



University of
Texas Libraries



e-revist@s

Sumários.org



Centro Unversitário Santo Agostinho

revistafsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 15, n. 4, art. 6, p. 106-131, jul./ago. 2018

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

http://dx.doi.org/10.12819/2018.15.4.6

DOAJ DIRECTORY OF
OPEN ACCESS
JOURNALS

WZB
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung



A Relação entre os Componentes do Capital de Giro e o Grau de Internacionalização das Empresas Multinacionais Brasileiras

The Relationship Between the Components of Working Capital and the Degree of Internationalization of Brazilian Multinational Enterprises

Patrycia Olivo Moreira

Mestre em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios pela Universidade Federal de Uberlândia
Graduada em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Uberlândia
patrycia_olivo@hotmail.com

Alex Luiz da Costa França

Mestre em Administração de Empresas Universidade Federal de Uberlândia
Graduado em Administração de Empresas pela Universidade de Uberaba
Professor da Faculdade Politécnica de Uberlândia
alex.franca@ufu.br

Vinicius Silva Pereira

Doutor em Administração pela Fundação Getúlio Vargas
Professor da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia
viniciuss56@gmail.com

Cláudio Francisco Rezende

Mestre em Administração pela UFU/FAGEN
Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Uberlândia
Professor pela UFU/FAGEN
claudiochico1@hotmail.com

Antônio Sérgio Torres Penedo

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de São Carlos
Professor da Universidade Federal de Uberlândia
drpenedo@gmail.com

Endereço: Patrycia Olivo Moreira

Universidade Federal de Uberlândia. Faculdade de Gestão e Negócios. Av. João Naves de Ávila, 2121 Santa Mônica 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil

Endereço: Alex Luiz da Costa França

Universidade Federal de Uberlândia. Faculdade de Gestão e Negócios. Av. João Naves de Ávila, 2121 Santa Mônica 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil

Endereço: Vinicius Silva Pereira

Universidade Federal de Uberlândia. Faculdade de Gestão e Negócios. Av. João Naves de Ávila, 2121 Santa Mônica 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil

Endereço: Cláudio Francisco Rezende

Universidade Federal de Uberlândia. Faculdade de Gestão e Negócios. Av. João Naves de Ávila, 2121 Santa Mônica 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil

Endereço: Antônio Sérgio Torres Penedo

Universidade Federal de Uberlândia. Faculdade de Gestão e Negócios. Av. João Naves de Ávila, 2121 Santa Mônica 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil.

Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar Rodrigues

Artigo recebido em 22/02/2018. Última versão recebida em 19/04/2018. Aprovado em 20/04/2018.

Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review (avaliação cega por dois avaliadores da área).

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação

Agências de fomento: Artigo desenvolvido com o suporte do Programa de Pós Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Federal de Uberlândia - UFU, Faculdade de Gestão e Negócios – FAGEN.



RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas multinacionais brasileiras. A partir de uma amostra composta de 213 observações de 48 empresas, no período de 2006 a 2013, utilizou-se a análise de regressões com dados em painel, para testar a relação dos prazos médios de estocagem, de recebimento e de pagamento com o grau de internacionalização. Os resultados apontam que o grau de internacionalização de empresas multinacionais brasileiras é relevante para determinar o prazo médio de recebimento, assim como a necessidade de capital de giro medida pelo ciclo de conversão de caixa. Evidenciou-se, portanto, que a política de crédito dada pelo prazo médio de recebimento, influencia o nível de internacionalização das empresas. Para estudos futuros, pretende-se investigar se estes mesmos efeitos ocorrem em empresas com entradas patrimoniais e não patrimoniais.

Palavras-chave: Capital de Giro. Multinacionais. Internacionalização. *Degree of Internationalization*. Prazo Médio de Estocagem. Prazo Médio de Recebimento. Prazo Médio de Pagamento.

ABSTRACT

This study aims to analyze the relationship between the working capital components and the degree of internationalization of Brazilian multinational companies. From a sample composed of 213 observations from 48 companies, in the period from 2006 to 2013, the regression analysis with panel data was used to test the relation between mean storage, receipt and payment terms with the degree of internationalization. The results indicate that the degree of internationalization of Brazilian multinational companies is relevant to determine the average term of receipt as well as the need for working capital measured by the cash conversion cycle. It was therefore evidenced that the credit policy given the average term of receipt influences the level of internationalization of companies. For future studies, it is intended to investigate whether these same effects occur in companies with equity and non-equity inflows.

Keywords: Turnover. Multinational. Internationalization. Degree of Internationalization. Average Stocking Period. Average Collection Period. Average Payment Period.

1 INTRODUÇÃO

A administração do capital de giro, de acordo com Sousa, Luporini e Souza (1996), envolve um processo contínuo de tomada de decisões voltadas, principalmente, para a preservação da liquidez da empresa que também afeta a rentabilidade. O estudo deste tema ganha notoriedade em função de seu impacto na maximização da riqueza dos acionistas, bem como na solvência e perpetuidade das empresas. As estratégias de gestão de capital de giro (agressiva e conservadora) são cada vez mais pauta de discussão nas organizações, haja vista o conflito de interesses examinado por Jensen e Meckling (1976) na teoria da agência. No entanto, apesar do exposto, quando comparado aos estudos de finanças corporativas de longo prazo, o assunto é pouco discutido e o enfoque mais estratégico que operacional é incipiente.

Kieschnick, Laplante e Moussawi (2013) investigaram a relação entre o capital de giro e a riqueza dos acionistas e apuraram que o investimento em capital de giro operacional líquido aumenta a riqueza dos acionistas. Desta forma, se evidencia a importância da administração dos ativos e passivos circulantes no incremento de capital.

No Brasil, outro tema pouco explorado no universo corporativo refere-se a finanças internacionais. Camargos, Coutinho e Amaral (2005), em um levantamento da produção científica e de suas tendências, verificaram que a temática Finanças Internacionais tem pequena participação no universo de trabalhos aprovados para o ENANPAD – Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração / ANPAD - no período referenciado. Em um total de 171 artigos publicados, apenas 3,51% dos trabalhos do período, na média, estavam dentro da temática descrita, correspondendo a um total de 6 trabalhos. O mesmo estudo foi feito por Camargos, Coutinho e Dias (2009), levantando dados de 391 artigos publicados pela área de finanças no mesmo evento de 2000 a 2008. A sub-área de finanças internacionais publicou um total de 15 artigos correspondendo a 3,8% do total de artigos analisados.

Neste contexto, o estudo da gestão do capital de giro, mais especificamente dos componentes do capital de giro (prazo médio de estocagem, recebimento e pagamento) com internacionalização, torna-se oportuno, pois trata de um segmento de finanças relevante para estratégias das corporações.

Este artigo aborda os componentes do capital de giro (calculado pelo ciclo de conversão de caixa) e o grau de internacionalização das empresas, buscando relacionar ambos

os assuntos e instigar outras pesquisas a respeito, bem como servir de base de consulta para empresas que visam ao processo de internacionalização.

Devido à relevância dos temas supracitados, busca-se uma nova visão na abordagem de pesquisa sobre capital de giro e internacionalização, tendo como ponto de partida o estudo de Rezende, Cunha e Pereira (2014), que analisou a relação entre internacionalização e a necessidade de capital de giro para multinacionais brasileiras, e o resultado foi que não há relação estatisticamente significativa entre a necessidade de capital de giro e o grau de internacionalização das empresas coletadas. Este trabalho analisa, separadamente, cada um dos componentes do capital de giro - calculado por meio do ciclo de conversão de caixa - sendo estes: prazo médio de recebimento (PMR); prazo médio de estocagem (PME); prazo médio de pagamento (PMP) e relação existente com o DOI (grau de internacionalização).

A inclusão da variável internacionalização também é um dos motivadores de tal estudo. Portanto, este artigo justifica-se como contribuidor para a teoria, de modo que envolve duas temáticas em conjunto que são: componentes do capital de giro e internacionalização. Deste modo, o problema que levou à construção deste artigo foi: qual é a relação entre os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas brasileiras multinacionais?

O estudo da relação da necessidade de capital de giro de forma desmembrada, ou seja, de cada um dos componentes do capital de giro individualmente se dá pois, ao se internacionalizarem, as empresas podem ser mais sensíveis a um ou a outro componente (PMR, PMP, PME), ou seja, a empresa pode aumentar ou diminuir os prazos médios de recebimento, de pagamento ou de inventário, de modo que a necessidade de capital de giro não seja nula. A fórmula a seguir mostra como é calculado o ciclo de conversão de caixa.

$$CCC = PME + PMR - PMP \quad (1)$$

Para que não haja relação significativa entre a internacionalização e a necessidade de capital de giro (ciclo de conversão de caixa), não pode haver relação significativa entre o PME e a internacionalização, nem entre o PMR e a internacionalização, nem mesmo entre o PMP e a internacionalização. Se houver relação significativa entre qualquer um destes prazos médios e o grau de internacionalização haverá, conseqüentemente, relação entre o CCC e o DOI.

Assim sendo, o presente artigo tem como objetivo geral demonstrar se há relação estatisticamente significativa entre o prazo médio de estocagem, o prazo médio de recebimento e o prazo médio de pagamento e o grau de internacionalização das empresas, além de verificar a variação dos componentes do capital de giro com a variação do grau de internacionalização.

O artigo apresenta quatro seções além desta que é a introdução. A segunda seção compreende o referencial teórico para a fundamentação dos temas; a terceira, os procedimentos metodológicos. A quarta seção compõe as análises dos resultados obtidos, e a quinta seção as considerações finais sobre o objeto de estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Capital de Giro

Capital de giro, segundo Scherr (1989) refere-se ao conjunto de ativos circulantes e exigibilidades de curto prazo, e o capital de giro líquido ganha definição do resíduo entre o ativo circulante e o passivo circulante. Assaf Neto (2005) conceitua como recursos que circulam na empresa em um delimitado período de tempo e, para Brigham (1999), diz respeito ao investimento feito em ativos de curto prazo, tais como: contas a receber, estoques e disponibilidades.

Autores como Schiff e Lieber (1974), Kim e Chung (1990) apoiam a ideia que as decisões na gestão do capital de giro afetam o resultado do exercício da empresa. De acordo com Ramachandran e Janakiraman (2009), a gestão do capital de giro requer constante atenção, pois a má administração pode levar à falência da empresa. Consonante a isto, Smith (1973) sugeriu que a falta de capacidade dos gestores de planejar e monitorar seus ativos e passivos de curto prazo levam as empresas à solvência. De acordo com Brealey, Myers e Allen (2008), muitos fatores podem influenciar a decisão de nível ótimo de liquidez e, no entanto, ainda há pouco conhecimento sobre o montante ideal de capital de giro a se disponibilizar com o objetivo de maximizar o valor da empresa. Palombine e Nakamura (2011) complementaram como sendo a gestão do capital de giro de suma importância para os gestores financeiros, o que demanda tempo e esforço na busca por alcançar o ponto ideal entre o risco que a empresa corre e o retorno na criação de valor para as corporações.

Kieschnick, Laplante e Moussawi (2006) concluíram em seu estudo que as práticas da indústria, tamanho da empresa, o crescimento das vendas futuras, o número de diretores no conselho, a remuneração dos executivos e participação acionária têm um impulso

significativo na eficiência do capital de giro gestão de empresas. Palombini e Nakamura (2012) identificaram que nível de endividamento, tamanho da companhia e a taxa de crescimento também afetam a gestão do capital de giro.

Este trabalho adotou o ciclo de conversão de caixa como forma de mensurar o capital de giro, em consonância com o trabalho de Palombini e Nakamura (2012). Segundo os mesmos autores, essa medida considera o período de tempo decorrido entre o pagamento das compras de matéria – prima e o recebimento das vendas dos produtos acabados. É calculado pelo número de dias de contas a receber, somado ao número de dias de estoques subtraído do número de dias de contas a pagar.

2.2 Internacionalização

Dias (2011) destaca em seu trabalho que o acréscimo das trocas internacionais nas últimas décadas tem sido uma característica da economia mundial e ressalta também que a internacionalização não é um fenômeno atual, mas que se tornou expressivo em função da dimensão e crescimento das últimas décadas. Calof e Beamish (1995) citados por Dias (2011), se referem a internacionalização como o processo de adaptação das operações da empresa aos ambientes internacionais. Segundo Kraus (2000), a internacionalização diz respeito ao processo ocorrido ao longo do tempo, onde a empresa amplia o seu envolvimento e comprometimento em operações internacionais.

A exportação pode ser uma forma de a empresa se envolver com mercados externos sem se desproteger, pois exige um menor comprometimento de recursos logísticos e financeiros, envolvendo menor risco para o negócio (DUNNING, 1980; LEONIDOU; KATSIKEAS, 1996).

Caso a empresa queira ter um envolvimento mais profundo no processo de internacionalização, o primeiro passo seria a alocação em um país vizinho, ou bem próximo, pois desta forma a exposição não será muito grande. Neste sentido, Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) ressaltam em seu trabalho Modelo de Internacionalização Uppsala a questão da distância psíquica, onde os valores e práticas gerenciais são semelhantes. As empresas preferem se inserir em mercados onde a cultura é parecida, pois a falta de conhecimento surge dentre os maiores obstáculos no processo de expansão para mercados internacionais. Conforme ocorre a estabilização no novo mercado e a adequação à nova realidade, o grau de incerteza diminui gradualmente, o que auxilia, posteriormente, no processo de internacionalização a países mais distantes.

A Fundação Dom Cabral, em seu Ranking de 2012, apurou que os principais benefícios do processo de internacionalização referem-se ao aumento do valor da marca pela presença global, capacidade ampliada de atendimento a clientes globais, diferenciação perante concorrentes domésticos, dentre outros. A diversificação de fornecedores e consumidores, bem como o aumento da fonte de suprimentos também são algumas das razões apontadas por Daniels e Radebaugh (1997) para uma empresa se internacionalizar.

2.3 Capital de Giro X Internacionalização

Estudos sobre internacionalização têm ganhado espaço dentro do tema de finanças. Já os estudos relacionados ao capital de giro são abrangentes. No entanto, poucos são os estudos que mesclam o conteúdo capital de giro e internacionalização.

Com o processo de internacionalização, as empresas tendem a obter uma estratégia mais agressiva na gestão do capital de giro, principalmente se estiverem com elevado nível de endividamento. Isso ocorre devido teoria da *Pecking Order*. De acordo com esta abordagem, as empresas preferem financiar os investimentos com recursos internos, ao invés de adquirir recursos de fontes externas, evitando emissão de títulos ou ações (MYERS; MAJLUF, 1984). Adicionalmente a esta ideia, encontra-se o Modelo de Internacionalização Uppsala. De acordo com Johanson e Wiedersheim-Paul (1975), quanto mais a empresa conhece o mercado em que atua, maior será a propensão e a segurança em investir recursos neste mercado. Desta maneira, infere-se que, quanto maior for a chamada “folga financeira” da empresa, maior será sua propensão a investir e se internacionalizar, pois dispõe de mais recursos internos para se auto financiar. Portanto, suspeita-se que há uma relação entre o grau de internacionalização das empresas e a estratégia da gestão do capital de giro.

2.4 Componentes do Capital de Giro e Internacionalização

Assaf Neto e Silva (2007) estabeleceram que estes componentes da CCC que compõem o ativo circulante, comumente, não apresentam uma sincronização temporal equilibrada em seus níveis de atividade. O conhecimento da funcionalidade destes elementos contribui para a efetivação do controle do capital de giro de maneira mais adequada. Portanto, a análise do comportamento de cada um destes componentes separadamente pode ser importante para o resultado da relação entre o capital de giro e o grau de internacionalização. Desta forma, de acordo com Assaf Neto e Silva (2007), o ciclo operacional de uma empresa é

incorporado por prazo médio de estocagem mais prazo médio de recebimento menos prazo médio de pagamento. Segundo o estudo de Ramachandran e Janakiraman (2009), as empresas devem buscar ciclos financeiros curtos para alcançar melhor rentabilidade, ou seja, a rápida rotação do capital circulante torna o processo de produção e o fluxo das operações financeiras mais dinâmicos, fazendo com que a imobilização do capital no ativo circulante seja menor e a rentabilidade aumente.

Os componentes do capital de giro objetivam dinamizar a conversão de caixa da empresa em mais caixa. Caso de a somatória do PMR com o PME for maior que o PMP, ou seja, uma necessidade de caixa positiva, as empresas financiariam seu caixa com capital próprio ou de terceiros. Com efeito, a integração destes componentes sendo positiva, então a empresa necessitará de recurso de curto prazo e longo prazo para financiar suas atividades de curto prazo. Se for negativo, serão os fornecedores, então, a financiar as atividades operacionais, produzindo folga financeira para a companhia. A gestão do capital de giro e de seus componentes impacta no resultado de uma empresa competitiva e saudável ou endividada e frágil (RAMACHANDRAN; JANAKIRAMAN, 2009).

Este estudo propõe testar a relação entre a necessidade de capital de giro (aqui medida pelo ciclo de conversão de caixa) e o grau de internacionalização (DOI). Rezende, Cunha e Pereira (2014) não encontraram resultado estatisticamente significativo na relação entre a necessidade de capital de giro e o grau de internacionalização. Espera-se que o resultado seja diferente quando estudados os componentes do capital de giro, ou seja, que exista relação estatisticamente significativa entre o grau de internacionalização e os componentes do capital de giro. Isso porque, ao se internacionalizar, segundo *Pecking Order Theory*, a empresa prefere se financiar com recursos internos em primeiro lugar, em seguida, por empréstimos e financiamentos e, em último lugar, por emissão de novas ações. Dependendo desta escolha pela empresa, ela adotará uma estratégia mais ou menos agressiva, ou seja, manter, respectivamente, menor ou maior capital de giro disponível, menor ou maior liquidez em relação ao capital de giro, principalmente relacionada aos prazos médios de estocagem, pagamento e recebimento. Se não houver relação significativa com o capital de giro, pode ser que haja alguma relação com algum destes prazos.

Concatenando as considerações feitas com o objetivo geral de relacionar os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas brasileiras multinacionais, chegou-se às seguintes hipóteses:

H0: Não existe relação significativa entre o ciclo de conversão de caixa e o grau de internacionalização.

H1: Existe relação significativa entre o prazo médio de estocagem e o grau de internacionalização.

H2: Existe relação significativa entre o prazo médio de recebimento e o grau de internacionalização.

H3: Existe relação significativa entre o prazo médio de pagamento e o grau de internacionalização.

3. METODOLOGIA

A metodologia deste artigo é descritiva, e quanto aos objetivos, busca a caracterização de determinada população, fenômeno ou estabelecimento de relações entre as variáveis. A utilização de técnicas de coleta de dados secundários é a principal característica deste tipo de pesquisa. (GIL, 2008)

A pesquisa é quantitativa, pois serão produzidos modelos capazes de se avaliar a interação das variáveis e o impacto que elas têm umas sobre as outras, evitando subjetividade de interpretação, a fim de garantir maior robustez aos dados obtidos, por meio de técnicas de pesquisa estatísticas.

Em relação aos procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa se classifica como regressão de dados em painel que consiste em observações de uma amostra de empresas em mais de dois períodos de tempo, a fim de analisar as demonstrações financeiras de forma integrada, gerando dados úteis aos pesquisadores e também aos gestores das empresas em processo de tomada de decisão e, segundo Hsiao (1986), permite o uso de várias observações, aumentando o grau de liberdade e diminuindo problemas de multicolinearidade entre as variáveis que explicam o modelo.

Nesta pesquisa avalia-se a relação entre os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas multinacionais brasileiras, sendo os artigos base para este estudo: Palombini e Nakamura (2012) e Rezende, Cunha e Pereira (2014).

A amostra deste estudo é constituída por empresas brasileiras internacionalizadas, do ano de 2006 até 2013, do Ranking FDC das Multinacionais Brasileiras de cada ano, realizado pelo Núcleo de Estratégia e Negócios Internacionais da FDC. Nesse caso, as instituições financeiras foram excluídas da amostra por apresentarem estruturas contábeis díspares.

As demonstrações e dados financeiros foram disponibilizados pela base de dados Económica, e os resultados de regressões obtidos nesse estudo foram geradas pelo *software* Stata.

3.1. As variáveis

Buscando responder o problema de pesquisa, este artigo utiliza como base as variáveis utilizadas por Hill, Kelly e Highfield (2010), Palombini e Nakamura (2012), e inclui a variável DOI. Na sequência, são apresentadas as variáveis dependentes, independentes e de controle, bem como a justificativa para utilização das mesmas. Ao final do detalhamento da escolha de cada uma das variáveis é apresentada a tabela (1) com o resumo das mesmas.

3.1.1 Variáveis Dependentes

Ciclo de Conversão de Caixa

Conforme utilizado por Palombini e Nakamura (2012), este trabalho optou pelo ciclo de conversão de caixa ou ciclo de caixa como medida de capital de giro. Esta medida considera o período de tempo decorrido entre o pagamento das compras de matéria-prima e o recebimento das vendas dos produtos acabados. É calculado pelo prazo médio do número de dias de contas a receber somado ao número de dias de estoques subtraído do número de dias de contas a pagar.

Prazo Médio de Estocagem

O prazo médio de estocagem será calculado conforme apresentado por Shin e Soenen (1998), em que os dias de estoque é resultado da divisão dos estoques pelo custo do produto vendido multiplicadas por 365. A utilização desta variável dependente busca verificar se quanto maior o grau de internacionalização de uma empresa, menor é o seu prazo médio de estocagem, sendo este o resultado esperado, haja vista que a manutenção de baixos níveis de estoques geralmente implica uma maior rentabilidade.

Prazo Médio de Recebimento

O prazo médio de recebimento é calculado conforme apresentado por Shin e Soenen (1998), em que os dias de contas a receber é resultado da divisão de contas a receber pelas vendas multiplicadas por 365. A utilização desta variável dependente busca verificar se,

quanto maior o grau de internacionalização de uma empresa, menor é o seu prazo médio de recebimento, sendo este o resultado esperado, uma vez que se parte do pressuposto de que quesitos de governança e crédito são mais apurados em empresas internacionalizadas.

Prazo Médio de Pagamento

O prazo médio de pagamento também é calculado conforme apresentado por Shin e Soenen (1998), no qual os dias de contas a pagar é resultado da divisão do saldo de contas a pagar pelas compras multiplicadas por 365. A utilização desta variável dependente busca verificar se, quanto maior o grau de internacionalização de uma empresa, menor é o seu prazo médio de pagamento.

3.1.2 Variável Independente

Grau de internacionalização (DOI)

O grau de internacionalização é mensurado conforme metodologia desenvolvida pela Fundação Dom Cabral (FDC), demonstrada na equação (2) a seguir:

$$DOI = \frac{\frac{X}{VT} + \frac{AX}{AT} + \frac{EX}{ET}}{3} \quad (2)$$

onde:

DOI = *Degree of Internationalization*

X = Exportações

VT = Vendas Totais

AX = Ativos Externos

AT = Ativo Total

EX = Emprego Externo

ET = Emprego Total

3.1.3 Variáveis de Controle:

As variáveis de controle são utilizadas neste estudo, a fim de buscar a equivalência e controle do ambiente para alcance dos resultados mais confiáveis possíveis. Na sequência as mesmas são apresentadas.

Endividamento

O endividamento é medido, conforme proposto por Palombini e Nakamura (2012), pelo índice de dívida de longo prazo sobre o total de ativos. Outros autores como Nazir e Afza (2008) e Chiou, Cheng e Wu (2006) utilizaram o endividamento pelo índice de alavancagem financeira pela dívida total dividido pelo total dos ativos.

Fluxo de caixa livre

Para esta variável utiliza-se a operacionalização realizada por Rahman e Mohd-Saleh (2008), com base nos estudos de Lehn e Poulsen (1989) citado por Palombini e Nakamura (2012), conforme equação (3) descrita:

$$\text{FCL_TA} = (\text{LOAD} - \text{IMP} - \text{J} - \text{DAP} - \text{DAC}) / \text{TA} \quad (3)$$

onde:

FCL = Fluxo de caixa livre

LOAD = Lucro operacional antes da depreciação

IMP = Total de impostos

J = Despesas com juros

DAP = Dividendos de ações preferenciais

DAC = Dividendos de ações ordinárias

TA = Total de ativos no início do ano fiscal

Tamanho

O tamanho das empresas, segundo Kieschinick, Laplante e Moussawi (2006) influencia no capital de giro, em que empresas grandes podem requerer maior investimento neste item em função do maior nível de receita ou, ainda, podem utilizar de seu poder de barganha para reduzir prazos com fornecedores. Esta variável de controle é medida pelo logaritmo das vendas (DELOOF, 2003).

Crescimento de vendas

A variável crescimento é mesurada pela variação das vendas dividida pelas vendas do ano anterior (DELOOF, 2003; NAZIR E AFZA, 2008; APPUHAMI, 2008; PALOMBINI E NAKAMURA, 2012).

Variáveis dummies

Neste estudo, utilizou-se *dummies* de agrupamento de setores industriais, a saber: INDÚSTRIA; COMÉRCIO; SERVIÇOS e OUTROS. Tal procedimento deve-se ao fato de que, conforme colocado por alguns autores (NUNN, 1981; HAWAWINI, VIALLET E VORA, 1986; KIESCHINICK, LAPLANTE E MOUSSAWI 2006; NAZIR E AFZA, 2008). Citados por Palombini e Nakamura (2012), as práticas de capital de giro diferem entre tipos de indústria e podem influenciar o modo como é administrado o capital de giro.

Tabela 1 – Resumo variáveis de pesquisa

Problema de Pesquisa	Variável Dep.	Variável Controle	Proxies das Var. de Controle	Fórmulas	Sinal Esper.	
<i>Relação entre os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas brasileiras multinacionais</i>	CCC		END:	= (Passivo	-	
	PME	Endividamento	Endivid.total a valor contábil	Circ.+ exigível a LP /ativo total)	-	
	PMR				-	
	PMP				+	
	CCC		FCL: Fluxo de Caixa Livre	= (Fluxo de caixa Livre / ativo Total)	+	
	PME	Fluxo de Caixa Livre			+	
	PMR				+	
	PMP				-	
	CCC		TAM: Tamanho	=Log Vendas	-	
	PME	Tamanho			-	
	PMR				-	
	PMP				-	
	CCC		CRESC: Crescimento	= (Vendas/ Vendas ano anterior)	-	
	PME	Crescimento de Vendas			-	
	PMR				-	
	PMP				-	
		Variável Dep.	Variável Independente	Proxies da Variável Indep.	Fórmulas	Sinal Esper.
		CCC		DOI		Neutro
		PME		DOI	= (Exportações (X) / vendas totais (VT) + ativos externos (AX) / ativo total (AT) + emprego externo (EX) / emprego total (ET)) / 3	- ou +
		PMR	Grau de Internacionalização	DOI		- ou +
	PMP		DOI		- ou +	
	Variável Dep.	Variáveis Dummies	Proxies das Var. Dummies	Fórmulas	Sinal Esper.	
		Indústria	INDUSTRIA	N/A	N/A	
	CCC					
	PME	Comércio	COMERCIO	N/A	N/A	
	PMR					
	PMP	Serviços	SERVIÇOS	N/A	N/A	
		Outros	OUTROS	N/A	N/A	

Fonte: elaborado pelos autores.

3.2 Modelos utilizados

A seguir, são apresentados os modelos empíricos utilizados para o problema de pesquisa:

$$CCC = \beta_0 + \beta_1 END + \beta_2 FCL + \beta_3 TAM + \beta_4 CRESC + \beta_5 INDUSTRIA + \beta_6 COMERCIO + \beta_7 SERVIÇOS + \beta_8 OUTROS + \beta_9 DOI + \varepsilon$$

modelo (1)

$$PME = \beta_0 + \beta_1 END + \beta_2 FCL + \beta_3 TAM + \beta_4 CRESC + \beta_5 INDUSTRIA + \beta_6 COMERCIO + \beta_7 SERVIÇOS + \beta_8 OUTROS + \beta_9 DOI + \varepsilon$$

modelo (2)

$$PMR = \beta_0 + \beta_1 END + \beta_2 FCL + \beta_3 TAM + \beta_4 CRESC + \beta_5 INDUSTRIA + \beta_6 COMERCIO + \beta_7 SERVIÇOS + \beta_8 OUTROS + \beta_9 DOI + \varepsilon$$

modelo (3)

$$PMP = \beta_0 + \beta_1 END + \beta_2 FCL + \beta_3 TAM + \beta_4 CRESC + \beta_5 INDUSTRIA + \beta_6 COMERCIO + \beta_7 SERVIÇOS + \beta_8 OUTROS + \beta_9 DOI + \varepsilon$$

modelo (4)

Onde:

CCC = Ciclo conversão de caixa

PME = Prazo médio de estocagem

PMR = Prazo médio de recebimento

PMP = Prazo médio de pagamento

ENDV = Endividamento

FCL = Fluxo de caixa livre

TAM = Tamanho da empresa

CRESC = Crescimento de vendas

INDÚSTRIA = Dummy Setor

COMÉRCIO = Dummy Setor

SERVIÇOS = Dummy Setor

OUTROS = Dummy Setor

DOI = Grau de internacionalização

B = parâmetro da regressão

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatística Descritiva

A estatística descritiva para Gil (2002, p. 42) “ tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Baltagi (2008) acredita que a metodologia de dados em painel possibilita estudar assuntos complexos de um comportamento dinâmico de variáveis, por permitirem uma estimação mais eficiente dos parâmetros, bem como o controle da heterogeneidade individual e, ainda, a identificação e estimativa dos efeitos que são não detectáveis nos dados de séries temporais e em corte transversal.

Para investigar as hipóteses de pesquisa em questão, utilizou-se regressão linear múltipla de dados em painel não balanceado. A escolha se deu, pois, o ano da internacionalização e a entrada e saída das empresas no mercado acontecem em momentos distintos; portanto, a análise foi feita para todas as empresas que geram grau de internacionalização pelo relatório da Dom Cabral ao longo do período de 2006 a 2013

Para a amostra, previamente, foram eliminadas todas as empresas do setor financeiro, por apresentarem estruturas díspares. Partiu-se, inicialmente, de uma base com 656 empresas e 5247 observações e, conforme o critério da análise do CCC, seus componentes (PME, PMR e PMP) e o grau de internacionalização, consideraram dados de 48 empresas, no período de 2006 a 2013. Foram feitas 213 observações. A Seguir, a Tabela 2 abaixo apresenta as 48 empresas.

Tabela 2- Empresas utilizadas na amostra

All Amer Lat	Datasul	Lupatech	Petrobras	Totvs
Alpargatas	DHB	M.Diasbranco	Portobello	Tupy
Altus S/A	Eletobras	Magnesita AS	Providencia	Ultrapar
Aracruz	Embraer	Marcopolo	Randon Part	Unipar
Arezzo Co	Gerdau	Marfrig	Sadia S/A	Usiminas
Bematech	Gol	Marisol	Sid Nacional	Vale
BRF AS	Inds Romi	Metalfrio	Suzano Hold	Vulcabras
Cedro	Itautec	Minerva	Suzano Papel	Weg
Cemig	JBS	Natura	Tam S/A	
Cia Hering	Localiza	Oi	Tegma	

Fonte: elaborado pelos autores.

As empresas foram classificadas conforme a classificação setorial: Indústria, Comércio, Serviços, Outros. A Tabela 3 expõe a distribuição das empresas da amostra por agrupamento setorial. O setor industrial exibiu a maior parcela da amostra, com um total 75%.

Tabela 3 – Frequência das observações por setor da economia e a quantidade de empresas e sua representatividade no total da amostra

Cód. Setor	Setor	Freq. Observações	Qtd. Empresas	% Qtd. Empresas
1	Industria	159	36	75,00%
2	Comércio	8	1	2,08%
3	Serviços	28	7	14,58%
4	Outros	18	4	8,33%
	TOTAL	213	48	100,00%

Fonte: elaborado pelos autores.

A tabela 4 apresenta a média, o desvio-padrão (σ) e o número de observações das variáveis utilizadas no estudo para o grupo de Multinacionais.

Tabela 4- Apresenta as estatísticas descritivas de média e desvio-padrão das variáveis utilizadas no estudo para toda a amostra de Multinacionais.

Variáveis	Multinacionais		
	Observações	Média	Desvio Padrão
Ccc	209	74.00	89.65
Pme	209	68.27	52.75
Pmr	210	59.40	32.60
Pmp	209	53.67	59.85
End	210	0.65	0.45
Fcl	187	0.18	0.14
Tam	210	9.79	0.75
Cres	193	1.11	0.30
doi	213	0.16	0.16

Variáveis: Wccc - Ciclo de Conversão de Caixa; Wpme - Prazo médio de estocagem; Wpmr - Prazo médio de recebimento; Wpmp - Prazo médio de pagamento; Wend - Endividamento; Wfcl - Fluxo de Caixa Livre; tam - Tamanho; Wcres - Crescimento; doi - Nível de internacionalização da firma

Fonte: elaborado pelos autores

Nota-se, pela tabela 4, que a média do CCC tende a ser positiva para as empresas multinacionais. Portanto, o prazo médio de pagamento não é maior do que o prazo médio de recebimento somado ao prazo médio de estocagem. Infere-se que isso pode ocorrer devido ao fato de que, quando uma empresa se internacionaliza, ela prefere recorrer a recursos internos, primeiramente, para financiar o seu CCC, não dependendo de financiamentos externos ou prazos de pagamento maiores de seus fornecedores baseado na Pecking Order Theory. Esta

estratégia é considerada conservadora, visto que ela aumenta o capital de giro disponível da empresa, a fim de obter maior segurança, até que a mesma se estabeleça no mercado externo.

Para a análise da matriz de correlação e do modelo de regressão, houve a necessidade de winsorizar as variáveis CCC, PME, PMR, PMP, END, FCL, CRES, pois verificou-se *outliers* na amostra que poderiam enviesar os resultados. Portanto, as mesmas agora são representadas respectivamente por: Wccc, Wpme, Wpmr, Wpmp, Wend, Wfcl e Wcres.

Para efeito de descrição prévia dos dados, apresenta-se a matriz de correlação das variáveis numéricas do estudo na Tabela 5. De acordo com Moore (2007, p. 100) “a correlação mensura a direção e o grau da relação linear entre duas variáveis quantitativas”. Os coeficientes de todas as variáveis e suas relações apresentaram ordem de grandeza baixa, indicando a ausência de problemas de multicolinearidade.

Tabela 5 – Matriz de correlação das variáveis numéricas utilizadas no estudo para efeito descritivo dos dados

Variáveis	Wccc	Wpme	Wpmr	Wpmp	Wend	Wfcl	Tam	Wcres	doi
Wccc	1,0000								
Wpme	0.7614*	1.0000							
Wpmr	0.5458*	0.1771*	1.0000						
Wpmp	0.2768*	0.2338*	0.0268	1.0000					
Wend	0.1883*	0.0359	0.2080*	0.2649*	1.0000				
Wfcl	0.0881	0.1131	0.0208	0.0430	0.1688*	1.0000			
tam	0.3246*	0.0488	0.6208*	0.0390	0.0145	0.0179	1.0000		
Wcres	0.0616	0.0640	0.1224	0.0909	0.0287	0.2746*	0.1137	1.0000	
doi	0.1816*	0.2917*	0.1286	0.0232	0.1079	-0.3140*	0.2992*	0.0316	1.0000

Variáveis: Wccc - Ciclo de Conversão de Caixa; Wpme - Prazo médio de estocagem; Wpmr - Prazo médio de recebimento; Wpmp - Prazo médio de pagamento; Wend - Endividamento; Wfcl - Fluxo de Caixa Livre; tam - Tamanho; Wcres - Crescimento; doi - Nível de internacionalização da firma
O asterisco * representa estatística significativa ao nível de 5%.

Fonte: elaborado pelos autores.

É possível observar, pela tabela, nesta primeira análise que a correlação do DOI com o CCC e PME é positiva e significativa a um nível nominal de 5%. Porém as variáveis PMR e PMP não mostraram significância.

Para verificação de problemas de autocorrelação foi utilizado o teste de Wooldridge e observaram-se problemas de autocorrelação em 3 dos 4 modelos. Apenas o modelo referente ao prazo médio de pagamento não apresentou problemas de autocorrelação. Para ajuste de tais problemas o modelo foi testado com *robust*. O teste de Wald para verificação da existência de heterocedasticidade também indicou problemas que foram resolvidos com o modelo *robust*.

Para verificar qual o melhor modelo a ser usado na regressão, foram feitos os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman. Segue a tabela 6 com os respectivos resultados dos modelos mais adequados:

Tabela 6 – Testes para escolha modelo *POOLED* x *FIXO* x *ALEATÓRIO*

Testes	CCC	PME	PMR	PMP
BREUSCH-PAGAN	Aleatório	Aleatório	Aleatório	Aleatório
Chow	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
Hausman	Aleatório	Fixo	Aleatório	Fixo
Melhor modelo	Aleatório	Fixo	Aleatório	Fixo

Fonte: elaborado pelos autores.

Para investigar as hipóteses de pesquisa que buscavam relacionar os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas brasileiras multinacionais, foram utilizados dois modelos de regressões de complexidade diferentes.

Os modelos utilizados foram: para o modelo CCC: regressão linear múltipla de dados em painel com efeitos aleatório; para o modelo PME: regressão linear múltipla de dados em painel com efeitos fixo; para o modelo PMR: regressão linear múltipla de dados em painel com efeitos aleatório; para o modelo PMP: regressão linear múltipla de dados em painel com efeitos fixo.

Como já citado anteriormente, não foram se observados problemas de multicolinearidade pelo VIF, no entanto, observaram problemas de autocorrelação e heterocedasticidade resolvidos ao testar o modelo *robust*.

Os resultados das regressões de dados em painel podem ser verificados na Tabela 7:

Tabela 7 – Resultados das regressões em painel dos quatro modelos para a amostra contendo somente empresas multinacionais.

Variáveis dos modelos	Modelo CCC		Modelo PME		Modelo PMR		Modelo PMP	
	Coef.	VIF	Coef.	VIF	Coef.	VIF	Coef.	VIF
Constante	372.3896*		413.4254***		279.7085*		277.3762**	
Wend	-29,15356	1,31	11,59024	1,31	-6,921236	1,3	32.06428*	1,31

Wfcl	15,29862	2,1	48.67252***	2,1	23,43687	2,08	44.25184**	2,1
tam	-29.69807*	1,16	-41.39143***	1,16	-22.59482*	1,15	-27.40978**	1,16
Wcres	16,82718	1,35	25.00216**	1,35	5,059078	1,37	8,95319	1,35
doi	-34.60944***	1,48	-21,86209	1,48	-29.40389*	1,48	-1,989969	1,48
sigma_u	41,253481		52,543297		22,216594		32,211464	
sigma_e	15,996375		11,961709		8,8646019		10,768853	
rho	0,8692958		0,95072715		0,86265832		0,89946814	

Os asteriscos ***, ** e * representam estatísticas significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente. Variáveis: Wccc - Ciclo de Conversão de Caixa; Wpme - Prazo médio de estocagem; Wpmr - Prazo médio de recebimento; Wpmp - Prazo médio de pagamento; Wend - Endividamento; Wfcl - Fluxo de Caixa Livre; tam - Tamanho; Wcres - Crescimento; doi - Nível de internacionalização da firma

Fonte: elaborado pelos autores.

Em relação ao CCC, observou-se que a hipótese H0 foi rejeitada, haja vista que o modelo apresentou relação negativa significativa até 10% entre a necessidade de capital de giro e o grau de internacionalização, contradizendo, assim, os resultados encontrados por Rezende, Cunha e Pereira (2014). Este resultado aponta que, quanto maior o grau de internacionalização das empresas, menor é a necessidade de capital de giro, medida neste estudo pelo ciclo de conversão de caixa.

Em relação ao PME a hipótese não foi confirmada pois, apesar de ser negativa a relação entre o prazo médio de estocagem e o grau de internacionalização, estatisticamente não tem significância. Neste contexto infere-se que a internacionalização das empresas, de acordo com a amostra e metodologia desenvolvida, não tem efeito significativo sobre o prazo médio de estocagem.

Em correspondência ao PMR, a hipótese foi confirmada, sendo a relação das variáveis prazo médio de recebimento e grau de internacionalização das empresas, negativas e significativas estatisticamente até 1%. Este resultado aponta que, quanto maior o grau de internacionalização das empresas, menor o prazo médio de recebimento, inferindo-se, portanto, também a relação significativa e negativa do grau de internacionalização com o ciclo de conversão de caixa.

Em relação ao PMP a hipótese não foi confirmada pois, apesar de ser negativa a relação entre o prazo médio de pagamento e o grau de internacionalização, estatisticamente não é significativa. Neste contexto observa-se que a internacionalização das empresas, de acordo com a amostra e metodologia desenvolvida, não tem efeito significativo sobre o prazo médio de pagamento.

Estes resultados sugerem que há uma relação negativa significativa em um nível de confiança de até 10%, entre *degree of internationalization* (doi) e a necessidade de capital de giro - medida neste estudo como o ciclo de conversão de caixa (ccc). Sugere-se também uma relação negativa significativa a um nível de significância até 1% entre o prazo médio de recebimento e o DOI. Nesta pesquisa, o ccc foi analisado de maneira desmembrada, sendo composto pelos: prazo médio de estocagem, prazo médio de recebimento e prazo médio de pagamento, e somente o prazo médio de recebimento teve relação significativa com o doi. Infere-se, portanto, que a relação estatisticamente significativa negativa do ccc com o doi, pode ser explicada pelo prazo médio de recebimento.

Uma explicação plausível a este resultado baseia-se na Pecking Order Theory (JOHANSON; WIEDERSHEIM-PAUL, 1975; MYERS, MAJLUF, 1984), em que as organizações preferem se financiar com recursos internos acima de qualquer outra opção, recorrendo a outras fontes de financiamento quando os fundos internos são escassos, juntamente com o Modelo de Internacionalização da Uppsala em que, quanto maior for o conhecimento de mercado de uma empresa em determinada região, maior a tendência de investimentos neste mercado. Quando ocorre a internacionalização, a empresa utiliza, preferencialmente, seus recursos internos em seus investimentos, adotando uma política de restrição do capital de giro mais agressiva e, conforme aumenta o conhecimento daquele mercado, aumenta a propensão de a empresa investir mais nele.

Neste trabalho, infere-se que a política adotada pelas empresas pesquisadas foi de redução do prazo médio de recebimento e, conseqüentemente, do capital de giro. A empresa reduz o prazo médio de recebimento, a fim de se proteger economicamente da inadimplência dos clientes; vale ressaltar, no entanto, que esta política pode também ter o efeito colateral de redução das vendas. Portanto, infere-se por esta pesquisa que, quanto maior o grau de internacionalização de uma empresa, menor é o prazo médio de recebimento, e menor é a necessidade de capital de giro medido pelo ciclo de conversão de caixa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho diverge dos resultados encontrados no estudo de Rezende, Cunha e Pereira (2014), em que não havia relação significativa entre a internacionalização e a necessidade de capital de giro.

Primeiramente, demonstrou-se, por meio da regressão de dados em painel, a relação existente entre o grau de internacionalização e o ciclo de capital de conversão de caixa

(necessidade de capital de giro). Em segundo lugar, desmembrou-se o ciclo de conversão de caixa em prazo médio de estocagem, prazo médio de recebimento e prazo médio de pagamento e relacionou-se cada uma destas separadamente com o grau de internacionalização. Demonstrou-se por meio da regressão de dados em painel, que a única variável significativa foi o prazo médio de recebimento. A relação foi negativa, significativa a um nível de 1%. Assim sugere-se que o prazo médio de recebimento é relevante para a determinação do grau de internacionalização das empresas.

A partir do teste das hipóteses H1, H2 e H3 elaboradas neste estudo, analisou-se a relação entre os componentes do capital de giro e o grau de internacionalização das empresas multinacionais brasileiras e a hipótese H2: Existe relação significativa entre o prazo médio de recebimento e o grau de internacionalização foi confirmada. A relação encontrada é significativa estatisticamente e negativa, confirmando a *Pecking Order Theory*, em que a empresa prefere usar seus fundos próprios para novos investimentos, restringindo a gestão do capital de giro através de restrição de crédito ao cliente.

Este estudo possui limitações que devem ser vencidas em estudos posteriores. As empresas pesquisadas foram analisadas sem distinção de modos de entrada. Desta forma, pode haver generalização de resultados.

Para trabalhos futuros, recomenda-se analisar o modo de entrada das empresas visando comparar se o mesmo ocorre para entradas patrimoniais e não patrimoniais a fim de verificar se o modo de entrada da indústria internacionalmente afeta a gestão do capital de giro.

REFERÊNCIAS

- APPUHAMI, B. A. R. The impact of firms' capital expenditure on working capital management: an empirical study across industries in Thailand. **International Management Review**, v.4, n.1, p. 11-24, 2008.
- ASSAF NETO, A., SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**, 3 ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 13-18-19
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- BREALEY, R. A; MYERS, S. C; ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. 8nd ed. EUA: McGraw-Hill, 2008.
- BRIGHAM, E. **Fundamentos da moderna administração financeira**. São Paulo: Campos, 1999.

CALOF, J; BEAMISH, P. (1995), “Adapting to Foreign Markets: Explaining Internationalization”, **International Business Review**, 4 (2), pp. 115-131

CAMARGOS, M. A; COUTINHO, E. S; AMARAL, H. F. O perfil da área de finanças do EnANPAD: um levantamento da produção científica e de suas tendências entre 2000-2004. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 2005.

CAMARGOS, M. A; COUTINHO, E. S; DIAS, A. T. Análise da Produção Científica em Finanças entre 2000-2008: um Estudo Bibliométrico **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 2009. Capital de Giro Corporativa, In: XIII ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇA, 2013,

CHIOU, J. R.; CHENG, L.; WU, H. W. The determinants of working capital management. **The Journal of American Academy of Business**, v. 10, n. 1, p. 149-155, 2006.

DANIELS, J. D; RADEBAUGH L. H. **International Business: Environments and Operations**. Addison-Wesley Pub Co, 1997.

DELOOF, M. Does working capital management affects profitability of Belgian firms? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3-4, p. 573 – 587, 2003.

DIAS, M. C. C. F. **A Internacionalização e os Factores de Competitividade: O Caso Adira**. 2011.

DUARTE, P. C; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: **7o Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e 4o Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**. 2007.

DUNNING, J. Towards an eclectic theory of international production: some empirical tests. **Journal of International Business Studies**, 11(Spring), pp. 9–31, 1980.

EDMUNDS, J, C, 1984, Working Capital Management in Multinational Companies: An Integrated Approach, **Management International Review**, pp,73-80,

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking das Transnacionais Brasileiras 2012**. Os benefícios da internacionalização, 2012. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/professoresepesquisa/publicacoes/Paginas/publicacao-detalhe.aspx?publicacao=18305>. Acesso em abril de 2015

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking das Transnacionais Brasileiras**. A força da marca Brasil na criação de valor internacional, 2014. Disponível em: http://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/Documents/ranking_fdc_multinacionais_brasileiras_2014.pdf. Acesso em abril de 2015

FUSCO, J. P. A. Necessidade de capital de giro e nível de vendas. **Revista Administração de Empresas**. v. 36, n. 2, p. 53-66. 1996.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**.4ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

_____. Métodos e técnicas de pesquisa social. In: **Métodos e técnicas de pesquisa social**. Atlas, 2010.

HAWAWINI, G; VIALLET, C; VORA, A. Industry influence on corporation working capital decisions. **Sloan Management Review**, v.27, p.15-24, 1986.

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.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHANSON J; WIEDERSHEIM-PAUL F. (1975), The Internationalization of the Firm – Four Swedish Cases, **Journal of Management Studies**, 12: 305-322

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; CHUNG, K. H. (1990). An integrated evaluation of investment in inventory and credit: A cash flow approach. **Journal of Business Finance & Accounting**, 17, 381–390.

KRAUS, P. G. **Modelo de internacionalização de empresas produtoras exportadoras brasileiras**. Florianópolis, 2000. Tese. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina.

KRAUS, P. G. O Processo de Internacionalização das Empresas: o caso brasileiro. **Revista de Negócios**, Blumenau, v.11, n.2, p.25-47, abril/junho 2006.

LEHN, K; POULSEN, A. Free cash flow and stockholder grains in going private transactions. **Journal of Finance**, v. 44, n. 3, p. 771-787, 1989.

LEONIDOU, L; KATSIKEAS, C. S. The export development process: an integrative review of empirical models, **Journal of International Business Studies**, Hampshire Vol. 27, issue 3, pp. 517- 571. 1996.

MOORE, D. S. (2007), **The Basic Practice of Statistics**. New York, Freeman.

MYERS, S; MAJLUF, N. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**.13, 187-221.

NAZIR, M. S; AFZA, T. **On the factor determining working capital requirements**. Proceedings of ASBBS, v.15, n.1, p.293-301, 2008. Available in: <http://asbbs.org/files/2008/PDF/N/Nazir.pdf>. Access in 06.04.2015.

NUNN, K. P. The strategic determinants of working capital: a product –line perspective. **The Journal of Financial Research**, v.4, n.3, p.207-219, 1981.

PALOMBINI, N. V. 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.

PIRES, C. O; ZANI, J; NAKAMURA, W, T. Fatores Determinantes da Necessidade de RAHMAN, A. F; MOHD-SALEH, N. The effect of free cash flow agency problem on the value relevance of earnings and book value. **Journal of Financial Reporting & Accounting**, v.6, n.1, p.75-90, 2008.

RAMACHANDRAN, A.; JANAKIRAMAN, M. The relationship between working capital management efficiency and ebit. **Managing Global Transitions**, v. 7, n. 1, p. 61-74, 2009.

REZENDE, C. F; CUNHA, P. F; PEREIRA, V. S. Relação entre a internacionalização e a necessidade de capital de giro. In: **XXI Congresso Brasileiro de Custos**. 2014

Ribeiro, F *et al.* Indicadores de Capital de Giro e Beta: Um Estudo no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista de Finanças Aplicadas**. pp.1-15. Rio de Janeiro, Rio de Janeiro: IAG/PUC-RJ, 2013,

SCHERR, F. C. **Modern Working Capital Management**. Prentice-Hall, 1989.

Schiff, M; LIEBER, Z. (1974). A model for the integration of credit and inventory management. **Journal of Finance**, 29, 133–140.

SHIN, H. H.; SOENEN, L. Efficiency of working capital and corporate profitability. **Financial Practice and Education**, v. 8, n. 2, p. 37-45, 1998.

SMITH, R. L; KIM, J. The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. **Journal of Business**, v.67 n. 2, n, 3, p..50-55, 1973.

SOUSA, A. F; LUPORINI, C. E. M; SOUZA, M. S. Gestão de Capital de Giro. **Caderno de Pesquisas Em Administração**, São Paulo, v. x, p. x, 1996.

WOOLDRIDGE, JEFFEREY.M. **Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2002.

YIN, R. K. **Estudo de Caso-: Planejamento e Métodos**. Bookman editora, 2015.

Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:

MOREIRA, P. O; FRANÇA, A. L. C; PEREIRA, V. S; REZENDE, C. F; PENEDO, A. S. T. A Relação entre os Componentes do Capital de Giro e o Grau de Internacionalização das Empresas Multinacionais Brasileiras. **Rev. FSA**, Teresina, v.15, n.4, art. 6, p. 106-131, jul./ago. 2018.

Contribuição dos Autores	P. O. Moreira	A. L. C. França	V. S. Pereira	C. F. Rezende	A. S. T. Penedo
1) concepção e planejamento.	X	X	X	X	
2) análise e interpretação dos dados.	X	X	X	X	
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X	X	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X	X	X	X