



Encontro Internacional sobre Gestão  
Empresarial e Meio Ambiente

## **INFLUÊNCIA DA FOLGA FINANCEIRA NO RETORNO POR AÇÕES EM EMPRESAS BRASILEIRAS E CHILENAS**

**CÁTIA HEINZEN**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU - FURB  
catiaheinzen@hotmail.com

**FILIPY FURTADO SELL**

Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB  
filipysell@hotmail.com

**TARCÍSIO PEDRO DA SILVA**

Universidade Regional de Blumenau  
tarcisio@furb.br

## INFLUÊNCIA DA FOLGA FINANCEIRA NO RETORNO POR AÇÕES EM EMPRESAS BRASILEIRAS E CHILENAS

### RESUMO

Devido o mercado de ações ser instável e passar por constantes turbulências, o controle do desempenho organizacional torna-se indispensável para uma gestão sustentável. As empresas necessitam de estratégias que melhorem seus desempenhos tornando-as mais competitivas. Deste modo, a pesquisa destina-se à análise da influência da folga financeira no retorno por ações nas empresas brasileiras e chilenas que fazem parte do IBrX-50 e IPSA-40 respectivamente. Para o alcance do objetivo, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental, com abordagem quantitativa. O período analisado compreendeu 5 anos (2010 a 2014), a amostra final ficou com 27 empresas chilenas e 25 empresas brasileiras. Todos os dados foram tabulados em planilha eletrônica e analisados pelo *software SPSS*. Os resultados evidenciaram que as empresas brasileiras possuem menos folga financeira em relação às empresas chilenas, no entanto, as empresas do Brasil apresentaram índices de retornos por ações melhores em comparação com as empresas do Chile, o que sugere que nem sempre possuir maior folga, terá como resultado um melhor retorno de mercado. Os dados da pesquisa indicaram também que não existe influência da folga financeira no retorno por ações tanto nas empresas brasileiras quanto nas empresas chilenas pelo modelo utilizado e pelo período analisado.

**Palavras-chave:** Folga financeira. Retorno de ações. Brasil. Chile.

### Abstract:

Due the stock market is unstable and undergo constant turmoil, organizational control performance becomes indispensable for a sustainable management. Companies need strategies to improve their performance making them more competitive. Thus, the research is intended to analyze the influence of financial slack in return for shares in the Brazilian and Chilean companies that are part of the IBrX-50 and IPSA-40 respectively. To reach the goal, there was a descriptive, documentary, with a quantitative approach. The analyzed period was five years (2010-2014), the final sample was 27 Chilean companies and 25 Brazilian companies. All data were tabulated in a spreadsheet and analyzed by SPSS software. The results showed that Brazilian companies have less financial slack in relation to Chilean companies, however, the companies of Brazil showed returns of indexes for better action compared to companies of Chile, suggesting that not always have more financial slack, will as a result a better market return. The survey data also indicated that there is no influence of financial slack in return for shares in both Brazilian companies as well as Chilean companies by the model and the period analyzed.

**Keywords:** Financial slack. Stock returns. Brazil. Chile.

## 1 INTRODUÇÃO

A importância da administração do capital circulante não é nova na literatura, propõem-se vários argumentos teóricos para entender a relação entre o capital de giro e desempenho das empresas (AKTAS; CROCI; PETMEZAS, 2015). Ao gerenciar o capital de giro eficientemente, as empresas podem reduzir sua dependência de financiamento externo, e usar o dinheiro liberado para novos investimentos, melhorando a situação financeira e flexibilidade (ALMEIDA; EID JR, 2014).

Neste sentido, Suttapong e Tian e (2012), colocam que as organizações estão buscando práticas inovadoras para melhorar o desempenho e manter a vantagem empresarial, desenvolvendo várias técnicas, artefatos e metodologias para aperfeiçoar-se no mercado global. Dessa forma, a comparação de desempenho e as estratégias são uns dos instrumentos de gestão que se mostram eficazes para maximizar os resultados nos mais diversos campos de atuação.

Conforme Campos e Nakamura (2013) o objetivo primordial das empresas é elevar ao máximo seu valor aos acionistas e no mercado, o objetivo acessório é sobreviver às oscilações no ambiente empresarial e interno sobre a condição de curto prazo. Dessa forma, uma estratégia de proteção é manter uma folga financeira, que consiste na manutenção da capacidade ociosa de recursos por parte da empresa, ou seja, é a capacidade produtiva não utilizada, estoques de produtos acabados ou matéria-prima, ociosidade de mão-de-obra especializada ou equipamentos, excesso de caixa, contratação de linhas de crédito, capacidade de endividamento não utilizada, entre outros.

As empresas que atuam no mercado de ações, para evitar perdas e garantir a maximização de retorno aos acionistas, necessitam de alternativas que possibilite tal avaliação (TAVARES; SILVA, 2012). Muito embora, as instabilidades do mercado acionário resultem em riscos e incertezas, há estudos que auxiliam os investidores na tomada de decisão pelo investimento que agregará riqueza ao acionista. As análises técnicas e fundamentalista apresentam-se como artefatos gerenciais de auxílio ao investidor (PASSOS; PINHEIRO, 2009).

Um dos fatores da análise fundamentalista é o estudo do desempenho financeiro, que pode ser auferido por índices financeiros. Conforme Chiarello (2014), dentre os índices financeiros sobressaem quatro indicadores de mercado, quais seja: *Price Earning Ratio* (PER); *Price Sales Ratio* (PSR); *Price Cash Dividends* (PCD) e *Price Book Value* (PBV).

Alguns estudos analisaram a folga financeira com desempenho (DANIEL et al, 2004), outros com a estrutura de capital (KIM; KIM; LEE, 2008), outros com endividamento (CAMPOS; NAKAMURA, 2013), outros autores analisaram retorno por ações como informações preditivas de retornos (KIM; RITTER, 1998), com rentabilidade médias de ações (COSTA JR; NEVES, 2000), na criação e destruição de valor de empresas (SILVA; FERREIRA; CALEGARIO, 2009), no entanto, não foi encontrado estudos anteriores que analisaram e relacionaram a folga financeira com o retorno por ações.

Diante deste contexto destaca-se a seguinte questão que norteia o desenvolvimento desta pesquisa: Qual a influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas? Nesse sentido, com o intuito de responder a questão apresentada o objetivo deste estudo é analisar a influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas.

A folga financeira é importante nas empresas e justifica-se o estudo por fornecer flexibilidade estratégica e por ser um relevante artifício na tomada de decisão (PATZELT ET AL, 2008). Investir no mercado de ações é ariscado e gera muitas incertezas (PASSOS; PINHEIRO, 2009), dessa forma, é relevante o estudo. A escolha dos países é justificada de acordo com Bastos e Nakamura (2009), os autores evidenciaram que como o Brasil e o Chile são países emergentes, passaram por grandes transformações econômicas, políticas e sociais

nas últimas duas décadas, dessa forma, tornaram-se as principais e mais sólidas economias latino-americanas no contexto atual. Já conforme Terra (2007), o estudo nestes países torna-se relevante por serem exemplos de economias emergentes que passaram por mudanças macroeconômicas em seu ambiente num curto período de tempo. Além disso, conforme o Banco Mundial, no ano de 2014, os dois países tiveram um crescimento no PIB de 2,5% em comparação com o ano anterior.

Ressalta-se, no entanto, que não foram identificadas pesquisas semelhantes no contexto nacional e internacional, o que assinala uma lacuna de pesquisa, justificando desta forma a realização desta.

O estudo está estruturado por cinco seções. Após a introdução, é explorada a fundamentação teórica referente à temática de folga financeira e retorno por ações, posteriormente apresenta-se a metodologia da pesquisa, seguida da análise e discussão dos dados e, por fim, as considerações finais.

## **2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

Nesta seção são apresentadas as principais referências a cerca de folga financeira, retorno por ações, bem como estudos anteriores, os quais se fazem necessários para o embasamento teórico da presente pesquisa. As bases de busca de dados bibliográficos utilizadas nesta pesquisa foram *SPELL – Scientific Periodicals Electronic Library*, *Scopus - Document Search*, *Science Direct*, *Google Acadêmico* e *Portal de Periódicos Capes*. As palavras utilizadas para a busca das referências do estudo foram: “folga financeira”, “financial slack”, “curto prazo”, “modelo Fleuriet”, “gestão circulante”, “retorno de ações”, “*return per shares*”, “*prices*”, “indicadores de mercado”, “*working capital*”.

### **2.1 Folga financeira**

A análise e desenvolvimento dos conceitos de liquidez (folga) nas empresas com a finalidade de avaliação da capacidade de crédito envolve uma gama de usuários, incluindo linhas e agências de classificação de crédito, investidores e seu gerenciamento, e, começou a despertar mais atenção dos gestores e ser testada empiricamente na virada do século XX (BEAVER, 1966).

Myers e Majluf (1984) evidenciam que a soma de dinheiro em caixa, títulos e valores mobiliários caracterizam a folga financeira da empresa. Dessa forma, a lógica para a realização de folga financeira (poder de endividamento não utilizado) é que a empresa não almeja emitir ações no curto prazo, pois a emissão de ações acarretará diminuição dos valores mobiliários da empresa.

A organização apresenta folga em um contexto normal, quando possui excesso de recursos necessários ao seu funcionamento. A folga ocorre quando os recursos são em montante superior ao que seria suficiente para a empresa reagir frente a mudanças no ambiente em que opera (BROMILEY, 1991). Neste contexto, como o ambiente econômico mundial constantemente passa por turbulências e mudanças por alterações ocorridas nos mercados, às empresas precisam definir estratégias de análises para os elementos patrimoniais de curto prazo (gestão do circulante) que proporcionem mudanças no desempenho e consequentemente mantendo-se competitiva no mercado (MARQUES; BRAGA, 1995).

Na gestão do circulante George (2005) evidencia que existem os recursos de capital e financeiro, os quais podem ser discricionários e não discricionários. A folga de recursos financeiros que permitem avaliação do capital de giro pode ser decisiva na tomada de decisão dos gestores e, é usada para firmar as atividades da empresa, absorvendo o excesso de recursos durante o período de crescimento e permitindo a manutenção dos seus compromissos nos períodos de crise.

O capital de giro ou o capital circulante tem participação significativa no desempenho das empresas por cobrir geralmente mais da metade dos ativos totais emitidos (SOUZA; FAMÁ, 1998). O capital circulante líquido (CCL) resultante do excesso de recurso de curto prazo disponível frente aos compromissos anteriormente assumidos, também de curto prazo, correspondendo à folga financeira das empresas (BRAGA; NOSSA; MARQUES, 2004).

O termo folga financeira é definido como a diferença entre os recursos totais e os pagamentos que são necessários frente as suas obrigações, sendo considerada uma sobra de recursos que as empresas podem utilizar de forma discricionária, tanto para combater as ameaças, quanto para explorar as oportunidades (DANIEL ET AL, 2004; CLEARY, 2005; KIM; KIM; LEE, 2008).

Segundo Fusco (2006), a administração de capital de giro deve preocupar em administrar as várias contas patrimoniais com objetivo de manter uma estabilidade financeira com relação ao nível de liquidez de curto prazo da empresa, mantendo um equilíbrio na liquidez, perseguindo a harmonia com as características do negócio explorado. Para Assaf Neto (2003), a liquidez mede a capacidade de pagamento no período assumido pela empresa, na habilidade de saldar as obrigações assumidas tendo como foco a situação de caixa e liquidez, bem como a capacidade de geração e manutenção de sua posição de equilíbrio financeiro.

A pesquisa de Campos e Nakamura (2013) destacou a relação de liquidez e folga financeira. A liquidez é a capacidade de converter os ativos rapidamente em recursos monetários com o menor desconto possível em relação ao valor intrínseco deste ativo, desta forma, liquidez é tradicionalmente relacionado ao caixa, aplicações e estoques mantidos pelas empresas. A folga financeira é um conceito mais amplo que envolve a liquidez, mas também a capacidade da empresa levantar novos recursos junto ao mercado financeiro.

A folga financeira para Patzelt et al (2008) influencia a decisão gerencial, facilita o desenvolvimento de novos produtos, o crescimento das empresas, e tem influências gerenciais positivas em relação aos riscos. Os autores afirmam ainda que a folga financeira fornece as empresas uma maior flexibilidade estratégica e permite a adaptação a ambientes complexos, bem como, um importante e determinante artefato gerencial para a tomada de decisão, pois tem um impacto relevante sobre a capacidade de pagamento do empreendimento.

Um das estratégias adotadas pelas organizações para manter a estabilidade em períodos de incerteza e manter a uma solidez financeira sustentável é utilizar a folga financeira (AQUEGAWA; SOUZA; 2010). Empresas que enfrentam altas exigências, mas com poucos recursos, orientadas para o crescimento, podem estabelecer estratégias materialmente diferentes de empresas com maior disponibilidade de recursos. Embora existam vantagens em manter uma folga financeira, o zelo demasiado pode muitas vezes estar associado a uma ação prejudicial, por retroceder investimentos e dificultar inovações (BEUREN; STAROSKY FILHO; KRESPI, 2013).

Daniel et al (2004), realizaram um estudo sobre a relação de folga financeira e desempenho utilizando uma meta-análise de 80 amostras em 66 estudos. Os resultados forneceram evidências de que existe uma relação positiva entre a folga e desempenho financeiro, e que os estudos de controle para o desempenho relativo do setor demonstraram uma folga potencial positiva mais forte na relação de desempenho do que aqueles que não incluem esses controles.

Kim, Kim, Lee (2008), investigaram a influência da estrutura de propriedade sobre a folga financeira e investimentos em empresas coreanas utilizando a teoria da agência no período de 1998 a 2003. As evidências encontradas no estudo foram que a folga financeira tem uma relação invertida com os investimentos e, que as diferentes estruturas influenciam nessa relação.

Patzelt et al (2008) examinaram o papel da folga financeira nas decisões dos gestores de risco como busca de alianças estratégicas. Basearam em um projeto experimental de dados sobre 1.632 decisões aninhadas em 51 gestores. O principal resultado obtido foi que de acordo com a perspectiva das capacidades, a folga financeira fornece aos gerentes a capacidade de maximizar os benefícios por meio da formação de aliança, sendo que a folga financeira gera motivações aos gestores na busca alianças estratégicas para o ambiental externo.

Campos e Nakamura (2013) pesquisaram uma proxy para folga financeira de longo prazo como uma medida de endividamento relativo a partir da distância do endividamento mediano do setor. Utilizaram uma amostra de 65 empresas americanas de setores diferentes, compreendendo o período de 1990 a 2009. Os resultados obtidos foram relevantes sobre a capacidade da proxy em avaliar a folga financeira. Uns dos motivos para apresentar essa situação é que dentro do modelo de estrutura apresentado, a folga financeira apresenta poder explicativo, sugerindo desempenhar um papel dinâmico no ajuste das estruturas das empresas.

Bauren, Starosky Filho e Krespi (2014), analisaram folga organizacional versus desempenho financeiro nas empresas da BM & FBovespa. A amostra compreendeu dados de 273 empresas, no período de 2006 a 2010. Os resultados mostraram que se obteve relação significativa entre o desempenho financeiro e o critério de baixa folga. Bem como também, concluíram que o aumento da baixa folga implica em aumento do desempenho financeiro, mas no longo prazo esse desempenho apresenta uma tendência de decréscimo.

Aktas, Croci, Petmezas (2015), examinaram o efeito da gestão do circulante em empresas dos Estados Unidos de 1982 a 2011. As conclusões indicam a existência em um nível ótimo da política de capital de giro e que as empresas convergem para uma condição ideal (ou aumentando ou diminuindo o seu investimento em capital de giro) para melhorar o seu estoque e conseqüentemente a seu desempenho.

## **2.2 Retorno por Ações**

Ao investir no mercado acionário surge, ao investidor, a necessidade de avaliar a situação financeira das empresas onde está sendo investido e, segundo Altman (1971), os indicadores econômico-financeiros são os principais artefatos para tal avaliação. Na avaliação dos investimentos, como análise de preços, taxas de retorno e valores dos títulos negociados nos mercados de capitais, destacam-se duas principais correntes denominadas por análise técnica e análise fundamentalista (SANVICENTE, 1987).

Para Povia (2005), na análise técnica as mais diversas informações acerca das oscilações do mercado são totalmente absorvidas, gerenciadas e repassadas em favor dos tomadores de decisões simultaneamente aos acontecimentos. Já na análise fundamentalista obtém-se o verdadeiro valor da empresa, informação esta que é extraída por meio da verificação de todos os dados existentes no mercado referente à mesma (PINHEIRO, 2005).

Passos e Pinheiro (2009) destacam que na avaliação do retorno de ações, a análise fundamentalista tem se destacado, por examinar o passado dos resultados, a gestão empresarial e as perspectivas de futuro, com o intuito de obter-se a real situação da empresa. Neste sentido, o desempenho financeiro de uma organização pode ser medido por índices financeiros, que proporcionam a constatação da eficiência ou ineficiência financeira, por meio de variáveis (SILVA; FERREIRA; CALEGARIO, 2009).

A análise dos índices financeiros corrobora para maior clareza no que diz respeito não apenas à condição econômica e financeira, mas também à situação global de uma organização, o que acaba por influenciar na mensuração de valores de ações no mercado de capital (SILVA; FERREIRA; CALEGARIO, 2009).

Os autores Tavares e Silva (2012) ainda destacam que a análise técnica, utiliza dados históricos dos ativos em determinados períodos, aprecia a tendência do investimento possibilitando ao investidor escolher dentre o leque de opções de investimentos; e, que a

análise fundamentalista utiliza do cenário econômico e de projeções de resultados, valendo-se também, como base, das informações disponibilizadas nas demonstrações contábeis e de análises do mercado.

Os índices de valor de mercado, relacionando o valor da ação de uma organização com seus lucros, asseguram a comparação do preço de ações entre uma organização e outra (EHRHARDT; BRIGHAM, 2012). Acerca dos quatro índices de valor de mercado destaca-se que o PER, no desempenho de empresas, segundo Anderson e Brooks (2006), serve como medida amplamente utilizada. Para Gitman (2010) o PER ao informar quanto os investidores estão dispostos a pagar por lucro da empresa, torna-se o indicador mais completo de mercado de ações.

Apesar de ser o indicador mais completo deve-se observar que seus valores são apropriados apenas para o período o qual foi identificado, visto que, suportam constantes oscilações com passar do tempo (ASSAF NETO, 2010). Já o PSR não sofre tanta oscilação, o que o torna mais seguro (DAMODARAN, 1997). O PSR apresenta-se como a melhor medida de avaliação individual, destacando-se como referência para futuros investidores, que optam por investimentos em empresas que demonstram baixos índices de PSR (O'SHAUGHNESSY, 2005).

Quanto ao PCD, importa salientar que o crescimento esperado pode não ser alcançado, em decorrência do pagamento de elevados dividendos, o que significa menos recursos disponíveis para investimentos e, por conseguinte, desvalorizando a ação (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Neste sentido, o autor Pinheiro (2012) afirma que empresas em crescimento tendem diminuir o índice PCD visando reinvestir o lucro obtido em investimentos na própria empresa ao invés de pagar altos dividendos.

Por fim, referente ao PBV, Damodaram (1997) afirma que, por ser o valor contábil estável, aponta dados relevantes para diagnósticos de investimentos e possibilita a comparação com o valor de mercado. Esse índice demonstra que empresas com maior valor de mercado em relação ao valor contábil são mais valorizadas e o inverso é verdadeiro, empresas com valor de mercado menor que o valor contábil são menos valorizadas (PINHEIRO, 2012).

### **3 METODOLOGIA**

A fim de analisar a relação entre a folga financeira no retorno por ações das empresas brasileiras e chilenas, a pesquisa se caracteriza como descritiva, por meio de pesquisa documental, com abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreendeu as companhias brasileiras listadas no IBrX-50 e as chilenas listadas no IPSA-40 disponíveis na Base de dados Thomson®. Sendo que para a análise, foi excluído da amostra as holdings e financeiras e empresas que não tinham os dados necessário para o estudo, então, a amostra ficou com 25 empresas brasileiras e 27 chilenas conforme evidenciado no Quadro 1.

**Quadro 1 – Amostra das empresas brasileiras e chilenas**

Identificação na Bolsa Empresas brasileiras		Identificação na Bolsa empresas chilenas	
ABEV3.SA	Ambev SA	ASG.SN	AES Gener SA
BRKM5.SA	Braskem SA	AGUAa.SN	Aguas Andinas SA
BRFS3.SA	BRF SA	ANT.SN	Antarchile SA
CCRO3.SA	CCR SA	BAN.SN	Banmedica SA
HGTX3.SA	Cia Hering	BES.SN	Besalco SA
PCAR4.SA	Companhia Brasileira de Distribuicao	CAP.SN	Cap SA
SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo - SABESP	CEN.SN	Cencosud SA
CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais Cemig	EMB_pb.SN	Coca Cola Embonor SA
CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	COL.SN	Colbun SA
CSAN3.SA	Cosan SA Indústria e Comercio	CCU.SN	Compania Cervecerias Unidas SA
EMBR3.SA	Embraer SA	ECL.SN	ECL SA
FIBR3.SA	Fibra Celulose SA	AND_pb.SN	Embotelladora Andina SA
GGBR4.SA	Gerdau SA	END.SN	Empresa Nacional de Electricidad SA
HYPE3.SA	Hypermarcas SA	CAR.SN	Empresas CMPC SA
KLBN4.SA	Klabin SA	COP.SN	Empresas Copec SA
LAME4.SA	Lojas Americanas SA	ENE.SN	Enersis SA
LREN3.SA	Lojas Renner SA	FOR.SN	Forus SA
NATU3.SA	Natura Cosméticos SA	GAS.SN	Gasco SA
OIBR4.SA	Oi SA	IAM.SN	Inversiones Aguas Metropolitanas SA
CRUZ3.SA	Souza Cruz SA	LAN.SN	Latam Airlines Group SA
SUZB5.SA	Suzano Papel e Celulose SA	QNN.SN	Quinenco SA
VIVT4.SA	Telefonica Brasil SA	RIP.SN	Ripley Corp SA
TIMP3.SA	Tim Participacoes SA	FALS.SN	SACI Falabella
USIM5.SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA Usiminas	SALS.SN	SalfaCorp SA
VALE5.SA	Vale SA	SK.SN	Sigdo Koppers SA
		SON.SN	Sonda SA
		CHT.SN	Vina Concha y Toro SA

Fontes: dados da pesquisa.

A escolha dessa amostra deu-se pelo fato do IBrX-50 ser um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBOVESPA em termos de liquidez e, por o IPSA (Índice de Preços Seletiva) ser considerado o melhor indicador de resultados do mercado de ações chileno para medir os resultados das empresas de maior liquidez listadas na Bolsa de Valores de Santiago.

O objetivo principal da pesquisa descritiva segundo Gil (2002) é a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis. Cabe ressaltar, ainda, conforme o autor, que a pesquisa descritiva observa os fatos, faz os registros, os analisa, faz a classificação e a interpretação correspondente.

Quanto aos procedimentos caracteriza como pesquisa documental pelo fato deste tipo de pesquisa utilizar materiais que ainda não receberam tratamento analítico, tendendo explicar a informação bruta tirando dela algum sentido (RAUPP; BEUREN, 2006). Quanto à abordagem do problema, a pesquisa apresenta aspectos de natureza quantitativa. Para Marconi e Lakatos (2011) a abordagem quantitativa refere-se às pesquisas de atitudes, opiniões e empregam escalas que permitem a quantificação.

O período analisado compreende cinco anos (2010 a 2014). Bastos e Nakamura (2009), Fama e French (1992) também estudaram a temática utilizando esse lapso temporal para análise. Nesse giro Assaf Neto (2010), esse período permite identificar a evolução da empresa nos últimos anos de maneira dinâmica.

O balanço patrimonial das empresas foram reestruturados pelo modelo Fleuriet visando um diagnóstico da real situação financeira das empresas, considerando a movimentação dinâmica e, evidenciando dessa forma, a folga financeira (ALMEIDA; EID JR 2014). Para Pires, Panhoca e Bandeira (2010), o modelo dinâmico de análise econômico-financeira surgiu com enfoque de mudança na análise das empresas, passando da estática

análise dos indicadores de liquidez e capital de giro, para uma base dinâmica, utilizando dados contábeis atualizados, buscando enxergar a capacidade de captação de recursos e a sua utilização para maximizar retornos. Inicialmente o modelo propõe uma nova classificação gerencial, ou seja, reorganizar as contas integrantes do balanço patrimonial segundo sua natureza financeira ou operacional direcionado à análise, sendo essa segregação essencial para o processo de avaliação das necessidades de capital de giro (MARQUES; BRAGA, 1995; MEDEIROS; RODRIGUES, 2004).

Conforme Souza e Bruni (2008) a reorganização das contas ocorrem conforme os seus ciclos, podendo ser cíclicas (contas com ciclo operacional contínuo), não cíclicas (ciclos mais longos e de movimentação lenta) ou erráticas (contas circulantes que não estão relacionadas com a operação da empresa, com movimento descontínuo). Já para Carneiro Junior e Marques (2010) acontecem de acordo com os elementos de curto e longo prazo. A reclassificação das contas contábeis está evidenciada no Quadro 2.

**Quadro 2:** Reorganização dos grupos patrimoniais

<b>APLICAÇÃO DE RECURSOS</b>	<b>ORIGENS DE RECURSOS</b>
Ativo Circulante Financeiro (ACF)	Passivo Circulante Oneroso (PCF)
Ativo Circulante Cíclico (ACC)	Passivo Circulante Cíclico (PCC)
Ativo Não-Circulante (ANC)	Passivo Não-Circulante (PNC)

Fonte: Adaptado de Marques e Braga (1995).

A partir dessa nova classificação do balanço patrimonial, são definidos os três componentes principais da análise dinâmica do capital de giro, ou seja, a necessidade de capital de giro (NCG), o capital de giro (CDG) e o saldo de tesouraria (T) (MARQUES; SANTOS; BEUREN, 2012).

Os dados foram coletados em abril de 2015 na base Thomson® e organizados em planilhas eletrônicas a fim de executar os cálculos das variáveis de estudo que estão representadas no Quadro 3.

**Quadro 3 – Variáveis da pesquisa**

<b>Classificação</b>	<b>Variável</b>	<b>Mensuração</b>	<b>Autores</b>
<b>Variável Dependente</b> Folga financeira	NCG – necessidade de capital de giro	Ativo circulante cíclico – Passivo circulante cíclico	Braga; Nossa; Marques, (2004); Marques; Braga (1995); Pires; Panhoca; Bandeira, (2010)
<b>Variáveis Independentes</b> Retorno por Ações	Price Earning Ratio (PER)	$\frac{\text{Valor de Mercado das ações}}{\text{Lucro por Ação}}$	KIM; RITTER, (1999); COSTA JR; NEVES, (2000); SROUR, (2005); ALBERTON; COSTA JR, (2007); PASSOS; PINHEIRO, (2009)
	Price Cash Dividends (PCD)	$\frac{\text{Dividendo por Ação}}{\text{Valor de Mercado das ações}}$	ASSAF NETO, (2010); PINHEIRO, (2012)
	Price Book Value (PBV)	$\frac{\text{Valor de Mercado das ações}}{\text{Valor Contábil das ações}}$	KIM; RITTER, (1999); COSTA JR; NEVES, (2000); SROUR, (2005); ALBERTON; COSTA JR, (2007); PASSOS; PINHEIRO, (2009)

	Price Sales Ratio (PSR)	$\frac{\text{Valor de Mercado das ações}}{\text{Receita Líquida por Ação}}$	KIM; RITTER, (1999); BRUNNERMEIER; NAGEL, (2013)
--	-------------------------	---	--

Fonte: Dados da pesquisa.

Para alcançar o objetivo do estudo utilizou-se a estatística descritiva e o método de regressão linear múltipla realizada por meio do *software SPSS*. Os resultados foram avaliados com base ao R-quadrado, R-quadrado ajustado, *Durbin-Watson* e pelo nível de significância do modelo.

O  $R^2$  é utilizado para identificar o efeito da variável independente na variável dependente, configurando como um coeficiente de determinação, servindo como grau explicativo da regressão (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011). O  $R^2$  ajustado identifica a porcentagem da mutação da variável dependente pode ser explicada pela regressão, ou seja, identifica e analisa a capacidade explicativa do modelo (DOWNING; WESTERNFIELD; BRADFORD, 1998). Já a técnica de regressão, conforme Brooks (2002), verifica a auto correlação das falhas, ou seja, se os dados estão provocando distorções no desvio padrão e no  $R^2$ . O teste de *Durbin-Watson* para atender os preceitos da regressão, deve apresentar valores próximos a 2 (HAIR JR; ET AL, 2005), sendo que o referido teste verifica a correlação entre as falhas, identificando se os resíduos próximos estão correlacionados (FIELD, 2009), ou seja, medindo o grau de confiabilidade dos dados. Abaixo a equação para a análise referente à finalidade da pesquisa:

$$NCG = \beta_0 + \beta_1 PER + \beta_2 PCD + \beta_3 PBV + \beta_4 PSR + \beta_5 Ano2010 + \beta_6 Ano2011 + \beta_7 Ano2012 + \beta_8 Ano2013 + \beta_9 Ano2014 + \varepsilon$$

A variável dependente do estudo é a folga financeira calculada pela necessidade de capital de giro e as variáveis independentes são compostas pelos quatro índices de retorno por ações: Índice de Preço pelas Vendas; Índice de Preço a Valor de Mercado; Índice de Preço a Valor Contábil; e, Índice de Preço por Lucro.

#### 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nessa seção apresenta-se a descrição, análise e discussão dos resultados da pesquisa que tem por objetivo analisar a influência da folga financeira no retorno por ações das empresas brasileiras listadas no IBrX-50 e das chilenas no IPSA-40 a partir das variáveis independentes: *Price Earning Ratio* (PER); *Price Cash Dividends* (PCD); *Price Book Value* (PBV); e *Price Sales Ratio* (PSR), na variável dependente que é a Necessidade de Capital de Giro (NCG).

Inicialmente evidencia-se a análise da estatística descritiva por ano e por indicadores das empresas brasileiras e chilenas, em seguida apresenta-se a regressão linear múltipla das variáveis dependentes e independentes no período de cinco anos para ambos os países em separado.

##### 4.1 Análises descritivas

A fim de verificar se existe ou não relação entre folga financeira e retorno por ações nas empresas brasileiras e chilenas, realizou-se a análise descritiva das variáveis do estudo, para evidenciar a evolução dos indicadores durante o período analisado (2010 a 2014). A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva por país e por ano.

**Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis das empresas brasileiras e chilenas**

Empresas Brasileiras												
	2010		2011		2012		2013		2014		Total	
	Méd.	DP	Méd.	DP								
NCG	822,17	2.111,18	764,96	2.108,83	513,45	1.920,01	646,76	2.450,39	503,01	1.933,80	650,07	2104,84
PBV	3,88	5,07	4,05	5,01	4,45	5,66	3,51	4,05	3,58	4,09	3,89	4,78
PSR	1,68	1,50	2,24	3,10	1,91	4,44	2,75	4,44	1,98	1,85	2,11	3,07
PCD	16,67	37,92	13,82	15,33	11,22	9,66	18,65	39,70	10,23	5,94	14,12	21,71
P/E	0,03	0,04	1,58	1,24	0,03	0,05	0,04	0,08	0,04	0,06	0,34	0,29

  

Empresas Chilenas												
	2010		2011		2012		2013		2014		Total	
	Méd.	DP										
NCG	1.038,20	3.878,16	1.205,44	4.463,10	1.388,77	5.651,84	1.300,44	5.557,47	1.163,09	4.785,43	2.849,61	3.265,97
PBV	2,92	1,54	2,73	1,50	2,52	1,52	1,86	1,03	1,89	1,21	1,95	1,76
PSR	2,00	1,14	1,84	1,15	1,90	1,36	1,46	1,14	1,42	1,18	1,49	1,40
PCD	14,72	9,05	19,53	19,67	20,00	33,69	19,90	38,30	19,78	38,30	21,63	24,25
P/E	0,03	0,03	0,03	0,03	-0,02	0,26	0,03	0,04	0,02	0,05	0,02	0,08

Fonte: dados da pesquisa.

Com base a Tabela 1 observa-se que a média da necessidade de capital de giro (NCG) nas empresas brasileiras é menor que nas empresas chilenas de 2010 a 2014, ou seja, as empresas do Chile têm maior folga financeira que as empresas do Brasil. O que não corrobora com os achados de Leite, Guse, Silva (2014), no qual as empresas brasileiras obtiveram médias de desempenho superior em relação às empresas chilenas. No entanto, na média todas as empresas estão com boa dinâmica de capital de giro, porque conforme Marques e Braga (1995) a NCG positiva indica que as empresas conseguem fazer frente às todas as suas obrigações e ainda sobra uma parcela para utilizarem como vantagem competitiva em tempos de crises ou para reinvestir. Lembrando que a necessidade de capital de giro pelo modelo Fleuriet é resultado da subtração do ativo circulante cíclico pelo passivo circulante cíclico (MARQUES; BRAGA, 1995; PIRES; PANHOCA; BANDEIRA, 2010).

Mas nem sempre possuir uma folga financeira elevada resulta em melhor desempenho organizacional ou de mercado, depende de como as empresas irão gerenciar esses recursos, porque conforme Souza e Bruni (2008), as alterações que ocorrem na NCG são relativas a modificações que ocorrem no ambiente econômico que as empresas estão inseridas. Então não pode-se afirmar que quanto maior a folga, melhor será o retorno, o que não corrobora com os achados de Aktas, Croci, Petmezas (2015), que evidenciaram que um bom nível de folga (capital de giro) melhora o desempenho das empresas e, com o estudo Bauren, Starosky Filho e Krespi (2014) no qual houve uma relação significativa entre o desempenho e o critério de baixa folga. Essa situação fica evidente na análise dos indicadores de retorno por ações. Que de acordo com Ehrhardt e Brigham (2012), os índices de valor de mercado relacionam o valor da ação com lucros e, permitem comparar o preço de ações entre as organizações.

Nota-se que em relação aos indicadores de mercado, as empresas chilenas têm maior retorno somente no índice *Price Cash Dividends* (PCD) com média de 21,63 contra 14,12 respectivamente, para os demais índices as empresas brasileiras encontram-se com maiores retornos. Ou seja, na média as empresas brasileiras proporcionam maiores retornos para seus acionistas do que as empresas chilenas, mesmo apresentando menor folga financeira. O que vai de encontro ao estudo de Guse et al (2014), que evidenciaram que as empresas do Chile tiveram um maior retorno em relação as empresas do Brasil. Uma explicação para esse fato

segundo Martinsons e Davison (2007), é porque as empresas chilenas costumam manter decisões mais centralizadas e arbitrárias, não tem perfil de arriscar muito no mercado de ações. O que vai de encontro ao que Afonseca e Viera (2007) relataram, para eles as empresas do Chile têm uma cultura organizacional diferente do Brasil, são mais flexíveis, criativos e conseguem se adaptar melhor as condições de mercado que os brasileiros, então, muitas vezes conseguem um retorno também melhor.

Analisando o desvio padrão, variação em relação à média das variáveis do estudo, percebe-se que a variável necessidade de capital de giro apresenta variação significativa em todos os anos, o que demonstra que a folga financeira das empresas brasileiras pertencentes ao IBrX-50 e as empresas chilenas pertencentes ao IPSA-40 apresentam alta variação no período analisado. Já nos índices de valor de mercado, o desvio padrão ficou mais próximo da média, indicando que na média não houve muita diferença no retorno por ações das empresas analisadas.

#### 4.2 Regressão Linear Múltipla

Numa segunda análise da pesquisa, foram elaboradas duas regressões lineares múltiplas, primeiramente constituiu o estudo nas empresas do Brasil e posteriormente nas empresas do Chile, sendo que os testes estatísticos utilizados são os mesmo tanto para as empresas brasileiras, quanto para as empresas chilenas. Os resultados foram avaliados com base ao R-quadrado, R-quadrado ajustado, *Durbin-Watson* e pelo nível de significância do modelo.

A Tabela 2 evidencia as regressões lineares múltiplas das empresas brasileiras a fim de verificar se existe influência (positiva, negativa ou nula) da folga financeira no retorno por ações. Considerando que segundo Campos e Nakamura (2013), a folga financeira envolve a liquidez, e a capacidade da empresa levantar novos recursos junto ao mercado financeiro.

**Tabela 2 - Resultado do modelo de Regressão Linear das empresas brasileiras**

Variáveis	Regressão Linear Múltipla – Brasil	
	NCG – necessidade de capital de giro	
	Coefficiente	Significância
(Constante)	1077,28	0,00
Price Earning Ratio (PER)	-77,98	0,05*
Price Cash Dividends (PCD)	-89,80	0,22
Price Book Value (PBV)	1,24	0,87
Price Sales Ratio (PSR)	141,30	0,53
R2	0,06	
R2 ajustado	0,03	
<i>Durbin-Watson</i>	2,18	
Sig.	0,11	

\*Significativo ao nível 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os resultados evidenciados na Tabela 2, o R<sup>2</sup> indica que as variáveis independentes são responsáveis por 6% da variação da necessidade de capital de giro, o que indica a não confiabilidade no modelo. No entanto, pela análise do teste *Durbin-Watson* os dados indicaram a confiabilidade dos dados. Porém, o modelo não ficou significativo ao nível de 5%, o que indica que a necessidade de capital de giro não é significativa para avaliar o retorno das ações das empresas brasileiras.

Ainda conforme dados da Tabela 2, a única variável independente que apresentou significância e influência negativa na folga financeira foi o Price Earning Ratio (PER), o que corrobora com Anderson e Brooks (2006) e Gitman (2010), ambos indicam que esse índice se

destaca mais em relação aos demais três índices de valor de mercado no desempenho de empresas, e é muito utilizado para medir e informar quanto os investidores estão dispostos a pagar por lucro da empresa. Os demais indicadores, Price Cash Dividends (PCD), Price Book Value (PBV), e Price Sales Ratio (PSR) não apresentaram relevância no modelo, ou seja, a necessidade de capital de giro não sofre influência por esses indicadores.

No entanto, de acordo com os dados evidenciados na Tabela 3, que analisa os resultados da regressão linear múltipla nas empresas chilenas, nenhum dos quatro indicadores do retorno por ações influenciam (negativamente ou positivamente) na folga financeira das empresas da amostra.

**Tabela 3 - Resultado do modelo de Regressão Linear das empresas chilenas**

Variáveis	Regressão Linear Múltipla – Chile NCG – necessidade de capital de giro	
	Coefficiente	Significância
(Constante)	3079,70	0,00
Price Earning Ratio (PER)	-516,67	0,11
Price Cash Dividends (PCD)	-525,60	0,17
Price Book Value (PBV)	11,31	0,41
Price Sales Ratio (PSR)	3034,66	0,23
R2	0,07	
R2 ajustado	0,04	
<i>Durbin-Watson</i>	2,25	
Sig.	0,05	

\*Significativo ao nível 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os dados evidenciados na Tabela 3, o R<sup>2</sup> resultou em 7%, o que indica que os indicadores de retorno por ações não são influenciados pela necessidade de capital de giro (folga financeira) nas empresas chilenas. Os resultados da análise de regressão linear nessas empresas sugeriram que nenhuma das variáveis independentes (Price Earning Ratio, Price Cash Dividends, Price Book Value, Price Sales Ratio) apresentam influência significativa na variável dependente (necessidade de capital de giro). Isso demonstra que o retorno por ações não influencia na folga financeira das empresas chilenas.

Dentro do modelo de regressão linear apresentada, a folga financeira não apresenta poder explicativo, ou influência nos índices de valor de mercado. E conforme foi evidenciado na justificativa do estudo, não foram encontradas pesquisas relacionando a folga financeira com o retorno por ações, no entanto, a folga financeira com outros indicadores apresenta uma relação positiva, como no estudo de Daniel et al (2004) no qual quanto maior a folga financeira, maior será o desempenho financeiro da empresa. O que não corrobora com os resultados dessa pesquisa, em que o país com maior folga não apresentou também maior retorno. Já na pesquisa de Kim, Kim, Lee (2008), a estrutura da empresa é influenciada pela folga financeira, o que vai de encontro com Campos e Nakamura (2013), onde a folga financeira apresenta poder explicativo em relação à estrutura das empresas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a influência da folga financeira no retorno por ações das empresas brasileiras e chilenas listadas no IBrX-50 e IPSA-40, respectivamente. A amostra analisada compreendeu 25 empresas brasileiras e 27 empresas chilenas em um período de cinco anos, correspondendo de 2010 a 2014.

Os resultados evidenciaram que as empresas brasileiras possuem menor folga financeira em relação às empresas chilenas, no entanto, as empresas do Brasil apresentaram

índices de retornos por ações melhores, o que sugere que nem sempre as empresas com maior folga, terão melhores retornos de mercado.

Na análise das empresas brasileiras, os resultados indicaram que, dentre as variáveis independentes analisadas, a variável a *Price Earning Ratio* (PER) influencia negativamente na folga financeira. As demais variáveis não apresentaram significância semelhante, ou seja, não existe influência do retorno por ações na necessidade de capital de giro. Já nas empresas chilenas não houve influência significativa da folga financeira no retorno por ações em nenhum dos indicadores, o que sugere que não há influência das variáveis independentes na variável dependente.

Neste giro, pode-se concluir que nas empresas brasileiras, pelo período analisado, o PER influencia negativamente na folga financeira, ou seja, quanto maior o PER, menor será a NCG, e os indicadores PCD, PBV e PSR não influenciam significativamente na folga financeira. Já nas empresas chilenas todos os índices PER, PCD, PBV e PSR não influenciam na folga financeira. O que demonstra uma pequena diferença entre a análise das empresas brasileiras e chilenas, visto que, nas empresas brasileiras o PER influenciou negativamente na folga financeira e nas empresas chilenas a folga financeira não sofreu influência por esse e nenhum outro índice de mercado analisado.

Nota-se algumas limitações desta pesquisa como os testes  $R^2$  e  $R^2$  ajustado do modelo, tanto para empresas brasileiras como para empresas chilenas, apresentaram valores baixos de  $R^2$  de 6% e  $R^2$  ajustado de 3% (nas empresas brasileiras) e  $R^2$  de 7% e  $R^2$  ajustado de 4% (nas empresas chilenas). Outra limitação é a amostra utilizada, devido a dados incompletos, exclusão de holdings e empresas financeiras, ficaram em 25 empresas brasileiras e 27 chilenas, fato este que no modelo analisado gera uma baixa significância na correlação das variáveis estudadas.

Apesar das limitações de pesquisa este estudo denota-se significativa por preencher uma lacuna de pesquisa identificada na revisão literária e exposta na fundamentação teórica. A contribuição desse estudo é analisar a influência da folga financeira no retorno de ações, visto que, não existiam estudos analisando a correlação de uma com a outra, mas sim com outras variáveis como de desempenho financeiro e estrutura de capital.

Por fim, sugere-se analisar este tema com uma amostra maior, tanto para empresas brasileiras e chilenas, utilizando o mesmo modelo e análise das significâncias da correlação dos dados no programa *SPSS*, a fim de aumentar a significância da amostra, confirmar ou contrariar as limitações e os achados dessa pesquisa. Bem como buscar outras formas de analisar a influência da folga financeira no retorno por ações, que não seja pela regressão linear utilizada nesse estudo. Neste contexto, outra proposta de pesquisa futura é comparar o mercado brasileiro com outros mercados correlatos para identificar se há a mesma relação do resultado comparado com empresas chilenas.

## REFERÊNCIAS

- AKTAS, Nihat; CROCI, Ettore; PETMEZAS, Dimitris. Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 98-113, 2015.
- ALTMAN, Edward I. Railroad bankruptcy propensity. **The Journal of Finance**, v. 26, n. 2, p. 333-345, 1971.
- ANDERSON, Keith; BROOKS, Chris. The Long-Term Price-Earnings Ratio. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 7-8, p. 1063-1086, 2006.
- AQUEGAWA, Haroldo Paulo; SOUZA, Emerson Santana de. **Sustentabilidade financeira a partir dos índices de liquidez e ciclo financeiro**: uma análise setorial do portfólio ISE frente à crise de 2008. 2010.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do Capital de Giro**. 3ª Ed. São Paulo. Ed. Atlas, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BANCO MUNDIAL. **World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files**. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economicprospects/data?region=LAC>> Acesso em: 28 jul. 2015.

BRAGA, Roberto; NOSSA, Valcemiro; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. SPE, p. 51-64, 2004.

BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BEAVER, William H. Financial ratios as predictors of failure. **Journal of accounting research**, p. 71-111, 1966.

BRIGHAM, Eugene; EHRHARDT, Michael. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Thomson, 2006.

BROOKS, Cris. **Introductory Econometrics for Finance**. New York: Cambridge University Press, 2002.

BROMILEY, Philip. Testing a causal model of corporate risk taking and performance. **Academy of Management journal**, v. 34, n. 1, p. 37-59, 1991.

BUEREN, Ilse Maria; STAROSKY FILHO, Loriberto; KRESPI, Nayane Thais. Folga organizacional versus desempenho financeiro Um estudo nas empresas da BM & FBovespa. **Contaduría y Administración: Revista Internacional**, v. 59, n. 2, 2014.

CAMPOS, Anderson; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Folga Financeira Avaliada como Endividamento Relativo e Estrutura de Capital. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-19, 2013.

CARNEIRO JUNIOR, João Bosco Arbués; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Uma avaliação crítica dos modelos dinâmicos de curto prazo e sua integração à análise vertical da demonstração das origens e aplicações de recursos. **REVISTA de CONTABILIDADE do MESTRADO em CIÊNCIAS CONTÁBEIS da UERJ (ON-LINE)**, v. 10, n. 1, 2010.

CHIARELLO, Tânia Cristina. **Influência da estrutura de capital e da política de dividendos no desempenho financeiro de empresas familiares brasileiras e chilenas**, 2014. 140f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2014.

CLEARY, Sean. Corporate investment and financial slack: international evidence. **International Journal of Managerial Finance**, v. 1, n. 3, p. 140-163, 2005.

CORRAR, Luiz J; PAULO, Edilson; DIAS FILHO José Maria. **Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

DA SILVA, Júlio Orestes; SANTOS, Vanderlei; HEIN, Nelson; LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de. Nível informacional entre a análise tradicional e avançada do capital de giro. **Revista Pretexto**, v. 13, n. 2, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Qualitymark, 1997.

DANIEL, Francis; LOHRKE, Franz; FORNACIARIC, Charles; TURNER JR, Andrew. Slack resources and firm performance: a meta-analysis. **Journal of Business Research**, v. 57, n. 6, p. 565-574, 2004.

DE AFÔNSECA, Suzana Melgaço; VIEIRA, Adriane. A gestão da cultura organizacional de uma empresa multinacional: Brasil X Chile. **Revista de Administração FEAD**, v. 4, 2007.

DE ALMEIDA, Juliano Ribeiro; EID, William. Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 5, p. 924-934, 2014.

DE SOUZA, Milanez Silva; FAMÁ, Rubens. Gestão do Capital de Giro na Corporação Virtual. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 9, n. 2, p. 15-30, 1998.

DE SOUZA, Sandra Marinho; BRUNI, Adriano Leal. RISCO DE CRÉDITO, CAPITAL DE GIRO E SOLVÊNCIA EMPRESARIAL: UM ESTUDO NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE TRANSFORMAÇÃO DE COBRE. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 2, p. 59-74, 2008.

DOWNING, D., WESTERNFIELD, R.W. y BRADFORD, D.J. **Princípios da administração financeira**. São Paulo: Saraiva, 1998.

EHRHARDT, Michal C.; BRIGHAM, Eugene F. **Administração Financeira: teoria e prática**. 13. ed. Tradução de Fz2translate. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

FIELD, Andy. **Descobrimos a estatística usando o SPSS**. 2. ed. São Paulo: Artmed, 2009.

FUSCO, José Paulo Alves. **NECESSIDADE de CAPITAL DE GIRO ENÍVEL DE VENDAS**. 1996.

GEORGE, Gerard. Slack resources and the performance of privately held firms. **The Academy of Management Journal**, v.48, n. 4, 2005.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 12.ed. São Paulo: Pearson, 2010.

GUSE, Jaqueline Carla; LEITE, Maurício; Silva, Tarcísio Pedro da; MORÁS, Vânia Regina. Analysis of financial and economic performance technology companies leveraging information brazilian and chilean. **IN: International Conference on Information Systems and Technology Management – CONTECSI, 2014**.

HAIR JR., Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L; BLACK, Willian C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. São Paulo: Bookman, 2005.

KIM, Hicheon; KIM, Heechun; LEE, Peggy M. Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments: Evidence from Korean firms. **Organization Science**, v. 19, n. 3, p. 404-418, 2008.

LEITE, Maurício; GUSE, Jaqueline Carla; SILVA, Tarcísio Pedro. Análise de desempenho econômico financeiro de empresas de logística brasileiras e chilenas. **In: SIMPOI, 2014**.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, análise e interpretação de dados**. São Paulo: Atlas, 2011.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 3, p. 49-63, 1995.

MARQUES, Leandro; DOS SANTOS, Vanderlei; BEUREN, Ilse Maria. Abordagem dinâmica do capital de giro em artigos publicados nos periódicos nacionais do Qualis CAPES. **Revista de Economia e Administração**, v. 11, n. 1, 2012.

MAROCO, João; BISPO, Regina. **Estatística aplicada às ciências sociais e humanas**. 2003.

MARTINSONS, Maris G.; DAVISON, Robert M. Strategic decision making and support systems: Comparing American, Japanese and Chinese management. **Decision Support Systems**, v. 43, n. 1, p. 284-300, 2007.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; RODRIGUES, Fernanda Fernandes. Questionando empiricamente a validade do Modelo Fleuriet. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, p. 25-32, 2004.

- MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- PATZELT, Holger; SHEPHERD, Dean A. DEEDS, David; BRADLEY, Steven W.. Financial slack and venture managers' decisions to seek a new alliance. **Journal of Business venturing**, v. 23, n. 4, p. 465-481, 2008.
- PINHEIRO, Juliane Lima. **Mercado de Capitais**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- PINHEIRO, Juliane Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- PIRES, Eder Alexandre; PANHOCA, Luiz; DA ROCHA BANDEIRA, Goubert Laertes. Análise da influência do modelo dinâmico na geração de valor econômico agregado nas empresas calçadistas listadas na Bovespa nos anos de 2005, 2006 e 2007. **Revista Gestão Organizacional**, v. 3, n. 2, p. 225-237, 2010.
- PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. São Paulo: Globo, 2004.
- O'SHAUGHNESSY, James P. **What works on Wall Street**. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 2005.
- REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. **Investment analysis and portfolio management**. 7. ed. Cincinnati: Thomson-South Western, 2003.
- SANVICENTE, Antonio Zoratto. Como fazer e como não fazer uma análise dos fundamentos dos valores de ações ordinárias. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 19, n. 2, 1984.
- SILVA, Sabrina Soares da; FERREIRA, Patrícia Aparecida; CALEGARIO, Cristina Leis Leal. Estratégias financeiras empresariais para criação e destruição de valor. **Revista GESTÃO.Org**, 7(3), p. 348-362, 2009.
- SUTTAPONG, Ketsaraporn; TIAN, Zhilong. Performance Benchmarking for Building Best Practice in Small and Medium Enterprises (SMEs). **International Journal of Business and Commerce**, v. 1, n. 10, p. 46-60, 2012.
- TAVARES, Adilson de Lima; SILVA, César Augusto Tibúrcio. A análise financeira fundamentalista na previsão de melhores e piores alternativas de investimento. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 37-52, 2012.
- TERRA, Paulo Renato Soares. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração**, v. 42, n. 2, p. 192-204, 2007.