

Influência da Folga Financeira na Estrutura de Capital em Empresas de Alimentos Brasileiras, Chilenas e Mexicanas

Resumo

Os estudos sobre estrutura de capital costumam observar as características de determinado grupo de empresas com o intuito de identificar os fatores que determinam essa escolha. No entanto, pouco tem-se observado na literatura o papel da folga financeira nessa tomada de decisão financeira dos gestores. Assim, a pesquisa teve como objetivo examinar a influência da folga financeira sobre a estrutura de capital das empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas. Trata-se de uma pesquisa descritiva, por meio de pesquisa documental, com abordagem quantitativa. O período de estudo compreende os anos de 2009 a 2013, sendo a população composta por todas as empresas de capital aberto dos países Brasil, Chile e México, classificadas no setor de alimentos da Base de dados *Thomson®*. Os dados foram analisados com o uso da técnica de análise de dados em painel. Os resultados obtidos demonstraram que a variável folga financeira possui poder explicativo no endividamento das empresas dos três países analisados, sendo assim considerada um fator determinante da estrutura de capital das empresas de alimentos, que tem influência negativa e positiva sobre a escolha de estrutura de capital das mesmas, cabendo ao gestor decidir a melhor forma de tomar essa decisão para maximizar o valor da empresa. Além disso, destaca-se que houve uma maior semelhança entre as variáveis que influenciam a estrutura de capital das empresas Chilenas e Mexicanas em relação às Brasileiras.

Palavras-chave: Empresas de alimentos; Estrutura de Capital; Folga Financeira.

1 INTRODUÇÃO

Algumas décadas se passaram desde os primeiros estudos sobre estrutura de capital. O trabalho de Myers (1984) afirmava que não se conhecia a política de dividendos de uma empresa, mas apenas que mudanças significativas na estrutura de capital forneciam informações aos investidores. Campos e Nakamura (2013) mencionam que mesmo com o desenvolvimento de estudos empíricos ao longo dessas décadas, ainda não se tem um conhecimento profundo dos fatores que determinam o endividamento de uma empresa.

Alguns trabalhos dessa linha de pesquisa costumam testar duas importantes teorias que é a *trade-off* por Modigliani e Miller (1958; 1963) e a *pecking order* por Myers e Majluf (1984), na qual a primeira teoria (*trade-off*) defende que na proporção que uma empresa aumenta seu endividamento, eleva também seu benefício fiscal, maximizando seu valor. Já a segunda teoria, *pecking order*, de acordo com Myers e Majluf (1984), é quando a empresa define seus ativos e os momentos de crescimento são favorecidos a ela, priorizando o financiamento por meio de recursos internos.

Diante desse contexto, essas teorias são aplicadas a vários setores da economia, como apresentado estudo de Hoffmann (2009) que analisa a estrutura de capital das empresas pertencentes ao Índice de Preços Seletiva (IPSA) no Chile, em que é verificada a assimetria da informação, cujo as empresas pertencentes ao índice estudado têm maior visibilidade no mercado, reduzindo a assimetria e fornecendo acesso a fontes de financiamento externo. O trabalho de Bastos e Nakamura (2009) verificou a estrutura de capital das empresas da América Latina, fazendo uma comparação entre os países do Brasil, Chile e México entre 2001 e 2006 e conforme os dados encontrados verificou-se que no Brasil e no México a teoria de *pecking order* exerce maior influência sobre a estrutura de capital das empresas e no Chile a teoria de *trade off* também tem forte influência.

A estrutura de capital pode ser vista em setores específicos como no estudo de Anggono e Pertiwi (2013) que examinaram a estrutura de capital em empresas do setor de alimentos e bebidas na Indonésia, relatando que por determinação da estrutura de capital, as empresas de alimentos e bebidas na Indonésia podem ter a maximização no valor da empresa e, portanto, podem atrair potenciais investidores. Para encontrar os resultados, foi utilizado a abordagem WACC - Custo Médio Ponderado de Capital, sendo que nos quatro anos analisados, foi observado em 2008 que a relação dívida efetiva e capital próprio não estavam em condição ideal, uma vez que os índices da dívida WACC estavam elevados, sendo que, de 2009 a 2011, várias empresas da amostra apresentaram ótima relação dívida e capital próprio.

Diante desse contexto emerge-se a seguinte questão problema da pesquisa: qual a influência da folga financeira na estrutura de capital das empresas de alimentos do Brasil, Chile e México? Desta forma, o objetivo geral desse estudo é examinar a influência da folga financeira sobre a estrutura de capital das empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas.

O estudo justifica-se pela importância das investigações na área, como garantem Correa, Basso e Nakamura (2013), que pesquisas sobre estrutura da capital das empresas são consideradas dentre as mais relevantes na área de finanças. Ademais, destaca-se que o incremento da folga financeira no estudo é substancialmente importante, buscando localizar indícios que uma variável determinada para folga financeira possa avaliar o endividamento relativo das empresas e que pode ser um determinante da estrutura de capital dessa.

Além disso, o estudo aborda um importante setor econômico mundial e que está em processo de crescimento, uma vez que, como destaca Amelong et. al. (2012), o consumo de alimentos eleva-se em função do crescimento da população, mas vem sendo amplificado também pela industrialização das economias emergentes, sendo que, os países aqui estudados, Brasil, Chile e México, de acordo com o Fundo Monetário Internacional - FMI se enquadram entre os principais países emergentes do mundo. Nessa tendência, no Brasil, Conceição

(2007) já se preocupava com necessidade de conhecer as características das empresas do setor de alimentos no que se refere às inovações tecnológicas, à exportação, ao emprego, e também à questão das novas exigências em relação aos produtos alimentares, associadas ao *food safety*, como transgênicos.

Benachenhou (2013), em um amplo estudo sobre os países emergentes, destacou algumas características dos países aqui objeto de estudo. Em referência ao desempenho econômico, o autor destaca que assim como o Chile, o Brasil teve, em média, os melhores desempenhos na região. Em referência específica ao Brasil, Benachenhou (2013) destaca que, durante os anos recentes, o Brasil surgiu no mercado mundial como potência agrícola, porém não se limita a esse setor, pois as exportações não agrícolas também se diversificaram e se desenvolveram, sendo que, o Brasil se tornou uma superpotência na produção de açúcar, café, carne bovina, aves, soja, etc.

Dando maior ênfase ao Chile neste segundo momento, se destaca em nível mundial como o maior exportador de *blueberries*, uvas, ameixas, maçãs secas, truta e salmão do Pacífico. Noventa por cento (90%) das exportações chilenas são por mar, com uma eficiência 3,2 vezes maior do que o transporte terrestre utilizado na Europa e nos EUA. É considerado líder em exportação de alimentos da América Latina (PROCHILE, 2014)

Neste contexto, Benachenhou (2013) destaca que os indicadores econômicos e financeiros do Chile indicam sinal verde, os indicadores sociais melhoraram e os organismos internacionais aplaudem os resultados conseguidos e a estabilidade das políticas. Os grandes grupos agros alimentares mundiais estão presentes no Chile, e os grupos chilenos conseguiram internacionalizar-se em direção ao México e a Argentina, sendo que, a indústria agroalimentar chilena exporta 300 produtos diferentes para 40 países.

Em relação a economia brasileira e mexicana, a pesquisa de Arriola (2009), destacou que, nos últimos seis anos, a principal característica das relações entre os dois países tem sido o aumento constante do comércio e do investimento. Nesta perspectiva, tratando com maior foco no México, Casas (1993) observou que historicamente o México tem uma longa experiência no desenvolvimento de alimentos e de pesquisa agrícola, uma vez que recebeu um grande impulso do estado a partir de 1930.

Devido a esta abrangência no setor, Garcia (2013) relata que, o indicador de empregos no agroalimentar entre 1980 e 2010 traz vários países representando algumas das maiores regiões do mundo, e as maiores proporções são encontradas na América do Sul (Brasil) e seguido em importância pelo México. Isso também é constatado por Benachenhou (2013), relatando que grandes grupos mexicanos cresceram em diversos setores industriais, entre eles o agroalimentar.

Por fim, cabe destacar que a comparação entre países é importante conforme Nakamura (2009), por conta da influência ambiental sobre o desempenho das firmas, pois tem-se observado um maior número de estudos teóricos e empíricos que consideram não apenas empresas de um único país, mas empresas de diversos países. Assim, a tendência verificada é expandir os estudos sobre os determinantes de estrutura de capital para empresas de diversos países, a fim de encontrar evidências da influência ambiental sobre a estrutura de capital de firmas de um determinado país.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo é relatado a revisão da literatura com o objetivo de fundamentar os aspectos tratados na pesquisa. Diante disto, procedeu-se a separação do capítulo em duas vertentes, sendo a estrutura de capital e a folga financeira. Os artigos e pesquisas utilizadas são derivados das bases *Scopus*, *Scielo*, Google Acadêmico e Portal da Capes. Observa-se ainda que inúmeros trabalhos utilizados para fundamentar o estudo são seminais sobre o assunto e publicados em revistas de alto impacto.

2.1 Estrutura de capital

Iniciando pela teoria clássica, Durant (1952) relatava que temos ouvido sobre uma admitida escassez de capital, e na verdade observamos que muitas empresas financiam expansão com dinheiro retido de operações ou por meio de empréstimos. Isso pode significar, como alguns tem argumentado, que secaram-se as habituais fontes de capital social [...].

Em um segundo momento, numa abordagem neoclássica acerca do uso de capital pelas entidades, Modigliani e Miller (1958) relatam que o custo de capital para os proprietários de uma empresa é simplesmente a taxa de juros de títulos e, derivou a proposição familiar que a empresa, agindo racionalmente, utilizará um dos dois critérios de decisão consciente, que são equivalentes ao abrigo de segurança, correspondentes a maximização dos lucros e a maximização do valor de mercado.

Com relação a maximização dos lucros, Modigliani e Miller (1958) destacam que vale a pena comprar um ativo físico se vai aumentar o benefício líquido dos proprietários da empresa, ou seja, lucro líquido meta aumentará somente se a taxa esperada de retorno, ou rendimento, do ativo exceder a taxa de juros. Já com relação a maximização do valor de mercado, Modigliani e Miller (1958) destacam que vale a pena comprar um ativo se aumenta o valor do patrimônio líquido dos proprietários, ou seja, se acrescenta mais ao valor de mercado da empresa do que os custos de aquisição. Em suma, Modigliani e Miller estavam, nesta abordagem, destacaram no estudo da elaboração do valor da empresa.

Em seguida, Modigliani e Miller (1963) trazem uma revisão de seu estudo inicial realizado em 1958, sendo este posteriormente denominado teoria *trade-off*, em que relataram uma nova abordagem que considera benefícios fiscais no financiamento da dívida. Trazem, portanto, a constatação que existe um ganho quando é realizado alavancagem financeira, uma vez que, os juros destas operações são reconhecidos contabilmente como despesas, descontando assim dos lucros e, por consequência, reduzindo os tributos a recolher sobre o resultado da organização, sendo assim delineadas as vantagens fiscais a serem consideradas nessa segunda abordagem proposta por Modigliani e Miller.

Porém, Modigliani e Miller (1963) relataram ainda que a existência de imposto como vantagem para o financiamento da dívida, não significa necessariamente que as corporações devem sempre utilizar o montante máximo da dívida em suas estruturas de capital. Assim, as empresas precisam conciliar os impactos que esta teoria propõe afim de alcançar o eixo de endividamento ideal que proporcionará maximização de valor das mesmas.

Os achados de Jensen e Meckling (1976) destacaram os custos de capital em que o comportamento gerencial e a estrutura de propriedade da firma fazem parte do processo de decisão sobre a estrutura de capital. Neste contexto, os autores relatam que não usam o termo estrutura de capital propriamente dito porque este termo geralmente denota as quantidades de títulos, ações, crédito comercial, etc., que representam os passivos de uma empresa. O destaque apresentado na pesquisa implica que há uma outra dimensão importante para este problema, ou seja, a quantidade relativa de reclamações realizadas por agentes de dentro (gestão) e de fora (investidores com nenhum papel direto na gestão da empresa).

Posteriormente, Myers e Majluf (1984) destacaram entendimento sobre a hierarquia de recursos, que baseia-se na utilização de tais recursos para investimentos através de uma escala, onde primeiramente tem-se por finalidade utilizar os fundos gerados internamente por meio de lucros retidos, em um segundo plano as empresas devem buscar recursos através de financiamentos com terceiros e, num terceiro momento, deve-se captar recursos por meio de emissão de ações.

Em suma, o modelo desenvolvido por Myers e Majluf (1984) sugere explicações para diversos aspectos do comportamento de financiamento corporativo, com destaque a tendência de confiar em fontes internas de fundos e a preferir a dívida em capital caso financiamento externo for necessário. Além disso, cabe destaque, com estas duas variáveis de fontes de

capitais - interna e externa, destacam que não há uma estrutura-alvo ideal a ser seguida, mas como uma combinação que permitam a otimização de seus recursos.

Titman e Wessels (1988) buscaram compreender sobre os determinantes da estrutura de capital por meio da análise do poder explicativo de algumas das recentes teorias de estrutura de capital ideal, que majoritariamente sugerem que as empresas devem mensurar propriedades que determinam os custos das dívidas e seus benefícios associados. Detectaram através da discussão os atributos que sugerem as teorias de estrutura de capital que podem afetar a escolha da maneira de endividamento da companhia. Esses atributos são, conforme os autores, valor (tipo) dos ativos, benefícios fiscais de dívida, crescimento, singularidade, tamanho, volatilidade dos lucros e rentabilidade.

Posteriormente, Rajan e Zingales (1995) averiguaram os determinantes da estrutura de capital das organizações de capital aberto de países considerados potências mundiais, sendo Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Japão, Itália e Reino Unido. A amostragem foi composta no total por 2.583 empresas dos 7 países analisados e o período é composto entre os anos de 1987 a 1991. Concluíram que a alavancagem empresarial é parecida nos países desenvolvidos analisados. Ademais, destacaram que o nível de endividamento é relacionado negativamente com valor de mercado e contábil, tamanho e lucratividade e positivamente com a tangibilidade.

Com relação aos principais estudos correlacionados, Sunder e Myers (1999) testaram modelos tradicionais de estrutura de capital contra um modelo de hierarquia de financiamento das empresas. A amostragem correspondeu 157 empresas com informações sucessivas de 1971 até 1989. Fazendo contraponto entre *pecking order* e *trade-off*, os autores concluíram que a teoria *pecking order*, na amostragem analisada, proporcionou maioria no poder explicativo numa série de tempo do que o modelo estatístico *trade-off*, principalmente numa análise comparativa entre ambos. Analisando empresas de capital aberto no Brasil, Perobelli e Famá (2001) verificaram quais seriam os fatores indutores do endividamento das empresas. A amostra final foi composta de 165 empresas de capital aberto, sendo os dados coletados no banco de dados Economatica. Os principais achados apontam que, no Brasil, o endividamento e os atributos tamanho, crescimento e lucratividade são negativamente associados.

Com estudo voltado a países da América Latina, Perobelli e Famá (2003) analisaram o mercado latino-americano quais seriam os fatores indutores do endividamento das corporações de capital aberto, representado pelos países Argentina, Chile e México. Ao analisarem os dados, verificou-se diferentes resultados para cada um dos países analisados, sendo que, na Argentina apenas o atributo lucratividade mostrou-se relacionada com o endividamento; no Chile, os atributos significantes foram tamanho, lucratividade e estrutura de ativos; e no México, exceto o atributo estrutura de ativos, todos os demais apontaram conexão com o grau de endividamento das empresas.

Com foco em empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro, Bressan et. al. (2009) identificaram os determinantes na estrutura de capital destas organizações. A amostra foi composta por um total de 26 empresas, sendo os dados coletados no banco de dados da Economatica®. Com base no modelo de regressão com dados em painel, os achados indicaram que as variáveis tangibilidade dos ativos, oportunidade de crescimento, tamanho, e lucratividade foram estatisticamente significantes e assim podendo ser interpretadas como fatores determinantes das empresas do agronegócio brasileiro.

Correa, Basso e Nakamura (2013), examinaram o nível de endividamento das maiores empresas brasileiras, sendo a amostragem total de 389 corporações, testando os determinantes das teorias *pecking order* e *trade-off*. Nos resultados destaca-se a relação negativa entre endividamento com rentabilidade e grau de tangibilidade dos ativos e, em contrapartida, relação positiva do endividamento com o risco. Além disso, a análise demonstrou baixa

velocidade do processo de ajuste da estrutura de capital em direção ao nível-alvo, confirmando o viés com base na teoria *pecking order*.

2.2 Folga Financeira

Estudos demonstraram a folga financeira como fator intrínseco às decisões gerenciais. Singh (1986) mencionou que esse fator pode ser considerado moderador dos efeitos das capacidades e oportunidades nas decisões dos gestores na busca por novas alianças. Para Sharfman et. al. (1988) a folga financeira pode ser distinta no que diz respeito ao critério gerencial utilizado para sua implantação. Dentro do contexto de desenvolvimento de produtos, a folga financeira tem-se mostrado fundamental uma vez que é necessária a utilização de recursos para este processo, já que em se tratando de produtos de alta tecnologia o processo pode ser longo, complexo e caro (MISHINA; POLLOCK; PORAC, 2004).

Em outro prisma também contundente sobre a folga, George (2005) relata que esta é usada para estabilizar as operações da empresa, absorvendo o excesso de recursos durante o período de crescimento e permitindo que as empresas mantenham suas aspirações e compromissos durante períodos de crises. Desta forma, a folga pode absorver impactos no que tange a adaptar-se com êxito às pressões para mudança na política, bem como para iniciar transformações na estratégia. Este duplo papel exercido pela folga a torna um mecanismo para influência no desempenho das empresas.

Conduto, Kim, Kim e Lee (2008) destacam que interesses internos podem resultar em diferentes preferências para a alocação de recursos de folga. Negativamente, exibindo a folga como uma fonte de problemas de agência, os teóricos desta teoria argumentam que a folga gera ineficiências, desencorajam os gerentes na tomada de decisões por criar comodismo e consequentemente tende a piorar o desempenho da organização. Positivamente, destacam que a folga financeira fornece às empresas autonomia, possuindo recursos necessários para explorar novas soluções e oportunidades, ou seja, as empresas têm recursos para experimentação em pesquisa e desenvolvimento que podem gerar resultados significativos no futuro.

No mesmo contexto, Bradley, Shepherd e Wiklund (2011) trazem vieses tantos positivos quanto negativos quando trabalha-se com folga financeira. Neste contexto, trazem que a folga possui várias funções chaves, como blindar a empresa de variações internas e externas, reduzir conflitos intra-organizacional por meio do fornecimento de recursos para uma ampla variedade de projetos e permite que as empresas experimentem mudanças organizacionais e inovações. Contudo, a folga pode também trazer resultados negativos, uma vez que tem sido associada, quando em níveis elevados, com a ineficiência na gestão por meio de investimentos em projetos que não aumentam o valor do acionista, a falta de ambição e o descasamento estratégico com o meio ambiente.

Ainda, a folga financeira elevada proporciona efeitos positivos ou negativos para o desempenho das empresas. Como atendimento para tal fato, Zhong (2011), através de seu estudo destacou que a pergunta certa a se fazer não é se a folga é uniformemente boa ou ruim para o desempenho, mas em vez disso, qual o intervalo de folga ideal para se obter o melhor desempenho.

Tem-se diversos estudos neste contexto, como o de Graham e Harvey (2001) que realizaram um levantamento sobre o custo, orçamento e estrutura de capital das empresas com 392 Chefes Financeiros (CFOs). Seus achados constataram que as maiores empresas dependem fortemente de técnicas de valor presente e do modelo de precificação dos ativos, enquanto que as pequenas têm a propensão de utilizar o critério de retorno. Um número considerável de empresas usou o risco da empresa ao invés da avaliação do risco do projeto de novos investimentos. Essas organizações se preocupam com a flexibilidade financeira na

busca pelo endividamento e recente valorização do preço das ações quando emite seu capital próprio.

Daniel et. al. (2004) realizaram uma pesquisa que demonstrou várias relações entre folga dos recursos das empresas e seu desempenho e que os resultados têm se mostrado divergentes. Para isso, foi realizada uma meta-análise com uma amostra de 66 estudos. Os resultados mostraram evidências de uma relação positiva entre os três tipos de folga (disponíveis, recuperáveis e potenciais) e desempenho financeiro. A análise também constatou que os estudos que empregam medidas de folga defasadas não demonstraram uma relação forte entre estas e o desempenho.

A folga organizacional tem como variável as medidas tradicionais de endividamento e nos estudos de Campos e Nakamura (2013) a folga financeira é colocada como variável de longo prazo numa perspectiva de endividamento relativo. A amostra é composta por empresas americanas de 65 setores diferentes no período de 1990 a 2009. Os resultados mostram que com base nas variáveis tradicionais de estrutura de capital a capacidade para se avaliar a folga financeira é fundamental. Logo, os resultados são robustos, quando avaliados por endividamento contábil ou valor de mercado.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a influência da folga financeira sobre a estrutura de capital das empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas, considerando o endividamento geral, de curto e longo prazo como fator determinante, este estudo caracterizou-se como descritivo, por meio de pesquisa documental e com abordagem quantitativa.

A característica descritiva pode ser observada por meio do debate do desempenho das empresas, demonstrando assim, uma descrição da amostra da analisada. Os procedimentos metodológicos tiveram caráter documental, pela análise basear-se em demonstrações financeiras publicadas pelas empresas estudadas no período de 2009 a 2013, disponível na base de dados *Thomson®*. A abordagem do problema desse estudo foi considerada quantitativo por tratar-se de um estudo empírico, no qual foram utilizados métodos estatísticos durante a coleta, tratamento e análise dos dados.

3.1 População e Amostra da pesquisa

Para o desenvolvimento dessa pesquisa, a população foi composta por todas as empresas de capital aberto dos países Brasil, Chile e México, classificadas no setor de alimentos da Base de dados *Thomson®*. A amostra foi composta por todas as empresas do segmento de alimentos processados, utilizando o código internacional SIC (*Standard Industrial Classification*), conforme detalhado na Tabela 1 a seguir apresentada.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa conforme o código SIC

SIC	Descrição
201	Carnes
202	Laticínios
203	Conservas
204	Cereais e legumes
205	Padaria
206	Açúcares e confeitaria

Fonte: dados da pesquisa.

Foram eliminadas as empresas que não continham informações sobre os dados para cálculo das variáveis e a amostra final foi composta por 29 empresas dos três países. Os dados dessas empresas, quanto ao endividamento geral, de curto e longo prazo e das demais variáveis tiveram aspecto primário e sua coleta ocorreu em novembro de 2014.

3.2 Procedimentos para coleta e análise dos dados

As variáveis utilizadas neste estudo foram levantadas conforme a literatura pesquisada, do artigo de Campos e Nakamura (2013) e são demonstradas na Tabela 2.

Tabela 2 – Variáveis desse estudo.

Variáveis dependentes	Descrição	Medição	Autores
C_DEBT	Endividamento de curto prazo	Passivo Circulante/Ativo Total	Bastos e Nakamura (2009);
L_DEBT	Endividamento de longo prazo	Passivo não Circulante/Ativo Total	Bastos e Nakamura (2009);
T_DEBT	Endividamento total	Passivo Circulante + Passivo não Circulante/Ativo Total	Titman e Wessels (1988); Bastos e Nakamura (2009);
Variáveis independentes	Descrição	Medição	Autores
SLACK	Folga Financeira	(Ativo circulante – Estoque) / Passivo circulante	Campos e Nakamura (2013)
PROFIT	Rentabilidade	EBITDA/Ativo Total	Costa e Correia (2007); Bastos e Nakamura (2009);
GROW	Crescimento	(Ativo total t – ativo total t-1) / Total dos ativos t-1	Titman e Wessels (1988);
TANG	Tangibilidade	Ativo Imobilizado/Ativo Total	Costa e Correia (2007);
SIZE	Tamanho	Ln(ativo total)	Titman e Wessels (1988); Costa e Correia (2007);

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 2 mostrou as variáveis que foram utilizadas nessa pesquisa, a qual apresentou algumas limitações, como a falta de dados de algumas empresas componentes da amostra que tiveram de ser excluídas. Após a coleta e tabulação dos dados, foram rodadas as regressões de dados em painel, utilizando o software estatístico *STATA* para cada modelo a seguir apresentados:

Modelo 1: $C_DEBT = \beta_0 + \beta_1 SLACK + \beta_2 PROFIT + \beta_3 GROW + \beta_4 TANG + \beta_5 SIZE + e$

Modelo 2: $L_DEBT = \beta_0 + \beta_1 SLACK + \beta_2 PROFIT + \beta_3 GROW + \beta_4 TANG + \beta_5 SIZE + e$

Modelo 3: $T_DEBT = \beta_0 + \beta_1 SLACK + \beta_2 PROFIT + \beta_3 GROW + \beta_4 TANG + \beta_5 SIZE + e$

A análise de cada modelo foi composta pela resposta ao objetivo da pesquisa que é analisar a influência da folga financeira sobre a estrutura de capital das empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas. Dessa forma, além de uma perspectiva do endividamento total, também foi observada a influência da folga financeira com o endividamento no curto e longo prazo e verificado as semelhanças e diferenças dessa relação nas empresas de alimentos do Brasil, Chile e México.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Antes de efetuar a análise de regressão em painel o estudo buscou testar a normalidade das variáveis e verificou-se que estas apresentam distribuição normal, permitindo o uso da técnica selecionada para o estudo. Além disso, foram aplicados os pressupostos para definição do método a ser utilizado, sendo pooling, efeitos fixos ou aleatórios.

Num primeiro momento, o teste Chow foi usado para verificar a igualdade (pooling) ou diferença (efeitos fixos) para todas as croos-sections. Em seguida, o teste LM de Breusch-Pagan foi feito para verificar se a variância dos resíduos que demonstram as diferenças

individuais é igual (pooling) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero. E ao final, foi feito o teste de Hausman com o intuito de comparação dos resultados dos modelos de efeitos fixos com os de efeito aleatório. Os resultados podem ser observados na Tabela 3.

Tabela 3 – Resultados dos modelos de regressão em painel

BRASIL						
Variáveis	EFEITOS FIXOS		POLS		EFEITOS FIXOS	
	(1) Endividamento Curto Prazo		(2) Endividamento Longo Prazo		(3) Endividamento Total	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
	SLACK	-0.288	0.008*	-0.026	0.435	-0.29
PROFIT	-0.309	0.084	-0.034	0.529	-0.357	0.065
GROW	-0.218	0.059	-0.01	0.763	-0.249	0.045*
TANG	-0.37	0.061	-0.015	0.878	-0.416	0.052
SIZE	-0.056	0.010*	0.001	0.973	-0.002	0.937
Sig. Model.	0,000*		0,904		0,000*	
R²	0,641		0,048		0,499	
LM de Breusch-Pagan	Sig X² 0,0000*		Sig X² 1,0000		Sig X² 0,0000*	
Teste de Chow	Sig. F 0,0000*		-		Sig. F 0,0000*	
Teste de Hausman	Sig. X² 0,0000*		-		Sig. X² 0,0000*	
Nº obs.	45		45		45	
Variáveis	CHILE					
	EFEITOS FIXOS		EFEITOS FIXOS		EFEITOS FIXOS	
	(1) Endividamento Curto Prazo		(2) Endividamento Longo Prazo		(3) Endividamento Total	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
SLACK	-0.158	0.000*	0.088	0.002*	-0.062	0.286
PROFIT	-0.221	0.123	0.322	0.132	0.166	0.008*
GROW	-0.052	0.234	-0.031	0.592	-0.08	0.351
TANG	-0.464	0.000*	0.096	0.475	-0.257	0.104
SIZE	-0.004	0.866	0.119	0.016*	0.16	0.026*
Sig. Model.	0,000*		0,022*		0,000*	
R²	0,583		0,278		0,636	
LM de Breusch-Pagan	Sig X² 0,0000*		Sig X² 0,0000*		Sig X² 0,0000*	
Teste de Chow	Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*	
Teste de Hausman	Sig. X² 0,0000*		Sig. X² 0,0000*		Sig. X² 0,0000*	
Nº obs.	55		55		55	
Variáveis	MÉXICO					
	EFEITOS FIXOS		EFEITOS FIXOS		EFEITOS FIXOS	
	(1) Endividamento Curto Prazo		(2) Endividamento Longo Prazo		(3) Endividamento Total	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
SLACK	-0.091	0.000*	0.074	0.000*	-0.021	0.244
PROFIT	0.092	0.645	-0.395	0.074	-0.356	0.082
GROW	-0.022	0.685	-0.053	0.393	-0.082	0.149
TANG	-0.571	0.026*	0.369	0.049*	-0.055	0.765
SIZE	-0.04	0.278	0.063	0.002*	0.035	0.106
Sig. Model.	0,000*		0,000*		0,033*	
R²	0,546		0,605		0,360	
LM de Breusch-Pagan	Sig X² 0,0000*		Sig X² 0,0000*		Sig X² 0,0000*	
Teste de Chow	Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*	
Teste de Hausman	Sig. X² 0,0000*		Sig. X² 0,0000*		Sig. X² 0,0000*	
Nº obs.	45		45		45	

*Nível de significância de 5%.

Fonte: dados da pesquisa

Conforme resultados demonstrados na Tabela 3, com o teste de Chow aceitou-se a hipótese nula de que o intercepto é igual para todas as *cross-section*. Logo, deve-se utilizar o método pooling para o modelo de endividamento total e de longo prazo para as empresas brasileiras e quanto ao modelo de curto prazo, a hipótese nula foi rejeitada e nesse caso foi utilizado o modelo de efeitos fixos. Este último também foi utilizado para os modelos de longo prazo e total do Chile e de curto prazo para as empresas do México. Quanto ao teste LM de Breush-Pagan, foi possível aceitar a hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero, apenas para o modelo de longo prazo das empresas brasileiras e para todos os modelos das empresas chilenas e mexicanas.

Ao final, os resultados do teste de Hausman, demonstram que houve rejeição da hipótese nula, assim, o modelo de efeitos fixos é o mais indicado para o modelo de longo prazo das empresas brasileiras e chilenas, assim como o modelo de endividamento total para as organizações do Chile. A aceitação da hipótese nula, indicou que fosse usado para os modelos de endividamento de longo prazo e total os resultados de efeitos aleatórios. Dessa forma, esses modelos foram os mais adequados para explicar a relação das variáveis escolhidas para verificar sua influência sobre o endividamento das empresas brasileiras, chilenas e mexicanas no setor de Alimentos listadas nas suas respectivas bolsas de valores.

A Tabela 3 também demonstra o coeficiente de determinação (R^2), ou seja, o poder explicativo dos modelos utilizados. Para as empresas de brasileiras o valor demonstrou 0,6407 (C_DEBT) e 0,4990 (T_DEBT) e para o modelo L_DEBT não demonstrou significância, logo seu poder explicativo foi baixo. Isso significa que as variáveis independentes são responsáveis por 64,07% da variação do endividamento total e 49,90% do endividamento total.

Nessa mesma linha, observou-se que para as empresas chilenas os três modelos tiveram poder explicativo significativo, logo 58,25% das variáveis independentes explicam a variação do endividamento de curto prazo, 27,75% do endividamento de longo prazo e 63,62% do endividamento total. Quanto as empresas mexicanas o poder explicativo foi de 54,60% para o endividamento de curto prazo, 60,55% para o endividamento de longo prazo e 36,06% para o endividamento total das empresas de alimentos do México. Esses resultados mostram forte explicação dos modelos utilizados, apesar de alguns níveis de endividamento não demonstrarem significância suficiente.

No Brasil, a variável folga financeira apresentou relação negativa em todos os três níveis de endividamento, contudo, no que tange ao endividamento de longo prazo, o modelo não apresentou significância, o que nos remete a uma necessidade de melhor exploração deste. Em relação ao endividamento de curto prazo e total, devido a esta relação negativa e significativa, pode-se concluir que, no Brasil, empresas com maior folga financeira apresentam menor endividamento.

Em relação a variável rentabilidade, para todos os níveis de endividamentos, ou seja, de curto prazo, longo prazo e total, apesar de negativa, a variável não apresentou significância, o que não nos permite trazer uma conclusão acerca desta relação entre rentabilidade e endividamento em empresas brasileiras.

A variável crescimento apresentou sinal negativo em relação ao endividamento de curto e longo prazo, porém não se demonstrou significativa. Contudo, tem-se como principal achado neste sentido a ocorrência de significância negativa entre crescimento e o endividamento total, o que nos remete a conclusão que empresas com maior crescimento possuem menor endividamento total. Tal fato corrobora com os achados de Perobelli e Famá (2001) em seu estudo com empresas brasileiras.

No que diz respeito a variável tangibilidade, tanto em relação ao endividamento de curto prazo, como de longo prazo e total, apresentou relação negativa. Contudo, não se pode afirmar que tal relação é consistente, já que em nenhum dos níveis de endividamento supra

citados a referida variável apresentou significância para a análise junto as empresas brasileiras.

Por fim, no Brasil, a variável tamanho apresentou relação negativa com os endividamentos de curto prazo e total, enquanto teve uma baixa relação positiva com o endividamento de longo prazo. Todavia, o maior achado neste contexto é a relação negativa entre o tamanho e o endividamento de curto prazo, uma vez que foi a única que apresentou significância. Assim, tal fato nos permite constatar que, para as empresas brasileiras analisadas, quanto maior o tamanho destas, menor tende a ser o endividamento de curto prazo. Na literatura, foi encontrado suporte para tal relação nos trabalhos de Rajan e Zingales (1995) e Perobelli e Famá (2001) que associaram negativamente o tamanho com o endividamento.

No Chile, por sua vez, a folga financeira apresentou significância com o endividamento das empresas nos três tipos analisados, onde inclusive todos os modelos se apresentaram significantes. Contudo, é importante destacar que a folga financeira em empresas chilenas do setor de alimentos apresentou relações diferentes entre os níveis de endividamentos estudados, sendo negativamente com os endividamentos de curto prazo e total e positivamente com o endividamento de longo prazo. Neste contexto, a relação apresentada nos remete que, em empresas chilenas do setor de alimentos, quanto maior a folga financeira, menor é o endividamento das empresas no curto prazo e no total. Todavia, este fato não se confirmou atrelado ao endividamento que longo prazo, que apresentou o sentido de que quanto maior a folga financeira, maior é o endividamento de longo prazo. A consistência dos modelos ora apresentados também foi encontrada por Campos e Nakamura (2013), que relataram que a folga financeira apresenta poder explicativo dentro do modelo de estrutura de capital por eles desenvolvidos.

Para a variável rentabilidade, foi encontrado nas empresas chilenas relação negativa com o endividamento de curto prazo e, positiva com o endividamento de longo prazo e total. Contudo, nos três modelos apresentados, não houve significância da variável independente, no caso a rentabilidade, com os três níveis de endividamento, o que não nos permite afirmar tais fatos, uma vez que tal relação necessita de melhor exploração.

No que tange a variável crescimento, em todos os modelos apresentados foi constatado que a mesma está negativamente relacionada com os níveis de endividamentos, o que, a princípio nos remete que quanto maior o crescimento das empresas chilenas, menor é o endividamento. Contudo, nos três modelos a variável crescimento não apresentou significância com os níveis de endividamento analisados, o que leva a necessidade de um melhor poder de explicação para confirmar esta relação.

Quanto a tangibilidade, esta demonstrou-se relacionada negativamente e significativamente com os endividamentos de curto prazo e total, o que nos remete a afirmar que nas empresas chilenas quanto maior a tangibilidade menor é o endividamento de curto prazo e total. Tal fato é amparado por Correa, Basso e Nakamura (2013) que também encontraram relação negativa entre a variável independente tangibilidade e o endividamento, porém, é divergente do estudo de Rajan e Zingales (1995) que achou relação positiva entre tangibilidade e endividamento. Por fim, cabe destacar acerca da variável tangibilidade que, para a relação com o endividamento de longo prazo em empresas chilenas apresentou sinal positivo, porém a mesma não possui significância dentro do modelo, o que não permite explicar com consistência tal fato.

Por fim, nas empresas chilenas, a variável tamanho apresentou significância com os endividamentos de longo prazo e total, sendo a relação positiva. Neste caso, pode-se concluir que, para as empresas chilenas, quanto maior o seu tamanho maior será o endividamento no longo prazo e total. Tal resultado é contrário ao encontrado no estudo de Rajan e Zingales (1995) e Perobelli e Famá (2001). Ademais, no que tange o tamanho relacionado com o

endividamento de curto prazo, houve baixa relação negativa, porém, esta não apresentou significância e, assim, não explica o endividamento de curto prazo em empresas chilenas.

Já no México, a folga financeira apresentou significância tanto no endividamento de curto prazo bem como no endividamento de longo prazo, porém, a relação é negativa com o primeiro e positiva com o segundo. Tais interpretações são dadas da forma que quanto maior a folga financeira, menor é o endividamento de curto prazo das empresas mexicanas e, quanto maior a folga financeira, maior é o endividamento de longo prazo das empresas mexicanas. Já no endividamento total, apesar de negativa, a folga financeira não apresentou significância nas empresas analisadas.

As variáveis rentabilidade e crescimento, nas empresas mexicanas, em todos os níveis de endividamento, não apresentaram significância nos modelos utilizados. Desta forma, tem-se que tais variáveis não são capazes de explicar os níveis de endividamento das empresas mexicanas do setor de alimentos.

A tangibilidade demonstrou-se significativa quando relacionada negativamente com o endividamento de curto prazo e quando relacionada positivamente com o endividamento de longo prazo, não havendo significância no endividamento total. Neste contexto, os principais achados são de que quanto maior a tangibilidade das empresas mexicanas, menor é o endividamento de curto prazo e, em contrapartida, quanto maior a tangibilidade destas organizações, maior é o endividamento de longo prazo. A primeira relação é corroborada por Correa, Basso e Nakamura (2013) e, a segunda está de acordo com os achados de Rajan e Zingales (1995), o que constata haver uma influência diversa da tangibilidade com os diferentes níveis de endividamento.

A última variável independente analisada nas empresas mexicanas consiste no tamanho, que mostrou-se significativo positivamente apenas na relação com o endividamento de longo prazo, não havendo assim significância desta variável com o endividamento de curto prazo e total. Assim, verifica-se que quanto maior o tamanho das empresas mexicanas analisadas, maior tende a ser o endividamento de longo prazo destas. Tal evidência não corrobora com os estudos verificados de Rajan e Zingales (1995) e Perobelli e Famá (2001), que relataram a relação do tamanho negativamente com o endividamento.

No geral, percebe-se que há distinções entre a estrutura de capital nas empresas do setor de alimentos do Brasil, Chile e México. Quanto a folga financeira, nosso foco principal, é possível verificar que esta apresentou significância em sete dos nove modelos analisados, sendo três para a amostra de cada país. Neste contexto, a relação entre a folga financeira e endividamento se mostrou negativa e significativa em cinco modelos, tendo como mais alta relação a folga financeira com o endividamento total em empresas brasileiras (-0,290). Tal relação proporciona consistência, uma vez que, em geral, empresas que possuem maior quantidade de recursos disponíveis tendem a necessitar menos de capital de terceiros.

Conduto, é importante destacar que, tanto no Chile quanto no México a folga financeira apresentou relação positiva com o endividamento de longo prazo, sendo com Beta de 0,088 no Chile e 0,074 no México. Neste contexto, Campos e Nakamura (2013) em seu estudo afirmam que a *proxy* desenvolvida para a avaliação da folga financeira é robusta, ou seja, ela tem capacidade de avaliar o endividamento relativo e os possíveis regimes de rebalanceamento da estrutura de capital. Além disso, esses resultados demonstram que a folga financeira tem relação com o endividamento de forma mais similar entre Chile e México, sendo que o Brasil possuiu relação diferente.

Quanto as demais variáveis, sendo elas rentabilidade, crescimento, tangibilidade e tamanho, houve alternância de significância entre os países. Contudo, cabe destacar que a variável rentabilidade foi a única que não apresentou significância em nenhum dos níveis de endividamentos analisados dos três países. Já o crescimento está negativamente relacionado com o endividamento de curto longo prazo no Brasil, tangibilidade está negativamente

relacionado com o endividamento de curto prazo no Chile e México e, por fim, tamanho está negativamente relacionado com endividamento de curto prazo no Brasil e positivamente relacionado com o endividamento de longo prazo no Chile e no México, além de estar também positivamente relacionado ao endividamento total no Chile. Tais resultados constatarem novamente que há uma semelhança entre as estruturas de capital das empresas do setor de alimentos de Chile e México, que, por sua vez, se distinguem da estrutura de capital das empresas do Brasil.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo averiguou, diante de um conjunto de fatores, a influência da folga financeira sobre a estrutura de capital das empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas. A análise foi efetuada num total de 29 empresas, sendo 9 brasileiras, 11 chilenas e 9 mexicanas, sendo o período de análise de 2009 a 2013.

Como objetivo primordial, a folga financeira apresentou relação significativa em sete dos nove modelos executados, sendo que destes, cinco deles apresentaram significância negativa e dois positiva com os três níveis de endividamento analisados em cada país, o que nos remete a concluir que de acordo com o modelo de estrutura de capital apresentado, a folga financeira possui relevante poder explicativo.

Neste contexto também é possível observar que há uma maior semelhança entre a estrutura de capital das empresas chilenas e mexicanas, uma vez que apresentaram relação positiva da folga financeira com o endividamento de longo prazo, enquanto no Brasil tal fato não pode ser constatado, além de que nas variáveis significantes do tamanho está negativamente relacionado com endividamento de curto prazo no Brasil e positivamente relacionado com o endividamento de longo prazo no Chile e no México, o que corrobora para tal semelhança entre Chile e México e a distinção existente da estrutura de capital das empresas do Brasil.

Como limitação do estudo tem-se o número relativamente pequeno de empresas a serem analisadas por país. Como direcionamentos para trabalhos futuros recomenda-se a utilização das técnicas de análise de dados para o estudo de outros setores da economia e a abrangência para análise no próprio setor de alimentos de empresas de outros países com as aqui analisadas para a comparação de resultados.

REFERÊNCIAS

AMELONG, I.; BROSSI, L.; CAMPANATTI, C.; FIORENTINO, G. As oito grandes tendências de crescimento até 2020. **Bain & Company**, 2012.

ANGGONO, A. H.; PERTIWI, G. C. Optimal Capital Structure Analysis of Food and Beverages Sub-Sector Industry in Indonesia from 2008-2011: A Case Study. **World Journal of Social Sciences**, v. 13, n. 4, p. 212-227, 2013.

ARRIOLA, S. La integración regional: una responsabilidad compartida Brasil y México. **Foreign Affairs Latinoamérica**, v. 9, n. 2, 2009.

BASSO, L. F. C.; BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, 2009.

BASTOS, D. D. & NAKAMURA, W. T. 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.

BENACHENHOU, A. **Países Emergentes**. Fundação Alexandre de Gusmão. Brasília, 2013.

BRADLEY, S. W.; SHEPHERD, D. A.; WIKLUND, J. The importance of slack for new organizations facing 'tough' environments. **Journal of Management Studies**, v. 48, n. 5, p. 1071-1097, 2011a.

BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A.; BRAGA, M. J.; LIMA, J. E. de. Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. **Revista de Economia e Sociologia Rural - RESR**, v. 47, n. 01, p. 89-122, 2009.

BRITO, L. A. L.; FERREIRA, F. C. M. Os efeitos da produtividade e escala no desempenho financeiro das empresas de Tecnologia de Informação. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 3, 2008.

CASAS, R. La investigación Biotecnológica en México: Tendencias en el sector agroalimentario. **Universidad Nacional Autónoma de México - Instituto de Investigaciones Sociales**. 1993.

CAI, F. & GHOSH, A. Optimal Capital Structure Vs. Pecking Order Theory: A Further Test. **Journal of Business & Economic Studies**, v. 8, n. 2, 2004.

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

CONCEIÇÃO, J. C. P. R. **Radiografia da indústria de alimentos no Brasil**: Identificação dos principais fatores referentes à exportação, inovação e ao *food safety*. IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. 2007.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias *Pecking Order* e *Trade-Off*, usando Panel Data. **RAM, Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, 2013.

DANIEL, F.; LOHRKE, F. T.; FORNACIARI, C. J.; TURNER, R. A. Slack resources and firm performance: a meta-analysis. **Journal of Business Research**, v. 57, n. 6, 2004.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. New York, **Conference on research on business finance**, 1952.

TRISTÃO, P. A.; DUTRA, V. R. Fatores que influenciam na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 309-320, 2012.

FORTE, D. Estrutura de Capital: Uma revisão de trabalhos empíricos e de seus resultados. **EnANPAD, XXXIV**. Encontro da ANPAD, 2010.

GARCIA, J. O. G. La actividad agrícola en México y el Mundo en el marco del sistema agroalimentario mundial: entre los agronegocios y el abasto de alimentos. **INCEPTUM**, v. VII, n. 13, p. 395-420, 2012.

GEORGE, G. Slack resources and the performance of privately held firms. **Academy of Management Journal**, v. 48, n. 4, p. 661-676, 2005.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2, p. 187-243, 2001.

HOFFMANN, P. S. Estructura de capital de las empresas que cotizan en la bolsa de valores chilena. **Contaduría y Administración**, n. 228, p. 41-66, 2009.

HOGAN, T.; HUTSON, E. Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. **Global Finance Journal**, v. 15, n. 3, p. 369-387, 2005.

KIM, H.; KIM, H.; LEE, P. 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.

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

KARADENIZ, E.; KANDIR, S., Y.; BALCILAR, M., ONAL, Y., B.; Determinants of Capital Structure: evidence from Turkish lodging companies. **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, v. 21, n. 5, 2009.

MARINS, L. M. Globalização de Competências Tecnológicas Inovadoras no Contexto de Industrialização Recente: Evidências de uma Amostra de Institutos de Pesquisa e desenvolvimento (P&D) em Tecnologias de Informação e Comunicação (TIC) no Brasil. **Fundação Getúlio Vargas - Escola Brasileira de Formação Pública e de Empresas**. 2005.

MATEUS, J. C. O Governo Eletrônico, a sua aposta em Portugal e a importância das Tecnologias de Comunicação para a sua estratégia. *Revista De Estudos Politécnicos - Polytechnical Studies Review*, v. 6, n. 9, 2008.

MISHINA, Yuri; POLLOCK, Timothy G.; PORAC, Joseph F. Are more resources always better for growth? Resource stickiness in market and product expansion. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 12, p. 1179-1197, 2004.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, 1984.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-222, June 1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: correction. **The American Economic Review**, v. 70, n. 3, p. 433-443, 1963.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil. **Monografia. Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia e Administração**, 2001.

PEROBELLI, Fernanda F. C. O.; FAMÁ, Rubens. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 7, n. 1, 2003.

PROCHILE. **Conhecendo o Chile através de seu setor agro e alimentos**. Disponível em: <http://www.prochile.gob.cl/int/brasil/wpcontent/blogs.dir/32/files_mf/1398260394Silvobaja.pdf> Acesso em: 28 out. 2014.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, 1995.

SHARFMAN, M. P., WOLF, G., CHASE, R. B., TANSIK, D. A. Antecedents of organizational slack. **Academy of Management Review**, v. 13, n. 4, p. 601-614, 1988.

SINGH, J. V. Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. **Academy of Management Journal**, v. 29, n. 3, p. 562-585, 1986.

SUNDER, S. L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

ZHONG, H. The Relationship between Slack Resources and Performance: an empirical study from China. **International Journal of Modern Education and Computer Science (IJMECS)**, v. 3, n. 1, p. 1, 2011.