoras em todos os outros modelos, comprovando o impacto sobre o estoque, recebimento, pagamento e ciclo financeiro. Autenticando a hipótese de que a exportação proporciona valor aos acionistas.

Referente aos principais inibidores das empresas de exportação, citados Bauerschmidt, Sullivan e Gillespie (1985) e Sullivan e Bauerschmidt (1990) em relação com as taxas de câmbio flutuantes, este estudo não se mostrou significativa ou relevante, não sendo possível inferir sua relação com o capital de giro e nem com o Excesso de retorno dos acionistas para nenhum dos modelos apresentados, o que responde a segunda hipótese desta pesquisa.

4. Considerações Finais

Este trabalho buscou preencher a lacuna referente a estudos que analisam a gestão do capital de giro sobre a riqueza dos acionistas e não utilizaram a exportação como entrada para a internacionalização. Buscando entender se os benefícios mencionados de exportação das empresas listadas na B3, condizem para o retorno do acionista. Adicionalmente, busca-se contribuir com as teorias relacionadas as decisões de investimento de capital de giro na internacionalização.

Ao analisar os resultados referentes a interação entre a gestão do capital de giro, confirma-se a continuidade do alinhamento entre o relacionamento negativo com o prazo médio de Estoque e recebimento das empresas da B3, confirmado pela teoria de Lazaridis e Tryfonidis (2000), no entanto os resultados deste estudo incluem a exportação, portanto não apresentando significância. A relação negativa encontrada por Shin e Soenen (1998); Lazaridis e Tryfonidis (2000) e Dellof (2003) entre o ciclo financeiro, a rentabilidade e o número de dias contas a receber, estoques e de contas a pagar, apenas se confirma para o Ciclo financeiro nesta pesquisa para as empresas domésticas, não encontrando neste estudo valor significativo que comprove a relação para prazo médio de fornecedores e riqueza dos acionistas das empresas exportadoras.

A partir dos resultados encontrados, o presente trabalho contribui no sentido de demonstrar que as empresas exportadoras criam valor aos seus acionistas. Os resultados sugerem a existência de um relacionamento entre as empresas exportadoras de modo que se comportam positivamente e de forma significativa em relação a riqueza dos acionistas, em todos os quatro modelos apresentados para empresas exportadoras.

A pesquisa de Bellouma (2011) trata a gestão do capital de giro como papel fundamental para manter a liquidez da empresa e que os ativos da empresa são convertidos em dinheiro dentro de um curto prazo. Portanto, afirma que deve-se conciliar entre custos de inventário e o tempo de resposta a fim de enfrentar o ambiente externo. Sustenta que o ciclo de conversão de caixa longo prejudica a lucratividade e baixa o nível de liquidez, aumentando o risco da empresa e revela que as empresas devem buscar manter um nível mínimo aceitável de estoque em relação aos custos. No entanto, não encontra-se neste estudo significância para o relacionamento dos estoques para as empresas domésticas e exportadoras em relação a riqueza dos acionistas, encontrando significância apenas para o ciclo financeiro das empresas domésticas.

No sentido desses resultados cabe a sugestão para trabalhos futuros de aprofundar a análise do comportamento das empresas exportadoras em relação ao capital de giro e ao fluxo de caixa que não apresentaram resultados significantes, buscando explorar métodos que substituam as limitações deste estudo, encontradas em relação ao beta do setor das empresas, pois o mesmo inviabilizou parte da amostra, por não ter informações suficientes.

Referências

- AKTAS, N.; CROCI, E.; PETMEZAS D. Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. **Journal of Corporate Finance** 30 (2015) v, 98–n, 113. 2014
- APPUHAMI, B.A. Ranjith Appuhami. The impact of firms' capital expenditure on working capital management: an empirical study across industries in Thailand **International Management Review**, 4 (1) (2008), pp. 8-21, 2008
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BAÑOS-CABALLERO, S.; GARCÍA-TERUEL, P.J.; MARTÍNEZ-SOLANO, P. Working Capital Management, Corporate Performance, and Financial Constraints. **Journal of Business Research** 67 (2014) 332–338. 2013
- BAUERSCHMID, A., SULLIVAN D. e GILLESPIE K. Common factors underlying barriers to export studies in the U.S. paper industry”, **Journal of International Business Studies**, vol. 16 no. 3, pp. 111-123, 1985.
- BELLOUMA, M. O impacto do capital de giro Gestão da Rentabilidade: O Caso das Pequenas e Médias Empresas Empresas de exportação de tamanho na Tunísia. **Gestão internacional**, 15 (3), 71-88. (2011).
- BILKEY, W.J. “An attempted integration of the literature on the export behaviour of firms”, **Journal of International Business Studies**, vol. 9 no. 1, pp. 33-46. (1978),
- BILKEY, W.J. e TESAR, G. “The export behaviour of smaller-sized Wisconsin manufacturing firms”, **Journal of International Business Studies**, vol. 8 Spring/Summer, pp. 93-98. 1977.
- BODNAR. G. M. e GENTRY. W. M. Exchange rate exposure and industry characteristics : evidence from Canada, Japan, and the USA **Journal of International Money and Finance** 12, 29-45. 1993.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L.C.; EHRHARDT, M.C. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.
- CHEONG, WK E CHONG, KW. Comportamento de Exportação de Pequenas Empresas em Singapura”, **International Small Business Journal**, vol. 6 não. 2, pp. 34-41. 1988,
- CHIOU, J. R. , CHENG, L. WU, H. W. The determinants of working capital management. **the journal of American academy of business** , Cambridge , Vol . 10 , NO . 1 , pp . 149 – 155, 2006.
- CORHAY, A.; RAD, A. T. International Acquisitions and Shareholder Wealth Evidence from the Netherlands. **International Review of Financial Analysis** v 9:n 2 163–174 (2000)
- DALBOSCO, I. B., FLORIANI, D. E. Grau de internacionalização, competências. Internacionais, e desempenho organizacional da pme: estudos de caso no sul do brasil .**READ-Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre – Edição 84 - N° 2 2016 – p. 478 – 509, 2016
- DEKLE, R. Heajin H. RYOO. Exchange rate fluctuations, financing constraints, hedging, and exports: Evidence from firm level data Int. Fin. Markets, Inst. and Money 17 437–451, **Science Direct**, Elsevier, 2006
- DUNNING, J. H. “The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity.” **International Business Review**, 9(1), 163–90, 2000.
- EHRHARDT, M.; BRIGHAM, E. **Corporate Finance: A Focused Approach**, 3rd edition, **SouthWestern**: Mason, Ohio, 2009.
- ELJELLY, M. A. Liquidity – profitability trade-off: an empirical investigation in an emerging market **International Journal of Commerce & Management**, 14 (2) (2004), pp. 48-61 2004.

- 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
- HAWAWINI, G., VIALLET, C. e VORA, A. Influência da indústria no trabalho corporativo Decisões de Capital. **Gestão Sloan Review** , nº 27, 15-24. (1986)
- 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.
- 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.
- KEDIA, B. L. e CHHOKAR, J. Factors Inhibiting Export Performance of Firms: An Empirical Investigation. **Management International Review**, vol. 26, n 4, págs. 33-43, 1986.
- Kieschnick, r.; Laplante, m.; Moussawi, , **Working capital management and shareholders' wealth, Review of Finance**, v, 17, n, 5, p, 1827-1852, 2013,
- KIM, Y. H., e CHUNG, K. H. An integrated evaluation of investment in inventory and credit: A cash flow approach. **Journal of Business Finance & Accounting**, 17, 381–390, 1990.
- LAZARIDIS, I. e TRYFONIDIS, D. “The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange” **University of Macedonia Department of Accounting & Finance**. (2006)
- LONCAN, T. e NIQUE, W. M. , ‘Degree of internationalization and performance: Evidence from emerging Brazilian multinational firms’, **Globalization, Competitiveness and Governability Journal**, Vol 4, No 1, pp 40–51, 2010.
- Müller, A. N.; Teló, A. R. **Modelos de avaliação de empresas*** Rev. FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003
- REID, S.D. Decision maker and export entry and expansion”, **Journal of International Business Studies**, Fall, pp.101-13, 1981.
- SHIN, SOENEN, . Efficiency of working capital and corporate profitability . **Journal Finance Practice and Education** . Vol 8 , pp . 37 -45, 1998 .
- SULLIVAN, D. e BAUERSCHMIDT, A. “Incremental internationalization: A test of Johanson and Vahlne’s Thesis”, **Management International Review**, vol. 30 no. 1, pp. 9-30. (1990).
- ZOU, S.e STAN, S. "The determinants of export performance: a review of the empirical literature between 1987 and 1997", **International Marketing Review**, Vol. 15 Issue: 5, pp.333-356, 1998.