

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO E
DESEMPENHO FINANCEIRO NA MARFRIG: UMA
ABORDAGEM DA REGIONALIDADE**

**TNALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN
INDEBTEDNESS AND FINANCIAL PERFORMANCE AT
MARFRIG: A REGIONALITY APPROACH**

DOI: [HTTP://DX.DOI.ORG/10.13059/RACEF.V14I2.952](http://dx.doi.org/10.13059/RACEF.V14I2.952)

José Fernando Martins Paiva
josefernandopaiva@yahoo.com.br
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)

Vinícius Silva Pereira
vinciuss56@ufu.com
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)

Antônio Sérgio Torres Penedo
penedo@ufu.br
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)

Data de envio do artigo: 17 de Fevereiro de 2022.

Data de aceite: 02 de Junho de 2023.

Resumo: O objetivo deste estudo de caso foi de analisar a relação entre o endividamento da empresa Marfrig Global Foods S/A e o seu desempenho financeiro no período de 2008 a 2019, em uma nova abordagem da regionalidade. A correlação estatística entre as variáveis indicou relação significativa entre a receita líquida total da empresa e o endividamento, sugerindo que a alavancagem impulsionaria os seus resultados. Para a relação entre o endividamento e a variável exportações, os resultados não apresentaram significância. Possivelmente, os recursos captados não seriam usados para financiar clientes importadores. Quanto às variáveis de desempenho financeiro ROA e ROE, não houve significância com o endividamento da empresa, sugerindo que os recursos captados não estariam sendo direcionados para geração de lucros. Para as variáveis de controle, identificou-se correlação positiva entre o endividamento da empresa e a variável Câmbio, justificado pela predominância do endividamento em moeda estrangeira.

Palavras-chave: Marfrig; Internacionalização; Regionalidade; Endividamento; Desempenho.

Abstract: *The objective of this case study was to analyze the relationship between the indebtedness of the company Marfrig Global Foods S/A and its financial performance from 2008 to 2019, in a new context for regionality. The concept of internationalization as regionality was used. The results of the multivariate analysis indicated a significant relationship between the company's total net income and debt, suggesting that leverage would boost its results. For the relationship between indebtedness and the exports variable, the results were not significant. Possibly, the funds raised would not be used to finance importing customers. As for the financial performance variables ROA and ROE, there was no significance with the company's indebtedness, suggesting that the funds raised were not being directed to generate profits. For the control variables, a positive correlation was identified between the company's indebtedness and the foreign exchange variable, justified by*

the predominance of debt in foreign currency.

Keywords: *Marfrig; Internationalization; Regionality; Indebtedness; Performance.*

1 INTRODUÇÃO

O estudo sobre os impactos do meio externo nas organizações se tornou relevante nas pesquisas acadêmicas na década de 60, como indicam pesquisas como a de Pugh et al (1969) e Aldrich e Pfeffer (1976). Estes autores abordaram sobre o papel das organizações na sociedade, a influência da sociedade nas empresas, e as decisões estratégicas tomadas pelos gestores corporativos sobre a estrutura da firma.

Já na década de 90, a Globalização elevaria a integração entre países, pessoas e mercados, e as empresas também seriam incluídas neste processo (GIL et al, 2013). Infere-se então, que haveria a necessidade de se considerar resultados operacionais e financeiros obtidos em novos mercados, muitas vezes, até em outros países.

Vários fatores influenciam nas decisões das grandes companhias sobre investimento em unidades fora dos países sede, como impostos e políticas de governo de um país. Por exemplo, estudos como o de Farah et al (2021) identificaram a necessidade de análise das taxas de imposto de renda cobradas nos países de origem, e o de Ekhart e Breese (2022) sobre a influência de políticas públicas nas decisões de localização de multinacionais. Estas pesquisa demonstram a complexidade na decisão sobre a abertura de subsidiárias envolvendo a análise de diversas variáveis, e talvez por isso, as conclusões sobre a performance financeira das unidades fora do país sede ainda continue sendo objeto de estudo, como na pesquisa de Hansen, Gundelach e Hedegaard (2022).

Neste contexto de crescente processo de internacionalização de empresas, que também incluiu as brasileiras, as pesquisas sobre como as organizações poderiam se estruturar fora do local de origem, de forma que o desempenho financeiro no exterior contribuísse de forma

satisfatória para a empresa, ganharam força.

Os graus de internacionalização desenvolvidos a partir da teoria do conhecimento organizacional de Edith Penrose em 1959, confirmam este apontamento (FLORIANI E FLEURY, 2012). Então, a influência externa e a estrutura organizacional ainda fariam parte das análises da alta administração, agora em escala global, mas alinhado com as teorias propostas há 60 anos.

Contrapondo esta abordagem globalizada, de internacionalização e desenvolvimento de novos mercados, a investigação acadêmica sobre contextos regionais ganhou relevância com a ampliação para além do aspecto geográfico, tendo em vista a necessidade de reforço dos produtos, mercados, valores e culturas locais. Pesquisas, como a de Gil et al (2013) ou de Pozenato (2001), reforçaram a ideia da regionalidade como alternativa a hegemonia de países desenvolvidos sobre emergentes. Neste ponto, este trabalho avança na literatura ao tratar do tema regionalidade dentro do contexto de internacionalização em finanças corporativas, indicando a expansão do conceito de regionalidade para além da área geográfica segundo indicado por Gil et al (2013). Esta abordagem não foi encontrada na revisão da literatura, com aplicação às finanças corporativas e em estudo quantitativo.

Um dos campos de pesquisa dentro do conceito de regionalidade seria o desempenho de subunidades das empresas. Pesquisas como a de Petry, Amal e Floriani (2018), sobre os clusters regionais, que identificaram a falta de consenso sobre a metodologia de análise do desempenho financeiro de subsidiárias e o de Zen (2012), que argumentou sobre os benefícios na gestão e na atuação no mercado doméstico quando há a internacionalização da empresa, serviram como base para este estudo.

Neste contexto de internacionalização, este estudo tem a seguinte pergunta de pesquisa: Haveria relação entre o desempenho financeiro e o endividamento, considerando as informações financeiras da empresa Marfrig, entre os anos de 2008 e 2019?

A escolha por esta empresa deve-se ao

perfil de companhia com forte atuação em outros mercados, pela sua atuação em setor com relação direta com fatores macroeconômicos (como taxa de câmbio e taxa de juros), e pela disponibilidade de informações financeiras para a realização de estudo quantitativo.

Este artigo se propõe a revisar a literatura sobre os temas, e a analisar a relação entre o desempenho financeiro e endividamento da Marfrig, uma das organizações brasileiras do segmento de carnes e derivados da B3, e que aderiu às regras de Novo Mercado de Governança Corporativa. O objetivo geral do trabalho foi de identificar a relação entre o desempenho financeiro e a estrutura de capital da empresa.

Este trabalho se justifica pela contribuição para empresas, investidores e para a literatura acadêmica, em uma abordagem regional. A análise de informações financeiras e de projetos de expansão corporativa é mais uma fonte de informações para investidores durante a decisão de alocação de recursos no mercado de capitais, e por isso, empresas também podem utilizar esta análise para melhorar a comunicação com investidores. Companhias podem utilizar desta pesquisa para avaliar a abertura ou a continuidade de suas subunidades, tendo em vista o desempenho esperado pelos acionistas. Adicionalmente, espera-se contribuir para a literatura acadêmica, que ainda não tem consenso na relação endividamento e internacionalização, e no impulsionamento de estudos com a abordagem de regionalidade dentro do conceito de internacionalização.

Especificamente, espera-se, que o estudo de caso apresente evidências sobre o endividamento e o desempenho de empresas que optaram pela internacionalização, trazendo a confirmação de conclusões de pesquisas realizadas sobre os temas no Brasil. Também espera-se confirmar se empresas que diversificaram suas fontes de receita obteriam melhores resultados financeiros e de lucratividade para acionistas.

Nas próximas seções são apresentadas a revisão da literatura, a metodologia, os resultados encontrados e as conclusões finais.

Por fim, estão as referências bibliográficas utilizadas neste trabalho.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta parte do estudo, são apresentadas as teorias e estudos relativos aos temas de internacionalização, caracterizando aqui o conceito de regionalidade, e desempenho financeiro das corporações.

2.1 Internacionalização e regionalidade

O estudo da regionalidade apresenta contextos contemporâneos que extrapolam o limite das áreas geográficas, como Haebaerst (2010) e Pozenato (2001) definiram em seus estudos sobre o tema. Gil et al (2013) indicam que o estudo da regionalidade não está mais relacionado somente ao aspecto geográfico, que estuda a área territorial, mas também ligado às outras áreas sociais e econômicas. O fortalecimento das características regionais é configurado no estudo como contraponto aos efeitos da Globalização, vista pelos autores como um processo de integração de pessoas, tecnologias, capitais e mercadorias, que não favoreceria aos países menos desenvolvidos.

Mas se por um lado houve contestação em relação aos efeitos negativos da Globalização, por outro, também surgiram novas oportunidades de investimentos para empresas transnacionais, especialmente, a partir da década de 90, com a abertura comercial brasileira, que segundo Floriani e Fleury (2012) e Zen (2012), vieram de forma tardia. As autoras indicaram ainda sobre o processo de crescimento da participação das Pequenas e Médias empresas (PME) no processo de distribuição e produção no exterior, embora a exportação fosse a forma mais frequente de internacionalização.

A aplicação de teorias financeiras em empresas de países emergentes é resultado do crescimento do processo de internacionalização das empresas, como apontado por Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017). Estudos atuais, como do de Hansen, Gundelach e Hedegaard (2022) que realizaram investigação acadêmica

sobre o motivo que explicaria a performance de unidades em países emergentes ou em desenvolvimento serem superiores aos do país sede, mostram que diversos fatores, entre eles os macroeconômicos e culturais, podem influenciar no desempenho das firmas. Isto confirma que mesmo em mercados mais desenvolvidos, ainda são realizadas pesquisas e debates entre variáveis financeiras e o tema internacionalização.

O motivo pelo qual as empresas fariam a opção pela internacionalização, segundo Floriani e Fleury (2012), estaria ligada ao processo de desenvolvimento do conhecimento proposta por Edith Penrose, em 1959. Floriani e Fleury (2012) ensinaram que à medida que as empresas cresciam e acumulavam conhecimento, estas se tornavam aptas a desenvolver novos métodos e alternativas produtivas. A partir desta teoria, Johanson e Vahlne (1977) identificaram o processo de expansão internacional gradual das firmas, e estabeleceram o modelo de Uppsala, apontado por Floriani e Fleury (2012) como marco teórico sobre internacionalização.

De forma resumida, os graus de internacionalização estariam divididos, então, em duas correntes: i) a do estágio de internacionalização e ii) a que avaliaria recursos, mercado e gestão da empresa. Os graus de internacionalização se baseariam em quatro fatores: estrutural (relacionado a estrutura da atividade da empresa no exterior e à sua governança); desempenho (relacionado às informações financeiras da atuação no exterior); atitudinais (comportamento da matriz em relação às subunidades, e dos executivos no comando de unidades fora do país de origem), e de extensão (expansão geográfica da atuação da empresa no exterior). (FLORIANI E FLEURY, 2012).

Zen (2012) também identificou que empresas realizam o processo de internacionalização como resposta ao ambiente externo, devido a concorrência, capacidade ociosa, saturação do mercado doméstico, ou por perspectivas de benefícios para a empresa, como benefício fiscal, oferta de produtos exclusivos ou ganho de escala.

Figura – Modos de Ingresso no Mercado Externo

AUTORES	DESCRIÇÃO DOS ESTUDOS
Exportações	Baixo investimento e risco, facilidade de ingresso e saída do mercado, elevados custos logísticos, pouco controle da operação.
Licenciamento e franquia	Baixo investimento e risco, possibilidade de expansão rápida, necessidade de controle de qualidade na operação, baixos retornos potenciais
Aliança Estratégica e Joint Ventures	Compartilhamento de custos, recursos e riscos, necessidade de adequação estratégica e complementaridade entre os parceiros.
Fusões e Aquisições	Acesso rápido a novos mercados, custo elevado, negociações complexas, adaptação com as mudanças nas operações locais.
Nova Subsidiária	Processo complexo e de alto risco, custo elevado, controle máximo, retornos potenciais acima da média.

Fonte: Extraído de Zen (2012, p. 131)

A Figura 1 identifica os modos de ingresso no mercado externo e foi apresentada por Zen (2012), e segundo a autora, descreveria o tipo de integração entre a empresa e o mercado externo. Assim, as exportações são o meio mais básico, onde haveria menor necessidade de adaptação das atividades e estruturas da empresa, para atendimento às demandas externas.

2.2 Estrutura de capital e internacionalização

As teorias financeiras foram se desenvolvendo atreladas ao tema internacionalização. Estudos como o de Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017) apontaram que o estudo de Alan Shapiro de 1978, intitulado “Financial structure and cost of capital in the multinational Corporation”, foi um dos estudos iniciais na proposta de pesquisar sobre o endividamento das empresas multinacionais, e que concluíram pelo maior nível de endividamento para empresas que atuassem fora do país de origem, quando comparado com empresas domésticas.

Entretanto, apesar dos estudos sobre a estrutura de capital ideal para as empresas terem se iniciado em 1958, com os trabalhos seminais de Modigliani e Miller sobre o tema estrutura de capital de empresas e valor de mercado, ainda não há consenso na literatura acadêmica sobre o assunto. Os autores identificaram no final da década de 50 a irrelevância da estrutura de capital da empresa em certas circunstâncias, na definição do valor de mercado das empresas. Esta premissa foi alterada pelos mesmos autores em 1963, que incluíram os benefícios fiscais como ponto favorável ao endividamento da empresa, o que também foi contestado por vários estudos posteriores, incluindo o de Myers (1984). (KAYO et al, 2004).

Desde então, a relação do endividamento da empresa com diferentes variáveis e contextos, é objeto de estudos. Kayo et al (2004) identificaram as correntes que influenciam no valor da empresa: os efeitos da teoria da agência que ajudam na sua valorização, na medida em que reduzem o fluxo de caixa livre das empresas, e a corrente dos efeitos das informações assimétricas, em que os administradores da organização, por possuírem informações privilegiadas, enviam uma informação de subvalorização da companhia ao contratarem capital de terceiros para a firma.

Kayo et al (2004) procuraram investigar se o endividamento da empresa apresenta a mesma relação de valorização em estágios diferentes de crescimento. Para isso, estabeleceu como variável dependente o endividamento, e relacionou com oito variáveis independentes, entre elas, alavancagem operacional; benefícios fiscais não relacionados a dívida; tamanho e lucratividade. Os resultados indicaram que diferentes variáveis influenciariam na estrutura de capital das empresas, a depender do estágio de crescimento em que estivessem.

No Brasil, também há estudos em diferentes setores e contextos sobre a questão da

estrutura de capital corporativa. Na Tabela 1 são apresentados estudos recentes sobre a questão do endividamento, valor ou desempenho financeiro em empresas nacionais internacionalizadas. Verifica-se pelos estudos apresentados que ainda há debate sobre o papel da internacionalização no desempenho de empresas brasileiras. O endividamento interno ou externo e o desempenho da companhia dependendo do modo de internacionalização ainda são objeto de estudo entre pesquisadores brasileiros. E, há indicação do efeito positivo da internacionalização no desempenho e valor das companhias nacionais, o que seria alinhado aos objetivos dos acionistas.

Tabela 1 – Estudos nacionais sobre desempenho financeiro, valor e endividamento relacionados à internacionalização.

AUTORES	DESCRIÇÃO DOS ESTUDOS
Floriani e Fleury (2012)	Pesquisou sobre o desempenho financeiro e de competências internacionais de PMEs brasileiras, e identificou relação positiva entre os graus de internacionalização, as competências organizacionais e o desempenho das empresas.
Andrade e Galina (2013)	Analizou os efeitos da internacionalização sobre o desempenho de empresas em países emergentes. Identificou relação negativa entre o grau de internacionalização e o desempenho em países em desenvolvimento.
Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017)	Pesquisou sobre a relação entre o país de destino da internacionalização no endividamento, a partir da hipótese <i>upstream-downstream</i> em empresas multinacionais brasileiras. Conclui-se que, independente de o país de destino ser mais ou menos desenvolvido que o Brasil, haverá maior endividamento da empresa multinacional brasileira.
Cardoso, Souza e Pereira (2018)	Endividamento em moeda estrangeira no desempenho de empresas e alinhamento com o conceito do <i>Market Timing</i> . Concluíram que a utilização da moeda estrangeira possui relação estatística significativa com o desempenho.
Nonato (2019)	Empresas genuinamente brasileiras com graus variados de internacionalização teriam seu valor afetado pelas exportações.
Marcos <i>et al</i> (2019)	Os resultados relacionando graus de internacionalização e desempenho financeiro de empresas nacionais não confirmaram a teoria de que obteriam necessariamente vantagem em relação as de menor grau ou que não sejam internacionalizadas.
Freire, Carvalho e Calegário (2021)	Realizaram estudos sobre o grau de internacionalização e o desempenho de empresas brasileiras multinacionais, e entre os resultados, foi indicado que empresas com maior grau de internacionalização teriam maior endividamento. A análise foi por meio de Modelo de Equações Estruturais com dados de 33 empresas entre 2011 e 2018.

Fonte: Elaborado pelos autores (2020)

Diante dos estudos e teorias sobre os assuntos internacionalização e estrutura de capital, são apresentadas as hipóteses para análise neste estudo:

H1 = Há relação positiva entre o endividamento da empresa Marfrig e a sua lucratividade, no período de 2008 e 2019

H2 = Há relação positiva entre endividamento da empresa Marfrig e as suas exportações, no período de 2008 e 2019.

H3 = Há relação positiva entre endividamento da empresa Marfrig e o seu desempenho financeiro, no período de 2008 e 2019.

3 METODOLOGIA

Neste item são apresentadas as informações relativas ao método de pesquisa, coleta de dados e variáveis de estudo.

Esta pesquisa é caracterizada como sendo descritiva e quantitativa, conforme Gil (2009). Esta opção seria frequentemente escolhida entre os pesquisadores sobre Finanças, o que de fato é observado nas pesquisas, como observado nos trabalhos de Floriani e Fleury (2012), Palombini e Nakamura (2012), Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017), Petry, Amal e Floriani (2018), entre outros. Entretanto, aponta-se que há trabalhos sobre o estudo dos fatores relacionados à internacionalização, que utilizaram método qualitativo, como o de Zen (2012), sobre o mercado vinícola.

Gil (2009, p. 58) também ensina que o estudo de caso tem sido utilizado com maior frequência pelos pesquisadores sociais, com o propósito de “explicar as variáveis causais de determinado fenômeno em situações muito complexas, que não possibilitam a utilização de levantamentos e experimentos”. Yin (2001, p. 21) aponta que “o estudo de caso, contribui de forma inigualável, para a compreensão que temos dos fenômenos individuais, organizacionais, sociais e políticos”.

3.1 Coleta de Dados

A empresa analisada nesta pesquisa foi a Marfrig Global Foods S.A, e as informações financeiras foram extraídas do banco de dados Economatica® e dos relatórios de administração anuais disponibilizados no site da empresa.

Foram utilizadas informações financeiras entre os anos de 2008 e de 2019. O período da amostra foi definido pela disponibilidade de relatórios de administração anual apresentados no site da empresa. Portanto, os dados do estudo foram de fonte secundária.

3.2 – Apresentação da empresa

A Marfrig Global Foods S.A é uma empresa brasileira, fundada em 2000, que atua na produção, processamento, industrialização, distribuição e venda de produtos à base de carne bovina, além de outros produtos, como sobremesas e vegetais congelados. A companhia possui 33 unidades de produção, além de centros de distribuição e escritórios localizados na América do Sul, América do Norte, Ásia e Europa. Ainda segundo informações do último relatório de administração, a empresa comercializa seus produtos em mais de 100 países, com portfólio de carnes de alta qualidade (MARFRIG, 2020).

As ações da empresa são comercializadas na B3, sob o código MRFG3, no segmento de consumo não cíclico, e a companhia aderiu às regras de governança corporativa do Novo Mercado. Segundo relatório anual de 2019, mais de 60% de suas ações estariam disponíveis para negociação na bolsa de valores (free float).

O relatório anual de 2019 aponta a divisão da estrutura de negócios da empresa em duas operações de abrangência global: Operações América do Norte e Operações América do Sul.

A Figura 2 apresenta a relação de colaboradores em cada unidade da empresa em 2019 e 2018, indicando como seria a estrutura atual da empresa, a origem do faturamento, e os locais que concentrariam o processo produtivo.

Figura 2 – Quantidade de colaboradores Marfrig S.A.

	2019	2018
Operação América do Norte	9.378	8.122
Operação América do Sul	22.784	21.987
Holding	60	58
TOTAL	32.222	30.167

Fonte: Relatório Anual Marfrig 2019.

A escolha da empresa se justifica pela alteração na origem das receitas da empresa. Se no início do período de análise, o faturamento no mercado doméstico girava em 47% da receita líquida total da empresa, em 2019, a participação da moeda estrangeira na receita líquida total da companhia passou a ser de 90% de seu faturamento, conforme informam demonstrativos da empresa. Entre as justificativas, foram apontadas as questões cambiais, com a valorização do dólar sobre o real, e problemas internos de concorrentes, que reduziram a produção e comercialização no mercado.

3.3 Variáveis do estudo

Neste estudo foi utilizada a análise estatística multivariada, que segundo Hair et al (2009), permite a análise conjunta de diferentes variáveis sobre o mesmo objeto. Foi realizada a análise da correlação entre as variáveis apresentadas na Tabela 2 (próxima página).

$$\text{ENDIV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{RECEITA LÍQUIDA}_{i,t}) + \beta_2(\text{ROE}_{i,t}) + \beta_3(\text{ROA}_{i,t}) + \beta_4(\text{PIB}_{i,t}) + \beta_5(\text{CÂMBIO}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Modelo 1})$$

$$\text{ENDIV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{EXPORTAÇÕES}_{i,t}) + \beta_2(\text{ROE}_{i,t}) + \beta_3(\text{ROA}_{i,t}) + \beta_4(\text{PIB}_{i,t}) + \beta_5(\text{CÂMBIO}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Modelo 2})$$

O papel do endividamento na estrutura de capital da empresa ainda não apresenta consenso na literatura acadêmica. Segundo Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017) o endividamento da empresa internacionalizada pode favorecer ou não, a estrutura de capital da companhia.

A primeira variável independente foi a Receita Líquida que pode ou não ser favorecida pelo maior endividamento da empresa. Kayo et al (2004) citaram estudos como o de Nakamura, que foi desenvolvido em 1992, e identificou a relação negativa entre endividamento e lucratividade, e que estaria alinhado com a Teoria da Pecking Order, e, também, o estudo de Ross de 1977 que afirmaria o contrário. Sendo assim, os recursos captados de terceiros poderiam ser utilizados para investimentos na estrutura da empresa, ou como formação de estoques para venda futura, ou como reserva de caixa. Por isso, não é possível identificar a significância esperada na relação entre as variáveis.

Tabela 2 - Apresentação das variáveis

VARIÁVEL DEPENDENTE	MEDIDA DE:	DESCRIÇÃO	ESTUDOS QUE UTILIZARAM AS VARIÁVEIS	SIGNIFICÂNCIA ESPERADA
ENDIV	Estrutura de Capital	Endividamento Bruto / Ativo total da empresa	Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017), Palombini e Nakamura (2012)	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES		DESCRIÇÃO	ESTUDOS QUE UTILIZARAM AS VARIÁVEIS	
Receita Líquida e Exportações	Lucratividade	Receita líquida das operações	Floriani e Fleury (2012)	+/-
ROA	Desempenho	ROA – Retorno dos Ativos	Floriani e Fleury (2012); Nonato (2019)	+
ROE	Desempenho	ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	Shirodkar e Konara (2017); Nonato (2019)	+
PIB	Fatores macroeconômicos	Produto Interno Bruto	Coelho (2012)	+/-
CÂMBIO	Fatores macroeconômicos	Valor do dólar americano no último dia útil de cada ano	Coelho (2012)	+/-

Fonte: Elaborado pelos autores (2020)

Adicionalmente, foi realizada a análise da correlação entre a variável dependente endividamento e uma das partes da receita líquida da empresa. Neste caso foi possível separar as exportações efetuadas do Brasil para outros países. A análise da correlação busca identificar relação entre um dos graus de internacionalização propostos e o endividamento da empresa. Com a representatividade desta correlação foi possível avaliar, também, o desempenho da empresa ao longo dos anos de expansão para novos mercados.

O indicador financeiro Retorno dos Ativos (ROA), conforme aponta Floriani e Fleury (2012), é um dos indicadores mais utilizados em pesquisas para a avaliação de desempenho das companhias. Segundo as autoras (p.446), este indicador mede “o potencial de geração de lucros da empresa, isto é, o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação aos investimentos totais.”

A variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), é outra medida de desempenho, e também muito utilizada em pesquisas acadêmicas. Já foi utilizada em estudos sobre finanças nacionais e internacionais, como o de Shirodkar e Konara (2017) e Nonato (2019).

O IBGE (2020) conceituou que “PIB é um indicador de fluxo de novos bens e serviços finais produzidos durante um período. Se um país não produzir nada em um ano, o seu PIB será nulo”.

A cotação média do Dólar é calculada pelo BCB e divulgada diariamente em seu site. Utilizou-se da cotação do último dia útil de cada ano para a pesquisa.

Em relação as variáveis PIB e Câmbio, conforme teoria citada por Pandini, Stupp e Fabre

(2019), empresas do segmento de consumo não cíclico sofreriam menor influência de indicadores macroeconômicos. Então, espera-se que não haja relação significativa entre esta variáveis e a variável de endividamento.

4 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

Nesta parte do estudo são apresentados os dados da pesquisa, referente a empresa Marfrig S.A, e sobre o contexto econômico brasileiro.

O período de análise da pesquisa foi de 2008 a 2019, devido a disponibilidade de dados nos relatórios de administração anuais apresentados no site da empresa. Este foi uma das fontes de dados da pesquisa, assim como, o Economática®, e os sites do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e do Banco Central do Brasil (BCB), que foram utilizados para coleta de informações de indicadores macroeconômicos.

Inicialmente, foram apresentadas informações sobre as vendas realizadas pela empresa e suas origens (mercado doméstico ou internacional) na Tabela 3.

A predominância das vendas em moeda estrangeira é destacada nos relatórios da empresa, com participação acima de 90% da receita líquida total de 2019. A desvalorização do Real é apontada como uma das razões do crescimento de recursos oriundos do exterior na composição das vendas. Por isso, optou-se por testar o Câmbio como variável independente.

Tabela 3 – Informações financeiras Marfrig S.A

ANOS	RECEITA LÍQUIDA DA EMPRESA	PERCENTUAL VENDAS MERCADO DOMÉSTICO (Em %)
	(Em Bilhões de R\$)	
2019	49,9	10
2018	41,4	12
2017	19,0	23
2016	19,0	22
2015	19,0	21
2014	21,1	20
2013	18,7	22
2012	16,5	22
2011	21,9	65
2010	15,9	60
2009	9,6	61
2008	6,2	53

Fonte: Relatórios Anuais de Administração da Empresa.

A Tabela 4 (próxima página) apresenta demais informações financeiras e macroeconômicas para o período de análise.

Tabela 4 – Informações financeiras Marfrig S.A e Fatores Macroeconômicos

ANOS	ENDIVIDAMENTO (Endividamento Total/Ativo Total)	ROA (Índice Retorno do Ativo)	ROE (Índice Retorno sobre PL)	PIB (% crescimento Produto Interno Bruto)	Câmbio (Dólar EUA no fechamento do ano)
2019	70	5,0	89,1	1,0	4,03
2018	70	8,1	53,7	1,1	3,87
2017	58	-2,1	-16,9	1,1	3,30
2016	55	-3,1	-57,5	-3,3	3,25
2015	58	-2,6	-63,8	-3,5	3,90
2014	55	-3,6	-34,8	5,0	2,65
2013	51	-5,0	-28,8	3,0	2,34
2012	49	-0,9	-5,4	1,9	2,04
2011	49	-3,1	-21,8	4,0	1,87
2010	43	0,6	3,5	7,5	1,66
2009	45	6,0	16,4	-1,0	1,74
2008	47	-0,3	-0,9	5,1	2,33

Fonte: Elaborado pelos autores (2020)

Na próxima seção deste estudo é apresentada a análise dos resultados da pesquisa.

5 - ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta parte do estudo, são apresentados os resultados encontrados na correlação entre as variáveis estudadas para os dois modelos econométricos propostos.

Inicialmente, em relação aos testes de normalidade, como de Shapiro-Wilks ou de Kolmogorov-Smirnov, Hair et al (2009) apontaram que para amostras pequenas (menores que 30) ou muito grandes (maiores que 1000), os resultados seriam menos úteis. Mesmo a análise gráfica da normalidade poderia ser prejudicada pelo tamanho da amostra. Por esse motivo, os testes de normalidade e a análise gráfica não foram realizados neste estudo de caso.

Na Tabela 5 são apresentados os resultados da correlação entre a variável dependente Endividamento, e as variáveis independentes e de controle.

Tabela 5 - Correlação entre Endividamento e Receita Líquida

	ENDIV	RECEITA LÍQUIDA	ROE	ROA	PIB	CAMBIO
ENDIV	1,00					
Receita Líquida	0,8865	1,00				
ROE	0,4545	0,6541	1,00			
ROA	0,3924	0,4751	0,8373	1,00		
PIB	-0,4153	-0,1391	0,2883	-0,0105	1,00	
CÂMBIO	0,9182	0,6862	0,1907	0,2182	-0,5755	1,00

Fonte: Resultados da Pesquisa (2020).

Em relação a Tabela 5, os resultados identificaram uma forte relação significativa positiva entre o endividamento da empresa e a receita líquida total, indicando que a alavancagem da empresa

poderia impulsionar os resultados financeiros. Investimentos ligados aos estoques, à melhoria da estrutura física e do processo produtivo, e/ou na ampliação da cadeia logística poderiam influenciar nos resultados favoráveis para a empresa, e também, para os acionistas. Esta conclusão estaria alinhada com a pesquisa de Cardoso, Souza e Pereira (2018), que identificaram que a utilização de moeda estrangeira favoreceria o desempenho das firmas.

Com o objetivo de se analisar a relação entre as fontes de receitas líquidas da companhia, as exportações, e o endividamento, obteve-se a correlação entre a variável dependente Endiv e Exportações, conforme modelo 2 apresentado na seção anterior. Estes resultados são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – Correlação entre Endividamento e Variável dependente Exportações

	ENDIV	EXPORTAÇÕES	ROE	ROA	PIB	CAMBIO
ENDIV	1,00					
EXPORTAÇÕES	0,3171	1,00				
ROE	0,4545	-0,3082	1,00			
ROA	0,3924	-0,0125	0,8373	1,00		
PIB	-0,4153	-0,3196	0,2883	-0,0105	1,00	
CÂMBIO	0,9182	0,4945	0,1907	0,2182	-0,5755	1,00

Fonte: Resultados da Pesquisa (2020)

Neste caso, os resultados não identificaram relação significativa entre o endividamento da empresa e as exportações, assim como Marcos et al (2019) e Freire, Carvalho e Calegário (2021),

Possivelmente, os recursos captados junto a terceiros não seriam utilizados diretamente no incremento do financiamento à clientes (importadores em outros países) da organização. Outra possibilidade seria que a expansão da companhia com plantas de produção em outros países, tenha impactado na redução da quantidade de produtos exportados do Brasil. Neste ponto, haveria uma reconfiguração da empresa com a alteração na estrutura produtiva e de mercados da companhia, com a menor dependência das exportações nos seus resultados. A teoria do desenvolvimento do conhecimento nas empresas, proposta por Edith Penrose na década de 50, justificaria a alteração na origem das receitas no caso em questão.

Ribeiro Pereira e Ribeiro (2017) apontaram a falta de consenso sobre o tema, sendo que haveriam estudos em que a internacionalização causaria efeitos positivos, e outros estudos com efeitos negativos no endividamento da empresa.

Em relação as variáveis de desempenho, o endividamento da empresa não apresentou significância com as variáveis ROA e ROE, assim como concluíram Andrade e Galina (2013). Assim, para os acionistas da empresa, a sua alavancagem não traria benefícios ao desempenho financeiro. Como já citado anteriormente, ainda não há consenso sobre o assunto na literatura acadêmica, com estudos indicando relação positiva ou negativa entre os temas.

A variável PIB, relacionada aos fatores macroeconômicos, apresentou relação negativa com o endividamento da empresa. Pondera-se que, como houve o crescimento da participação de unidades estrangeiras nos resultados, ao longo do período de estudo, houve redução da dependência da lucratividade sobre o mercado interno. Constata-se na Tabela 4, que após 2014, houve redução ou estabilização no crescimento do Produto Interno Bruto brasileiro. Apesar deste fator macroeconômico, movimentos de aquisição e expansão internacional da Marfrig, levaram ao robusto crescimento das receitas ao longo dos anos, conforme Tabela 3. A estratégia utilizada pode ter reduzido o efeito deste fator da economia nacional nos indicadores financeiros da empresa. Entretanto, o resultado estaria em linha com a tese de que empresas do setor de consumo não

cíclico não seriam fortemente afetadas por fatores macroeconômicos nacionais, conforme Pandini, Stupp e Fabre (2019).

Os resultados da correlação entre as variáveis Endividamento e Câmbio indicaram forte relação significativa, inferindo que a alavancagem utilizada pela empresa seria em moeda estrangeira. O que de fato é confirmado pelo relatório de administração de 2019, que indica que o perfil do endividamento da empresa seria em dólar dos EUA. A estratégia de utilização do endividamento em moeda estrangeira já foi analisada por estudos como o de Cardoso, Souza e Pereira (2018), que concluíram, entre outros pontos, que empresas que utilizaram o endividamento externo, estariam menos sujeitas a fatores cambiais no país de origem.

A regionalidade aqui tratada pela internacionalização da empresa, mostrou eficácia nos indicadores de performance financeiro como mostra a Tabela 3, com o crescimento da receita líquida, mesmo com cenário econômico brasileiro adverso. Neste sentido, a estratégia da expansão externa, com a redução da participação do mercado doméstico em um cenário de desvalorização da moeda nacional favoreceu à empresa. A Globalização iniciada no Século passado, que seria uma oportunidade para empresas atuarem em novos mercados, após o desenvolvimento gradual do conhecimento sobre gestão, como ressaltado por Floriani e Fleury (2012), amparada na teoria já citada de Penrose, parece ter sido comprovada pela Marfrig. Então, neste caso, a regionalização dos mercados de atuação da empresa, se mostrou como componente estratégico favorável à continuidade e ao crescimento da empresa, mesmo atuando em um mercado complexo e com fortes concorrentes.

Neste ponto, conecta-se o estudo da internacionalização da empresa com o que Haerbst (2010) e Gil et al (2013) identificaram como sendo a expansão da Regionalidade para além das fronteiras da Geografia territorial, envolvendo conceitos sociais e econômicos. Aqui, a reformulação estratégica no contexto da Globalização trouxe resultados relevantes para a companhia e para os acionistas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre o endividamento da empresa Marfrig S.A e o desempenho financeiro no período de 2008 e 2019. Para isso, foram analisados os dados apresentados nos relatórios de administração da empresa, e indicadores financeiros extraídos do Economática®, do IBGE e do BCB.

A teoria financeira ainda não apresentou consenso sobre a estrutura de capital ótima a ser utilizada pela empresa, mesmo após diversos estudos posteriores ao de Modigliani e Miller em 1958. Por isso, este trabalho se justifica pela contribuição teórica sobre o assunto, ao abordar a relação entre os temas endividamento e desempenho financeiro, com um dos meios de internacionalização, as exportações. Fatores macroeconômicos foram utilizados no estudo para análise da teoria de que empresas do setor de consumo não cíclico não seriam afetadas de forma relevante por oscilações em indicadores nacionais.

Aqui utilizou-se de um dos modos de internacionalização, relacionando-o à regionalidade, e com a reestruturação das fontes de lucros da empresa para novos mercados. Ainda que de forma indireta, também, se estabeleceu o processo da regionalização das origens das vendas, com a estrutura de capital da empresa.

A análise da correlação entre as variáveis identificou relação significativa entre a receita líquida total da empresa e o endividamento, corroborando a teoria que aponta o endividamento como meio de financiamento e expansão nas vendas da companhia. Portanto, confirma-se a primeira hipótese deste estudo.

Entretanto, para o endividamento em análise direta com a variável exportações, não houve relação de significância como resultado, inferindo-se que, a menor dependência da empresa sobre vendas de produtos nacionais ao mercado externo, já teriam efeito sobre a estrutura de capital da empresa. A segunda hipótese em análise é rejeitada com este resultado da correlação.

As variáveis de desempenho financeiro não apresentaram significância com o endividamento da empresa, o que leva a rejeição da terceira hipótese do estudo. Desta forma, infere-se que há elementos internos que devem ser analisados em conjunto, para melhor definição da estrutura de capital da companhia.

Os resultados em relação à variável de controle PIB, também não apresentaram relação significativa com o endividamento da empresa. Como houve uma reestruturação da empresa, direcionando as fontes de receitas para outros mercados, reduziu-se a dependência das vendas domésticas como fonte de lucros para os acionistas. Neste caso, como houve estagnação ou redução da atividade econômica no Brasil, esta reestruturação trouxe resultados positivos para a companhia.

A correlação entre o endividamento da empresa e a variável Câmbio apresentou resultado positivo, identificando que a maior parte do endividamento da empresa seria em moeda estrangeira. O relatório de administração do último ano da pesquisa confirmou este fato, indicando que a maior parte do endividamento da empresa seria em dólar.

Portanto, confirma-se o papel de relevância da internacionalização ou da expansão dos mercados da empresa para a sua lucratividade. A redução da dependência de um mercado e a desconcentração de fontes de faturamento, pode ser benéfico para a firma, na medida em que diluem os riscos com flutuações de fatores econômicos, sociais, cambiais e políticos de uma região ou país. Nesse contexto, a Globalização seria uma oportunidade para empresas desenvolverem conhecimentos sobre gestão, como pressupõe a teoria de Penrose, e buscar novas oportunidades de negócios fora do país sede. A boa comunicação com o mercado, e a atração de investidores para empresas internacionalizadas poderia ser usada como estratégia de captação de recursos para financiamento da companhia.

Com a limitação deste estudo, as conclusões se aplicariam a esta empresa, então, indica-se a análise de outras empresas, ou até mesmo de outros setores da bolsa de valores, para que

seja possível confirmar ou refutar as conclusões aqui apresentadas. A análise individual de empresas poderia corroborar ou refutar teorias sobre os assuntos estrutura de capital e internacionalização, e auxiliar na construção do consenso sobre o complexo processo de decisão e de operação em mercados externos, para empresas de diferentes estruturas e segmentos.

REFERÊNCIAS

- ALDRICH, Howard E.; PFEFFER, Jeffrey. Environments of organizations. **Annual Review of Sociology**, v. 2, n. 1, p. 79-105, 1976. <https://doi.org/10.1146/annurev.so.02.080176.000455>
- ANDRADE, Alisson Maxwell Ferreira; GALINA, Simone Vasconcelos Ribeiro. Effects of Internationalization on the Performance of Multinational Companies from Developing Economies. **RAC-Revista de Administração Contemporânea (Journal of Contemporary Administration)**, v. 17, n. 2, p. 239-262, 2013. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552013000200007>
- BCB – **Banco Central do Brasil**. Disponível em www.bcb.gov.br. Acesso em 02 de Novembro de 2020.
- CARDOSO, Guilherme Freitas; SOUZA, Guilherme Santos; PEREIRA, Vinícius Silva. Efeitos do Endividamento em Moeda Estrangeira no Desempenho das Empresas Brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 205-223, 2018. DOI: 10.14392/ASAA.2018110202
- COELHO, Lúcia Borges. **Efeitos de Variáveis Macroeconômicas no Nível de Liquidez de Empresas Brasileiras**. 2012. 67 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas – FGV/RJ, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13877>
- EKHART, Gerard; BREESE, Richard. The Influence of Government upon Multinational Company Manufacturing Location Decisions. **European Management Review**, 2022. <https://doi.org/10.1111/emre.12552>
- FARAH, Bassam et al. Host Country Corporate Income Tax Rate and Foreign Subsidiary Survival. **Journal of World Business**, v. 56, n. 2, p. 101186, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101186>
- FLORIANI, Dinorá Elite; FLEURY, Maria Tereza. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, p. 438-458, 2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552012000300007>
- FREIRE, Janayna Katyuscia; CARVALHO, Eduardo Gomes; CALEGÁRIO, Cristina Lélis Leal. Análise da Relação Grau de Internacionalização versus Indicadores Financeiros de Multinacionais Brasileiras. **Revista de Negócios**, v. 26, n. 2, p. 39-56, 2021. <http://dx.doi.org/10.7867/1980-4431.2021v26n2p39-56>
- GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. Editora Atlas, 6 ed., São Paulo – SP, 2009.
- GIL, Antônio Carlos et al. Fundamentos científicos da gestão para o desenvolvimento da regionalidade. **Revista de Ciências da Administração**, v. 15, n. 35, p. 68-81, 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2013v15n35p68>
- HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. Bookman editora, 2009.
- HANSEN, Michael W.; GUNDELACH, Henrik; HEDEGAARD, Michael. Why is MNC Subsidiary Performance Better in Challenging Business Environments?. In: **48th EIBA Annual Conference**. 2022. Disponível em: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/81857319/michael_w_hansen_

et_al_why_is_mnc_subsidary_performance_better_publishersversion.pdf

IBGE – **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Disponível em www.ibge.gov.br Acesso em 02 de Novembro de 2020.

JOHANSON, Jan; VAHLNE, Jan-Erik. The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490676>

KAYO, Eduardo Kazuo et al. Estrutura de Capital e Criação de Valor: Os Determinantes da Estrutura de Capital em Diferentes Fases de Crescimento das Empresas. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 10, n. 3, 2004. Disponível em: <https://www.seer.ufrgs.br/read/article/view/42503>

MARCOS, Cleyson et al. Desempenho Econômico-Financeiro e o Grau de Internacionalização de Empresas Listadas no Novo Mercado da B3. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 10, n. 2, 2019. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v10i2.62879>

MARFRIG – **Marfrig Global Foods S.A.** Disponível em www.marfrig.com.br. Acessos em Outubro/ Novembro de 2020.

MYERS, S. C. Capital Structure Puzzle. **National Bureau of Economic Research**. (No. 1393). 1984. Doi: 10.3386/w1393

NONATO, Gustavo Gimenez. **Efeitos do Grau de Internacionalização sobre Performance e Valor em Multinacionais Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração). Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas – EAESP/FGV, São Paulo/SP, 2019.

PALOMBINI, Nathalie Vicente Nakamura; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Key Factors in Working capital Management in the Brazilian Market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, p. 55-69, 2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000100005>

PANDINI, Jardel; STÜPP, Diego Rafael; FABRE, Valkyrie Vieira. Análise do Impacto das Variáveis Macroeconômicas no Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas dos Setores de Consumo Cíclico e não Cíclico da BM&Fbovespa. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 51, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2606>

PETRY, Jonas Fernando; AMAL, Mohamed; FLORIANI, Dinorá Eliete. Distância Institucional, Clusters Regionais e Desempenho de Subsidiárias Estrangeiras: Evidências no Brasil. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 15, p. 302-316, 2018. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.3.6>

POZENATO, José Clemente. Algumas Considerações sobre Região e Regionalidade. Filosofia: diálogo de horizontes. Caxias do Sul: **Educs**, p. 589-591, 2001. Disponível em: https://www.ucs.br/site/midia/arquivos/artigo_pozenato.pdf

PUGH, Derek S. et al. The Context of Organization Structures. **Administrative Science Quarterly**, p. 91-114, 1969. <https://doi.org/10.2307/2391366>

RIBEIRO, Rafael Borges; PEREIRA, Vinícius Silva; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Estrutura de Capital, Internacionalização e Países de Destino de Empresas Brasileiras: Uma Análise da Hipótese

Upstream-Downstream. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 14, p. 575-591, 2017. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.6.2>

SHIRODKAR, Vikrant; KONARA, Palitha. Institutional Distance and Foreign Subsidiary Performance in Emerging Markets: Moderating Effects of Ownership Strategy and Host-Country Experience. **Management International Review**, v. 57, p. 179-207, 2017. <https://doi.org/10.1007/s11575-016-0301-z>

UFF, Rogério Haesbert. Região, Regionalização e Regionalidade: Questões Contemporâneas. *Antares: Letras e Humanidades*, n. 3, p. 02-24, 2010. Disponível em: <http://ucs.br/etc/revistas/index.php/antares/article/view/416>

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. Bookman editora, 2001.

ZEN, Aurora Carneiro. O Processo de Internacionalização e o Impacto nos Recursos da Firma: o Caso da Vinícola Casa Valduga. **Internext**, v. 7, n. 1, p. 123-148, 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.18568/1980-4865.71123-14>