

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CLAUDINÊ JORDÃO DE CARVALHO

**UM ENSAIO EM GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO
EM MICROS E PEQUENAS EMPRESAS**

SÃO PAULO
JULHO DE 2012

CLAUDINÊ JORDÃO DE CARVALHO

**UM ENSAIO EM GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO
EM MICROS E PEQUENAS EMPRESAS**

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador:
Prof. Dr. Rafael Felipe Schiozer

SÃO PAULO
JULHO DE 2012

Jordão de Carvalho, Claudinê.

Um Ensaio em Gestão de Capital de Giro em Micros e Pequenas Empresas /
Claudinê Jordão de Carvalho. - 2012.

205 f.

Orientador: Rafael Felipe Schiozer

Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Pequenas e médias empresas - Finanças. 2. Administração financeira. 3. Capital de giro. 4. Créditos. I. Schiozer, Rafael Felipe. II. Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.15

CLAUDINÊ JORDÃO DE CARVALHO

**UM ENSAIO EM GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO
EM MICROS E PEQUENAS EMPRESAS**

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Data de aprovação:

____ / ____ / ____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Rafael Felipe Schiozer
(Orientador - EAESP/FGV)

Prof. Dr. Wesley Mendes-da-Silva
(EAESP/FGV)

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng
(EAESP/FGV)

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra
(EA/UFRGS)

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
(MACKENZIE)

Agradecimentos

São muitas as pessoas que contribuíram para que esta produção científica se viabilizasse. Algumas, provavelmente, não saberiam avaliar o alcance e as consequências profícuas das decisões que tomaram a tempo atrás. A mudança e a transformação intelectual no modo de “pensar e fazer ciência” é com certeza o ganho principal.

Estou convencido da iniciativa, bem-sucedida, que tomamos, institucionalmente, na Universidade Federal de Uberlândia, em 2009, para viabilizar o projeto do DINTER com a EAESP/FGV. Um destes responsáveis é o amigo Reinaldo Campos Andraus, ex-Diretor da Faculdade de Gestão e de Negócios da UFU, que gosta de desafio como eu e a quem atribuo meus agradecimentos.

A tarefa de orientar-me coube ao Prof. Dr. Rafael Felipe Schiozer. Penso que lhe dei muito trabalho! Sempre disponível para avaliar os textos, os artigos, os Capítulos desta Tese, seus comentários, suas sugestões e suas contribuições fizeram a diferença no meu crescimento pessoal e profissional. Meus profundos agradecimentos e reconhecimento pelo apoio intelectual e por compartilhar sua experiência. Por isso, considero que a parceria acadêmica foi produtiva.

Agradeço também ao Prof. Dr. William Eid Jr pelos ensinamentos e recomendações no seminário de qualificação. O Prof. Dr. Wesley Mendes-da-Silva foi o responsável por inúmeras sugestões de melhoria do projeto inicial. Ele apontou caminhos para aperfeiçoamentos relevantes como a inserção de outras teorias administrativas para fundamentar e justificar “o estilo de gestão” neste estudo. Isso possibilitou integrar a teoria de finanças corporativa a outras teorias de natureza diversa. Espero tê-lo atendido! Obrigado.

Ao Prof. Dr. Hsia Hua Sheng, ao Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura e ao Prof. Paulo Renato Soares Terra, agradeço-os por aceitarem participar da banca de defesa e pelas contribuições que serão feitas.

Dedico esta tese aos meus pais, Maria e Nivaldo, à minha esposa Glória, aos meus filhos Rafael e Maitê, ao neto Matheus e à sua mamãe Elisângela. Vocês contribuíram com o sacrifício e a tolerância nos momentos de ausência.

Obrigado aos amigos que também contribuíram nesta produção.

RESUMO

Este estudo investiga as diferenças na maneira como gestores administram o capital de giro nas micro e pequenas empresas. As contribuições derivadas deste estudo ampliam a literatura financeira de curto prazo em MPEs no sentido de se compreender como os itens relacionados ao construto de capital de giro se comportam numa economia emergente, com fricções de mercado severas e mutáveis e com nível de desenvolvimento financeiro distinto. Os diferentes estilos de gestão podem ocorrer em razão do impacto do desenvolvimento e profundidade do mercado financeiro e do acesso e da oferta de *trade credit*. Os fatores determinantes desses estilos de condução da gestão do capital de giro em micro e pequenas empresas (MPEs) são identificados e, explicados, à luz dos fundamentos das teorias de crescimento das firmas por estágios, da visão baseada em recursos, de crédito comercial, de agência e de custos de transação. Esta é uma pesquisa mista com investigação *cross-section*, em três etapas. Ela foi composta por um *survey* e por entrevistas. Os dados obtidos por meio de um *survey* com dirigentes de 447 MPEs dos estados de Minas Gerais e São Paulo foram analisados por técnicas multivariadas, tendo sido identificados quatro “estilos” de gestão de capital de giro, que podem ser explicados por variáveis como idade, tamanho e lucratividade da firma e as entrevistas pela análise de conteúdo. A base de dados foi tratada com técnicas multivariadas e modelagem com equações estruturais. Os resultados sugerem que dirigentes brasileiros são mais propensos a adotar controle financeiro que os dirigentes britânicos e que gestão de crédito afeta positivamente a gestão de estoque quando mediada por fundos internos. Os resultados foram comparados aos obtidos por pesquisa similar realizada com empresas do Reino Unido (Howorth e Westhead, 2003), e a evidência mostra diferenças importantes: 1) as empresas brasileiras revisam a maioria das rotinas de capital de giro com maior frequência que as britânicas; 2) as MPEs brasileiras ofertam e demandam menos crédito comercial que as britânicas. Essas diferenças podem ser explicadas, pelo menos em parte, pelo maior custo do financiamento bancário das firmas brasileiras em comparação às britânicas.

Palavras-chave: desenvolvimento financeiro; restrição a crédito; estoque; capital interno; *trade credit*; estilos de gestão.

ABSTRACT

This study investigates the differences in how managers control working capital in micro and small enterprises. The contributions derives of this study extend the literature on short-term financial MSEs in the sense of understanding how the items related to the construct of working capital behave in an emerging economy with changeable and severe market frictions and a different level of financial development. The different management styles may occur due to the impact of development, depth of financial market and access to and supply of trade credit. The determinant factors of these styles of management of working capital in micro and small enterprises (MSEs) are identified and explained in light of the foundations of theories of growth of firms in stages, of the resource-based view, trade credit, agency and transaction costs. This is a joint research with cross-section investigation in three steps. It consists of a survey and interviews. The data collected through a survey of 447 managers of MSEs in the states of Minas Gerais and Sao Paulo were analyzed by multivariate techniques where four "styles" of management of working capital were identified, which can be explained by variables such as age, size and profitability of the firm and by content analysis of the interviews. The database was treated with multivariate techniques and structural equation modeling. The results suggest that Brazilian executives are more likely to adopt financial control that the British leaders and credit management positively affects the management of inventory when mediated by internal funds. The results were compared to those obtained from a similar survey conducted in British companies (Westhead and Howorth, 2003), and the evidence shows important differences: 1) Brazilian companies review most of the working capital routines more often than British; 2) Brazilian MSEs offer and demand less trade credit than British MSEs. These differences may be explained, at least in part, by higher cost of bank financing for Brazilian firms in comparison to British firms.

Keywords: *financial development, restriction of credit, inventory, internal capital, trade credit, management styles.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Relacionamento entre ambiente geral de negócios, esquemas interpretativos dos dirigentes e ação organizacional.....	31
Figura 2: Hipótese entre a disposição a controlar as práticas de capital de giro entre dirigentes brasileiros e britânicos.....	68
Figura 3: Hipóteses entre a oferta e a demanda por créditos comerciais entre MPEs do Brasil e do Reino Unido.....	69
Figura 4: Hipóteses de trabalho e direção da associação entre as variáveis.....	72
Figura 5: Associação entre construtos.....	82
Figura 6: Participação de firmas respondentes por estado.....	102
Figura 7: Composição das firmas da amostra por porte.....	103
Figura 8: Procedimentos metodológicos de tratamento de dados.....	107
Figura 9: Variáveis latentes e a formação de fatores.....	110
Figura 10: Agrupamentos com alta homogeneidade interna (setas tracejadas unidirecionais) e alta heterogeneidade externa (setas duplas contínuas).....	112
Figura 11: Modelo teórico de proposições de relacionamentos.....	117
Figura 12: Procedimentos metodológicos de tratamento de dados.....	117
Figura 13: Construto de gestão de capital de giro e variáveis latentes.....	157
Figura 14: Coeficientes de regressão observados no sistema de equações estruturais.....	160
Quadro 1: Relações de agência e expectativas entre os personagens.....	40
Quadro 2: Hipóteses comparativas entre firmas do Brasil e do Reino Unido, sinal de direção esperada e literatura de apoio.....	71
Quadro 3: Hipóteses dos fatores determinantes sobre os estilos de gestão de capital de giro em MPEs.....	81
Quadro 4: Proposições entre os construtos de gestão de oferta de créditos comerciais, de caixa e de estoques.....	86
Quadro 5: Área de finanças e autores que realizaram surveys em finanças corporativas.....	89
Quadro 6: Código e Práticas de Gestão de Capital de Giro.....	91
Quadro 7: Variáveis demográficas.....	92
Quadro 8: Variáveis operacionais.....	94

Quadro 9: Variáveis econômicas e financeiras.....	97
Quadro 10: Proposições e resultados entre firmas britânicas (UK) e brasileiras (Br)	149
Quadro 11: Determinantes dos estilos de administração do capital de giro.....	150

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Média de práticas de gestão por porte de empresas.....	103
Tabela 2: Porcentual por região das práticas de gestão de capital de giro por rótulo, médias, tamanho da amostra e teste t.....	105
Tabela 3: Características organizacionais por porte de firmas.....	121
Tabela 4: Estatísticas Descritivas por setor de atuação econômico.....	122
Tabela 5: Frequência de revisão das políticas de administração do capital de giro de firmas do UK e do Brasil.....	127
Tabela 6: Regressões logísticas: determinantes da frequência de revisão de rotinas.....	129
Tabela 7: Características dos componentes principais.....	137
Tabela 8: Análise de componentes principais de administração de capital de giro: cargas nos componentes rotacionados.....	134
Tabela 9: Foco de administração do capital de giro: análise de <i>clusters</i>	137
Tabela 10: Modelo de regressão logística multinomial: grupo de referência 4LOW/3BAIXO e Comércio e Distribuição.....	139
Tabela 11: Modelo de regressão logística multinomial: referência 1CASH/1PRAZOS e 2CRÉDITO e Comércio e Distribuição.....	140
Tabela 12: Dados das firmas com foco em estoques que participaram da fase qualitativa...151	
Tabela 13: Dados das firmas com foco em prazos que participaram da fase qualitativa.....	153
Tabela 14: Dados das firmas sem foco específico que participaram da fase qualitativa.....	154
Tabela 15: Confiabilidade composta (CC) e variância explicada por fator latente.....	159
Tabela 16: Principais índices de qualidade de ajuste.....	159
Tabela 17: Sumário dos resultados dos testes de proposições de cargas de caminhos.....	161

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

MPEs – Micro e pequenas Empresas

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequenas Empresas

PIB – Produto Interno Bruto

IFC – *Institute Financial Corporation*

SISBACEN – Sistema do Banco Central do Brasil

TCT – Teoria dos custos de transação

CT – Custos de Transação

ROA – Retorno sobre Ativos Totais

BMF&BOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros & Bolsa de Valores de São Paulo

CCC – Ciclo de conversão de caixa

PME – Prazo médio de estoques

PMR – Prazo médio de recebimento

PMP – Prazo médio de pagamento a fornecedores

EXFIN – Financiamento externo

SUMÁRIO

1. O PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.1. Contextualização do Problema.....	14
1.2 Objetivos.....	20
1.3 Importância do tema	21
1.4 As micro e pequenas empresas	21
1.5 Contribuições	24
1.6 Estrutura do trabalho	25
2. REVISÃO DA LITERATURA	26
2.1 Desenvolvimento das firmas	27
2.2 Teoria Neoinstitucional: ambientes e esquemas interpretativos.....	30
2.3 Teoria da firma baseada em recursos – TBR.....	34
<i>2.3.1 Abordagens históricas</i>	<i>34</i>
2.4 Teoria de agência	38
<i>2.4.1 Conflitos de agência.....</i>	<i>39</i>
<i>2.4.2 Custos de agência.....</i>	<i>42</i>
<i>2.4.3 Custos de agência nas MPEs</i>	<i>43</i>
<i>2.4.4 Custos de agência e terceiras partes.....</i>	<i>45</i>
<i>2.4.5 Teoria da agência e a política financeira corporativa</i>	<i>46</i>
2.5 Teoria dos custos de transação - TCT	47
<i>2.5.1 Conceito de transação.....</i>	<i>48</i>
<i>2.5.2 Natureza dos custos de transação.....</i>	<i>48</i>
<i>2.5.3 Fatores determinantes dos CT</i>	<i>49</i>
<i>2.5.3.1 Racionalidade limitada, complexidade e incerteza</i>	<i>49</i>
<i>2.5.3.2 Oportunismo e especificidade de ativos.....</i>	<i>50</i>
2.6 Teorias em gestão de capital de giro	53
<i>2.6.1 Modelo de tradeoff.....</i>	<i>53</i>
<i>2.6.2 Determinantes</i>	<i>54</i>
2.7 Teorias de trade credit	58
<i>2.7.1 Uso estratégico de TC.....</i>	<i>62</i>
<i>2.7.2 TC como complemento de empréstimos bancários</i>	<i>65</i>

2.7.3 TC como substituto de empréstimos bancários.....	66
3. DERIVAÇÃO DE HIPÓTESES	67
3.1 Hipóteses de trabalho	67
3.1.1 Hipóteses comparando Brasil e Reino Unido	68
3.1.2 Hipóteses sobre determinantes do estilo de gestão de capital de giro	71
3.1.3 Proposições entre os construtos de oferta de créditos comerciais e de estoques ...	82
4. PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS E MÉTODOS	87
4.1 Procedimentos qualitativos.....	88
4.2 Procedimentos quantitativos	89
4.3 Variáveis Dependentes: Práticas de Administração de Capital de Giro.....	91
4.4 Variáveis independentes	92
4.4.1. Variáveis demográficas.....	92
4.4.1.1. Idade	93
4.4.1.2. Tamanho.....	93
4.4.1.3. Habilidade financeira	93
4.4.1.4. Setor econômico	94
4.4.2. Variáveis operacionais.....	94
4.4.2.1 Porcentagem de vendas à vista.....	95
4.4.2.2. Porcentagem de compras a prazo	95
4.4.2.3. Crescimento.....	96
4.4.2.4. Sazonalidade.....	96
4.4.3. Variáveis econômicas e financeiras	97
4.4.3.1. CCC (ciclo de conversão de caixa)	97
4.4.3.2. Porcentagem de recebimento com pontualidade.....	98
4.4.3.3. Retorno sobre ativos totais (ROA).....	98
4.4.3.4. Porcentagem de atrasos de pagamento.....	98
4.4.3.5. Financiamento externo	99
4.5 Método e procedimentos estatísticos.....	99
4.5.1 Dados em gestão de capital de giro: UM ESTUDO MISTO	99
4.5.1.1 O survey.....	99
4.5.1.2 Dados das amostras	101
4.5.1.3 Entrevistas	106
4.5.2 Metodologia de tratamento dos dados	107

4.5.2.1. 1ª Etapa: Análise de frequência.....	108
4.5.2.2. 2ª Etapa; Regressão logística simples (RLS)	108
4.5.2.3. 3ª Etapa: Identificação de Componentes Principais (ACP)	109
4.5.2.4. 4ª etapa: Análise de Clusters	111
4.5.2.5. 5ª etapa: Regressão logística multinomial (RLMN)	112
4.5.2.6. 5ª Etapa: Equações estruturais.....	114
5. DADOS E RESULTADOS	120
5.1. Banco de dados	120
5.2. <i>Missing values</i> e <i>outliers</i>	120
5.3. Estatísticas descritivas univariadas	121
5.4. Análise de frequência	125
5.5. Regressão logística simples	128
5.6. Análise de componentes principais	130
5.6.1 <i>Validade do modelo</i>	130
5.7. Análise de agrupamentos	135
5.8. Determinantes do estilo de Administração do Capital de Giro: Regressão Logística Multinomial.....	137
5.8.1. <i>Variáveis demográficas</i>	140
5.8.2. <i>Variáveis financeiras</i>	144
5.8.3. <i>Variáveis operacionais</i>	146
5.9. A triangulação metodológica	150
5.10. Resultados dos testes de proposições	155
5.10.1 <i>Análise fatorial confirmatória</i>	156
5.10.2 <i>Equações estruturais</i>	160
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	164
REFERÊNCIAS	169
Apêndice A: Perguntas sobre práticas de administração de capital de giro.....	193
Apêndice B: Roteiro para entrevista	194
Apêndice C: Questões parciais extraídas do instrumento de coleta de dados criado por Howorth e Westhead (2003).....	195
Apêndice D: Questionário traduzido e aplicado no Brasil	199
Apêndice E: Práticas de gestão de capital de giro	200

Apêndice F: Correlações de Pearson entre rotinas de gestão de capital de giro	201
Apêndice G: Correlações de <i>Spearman</i> entre variáveis não-métricas	202
Apêndice H: Correlações de Pearson entre variáveis métricas.....	203
Apêndice I: Relação de cidades por Estado das firmas que participaram do <i>survey</i>.....	204
Apêndice J: Perfil dos entrevistados.....	205

1. O PROBLEMA DE PESQUISA

1.1. Contextualização do Problema

A importância do capital de giro para o desempenho das firmas é inquestionável no meio empresarial, e está bem estabelecida na literatura financeira. Para Ashby (2005), o capital de giro é um barômetro altamente eficaz para a verificação da eficiência e da eficácia operacional e financeira das empresas enquanto, para Mintz (1999), o capital de giro representa a principal força gerencial em administração financeira corporativa. A administração financeira de curto prazo compreende as decisões e o controle sobre todos os indicadores e variáveis que influenciam as contas circulantes, como caixa, títulos negociáveis, estoques, contas a receber e contas a pagar. Nesse contexto, a adequada gestão dos recursos financeiros empregados para financiar a produção objetiva assegurar, no curto prazo, a liquidez necessária para as demandas inerentes das atividades operacionais dos negócios. Assim, as decisões de financiamento e investimentos de curto prazo se mostram relevantes para a sobrevivência e para o crescimento das firmas.

Por outro lado, a gestão inadequada do capital de giro foi apontada como o principal motivo para o fechamento de empresas de micro e pequeno porte no Brasil (Sistema Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas [Sebrae], 2005). Esse levantamento identificou que os dois fatores financeiros que mais contribuem para a falência das MPE's eram: 1) a falta de capital, tanto para investimentos fixos quanto de giro, para 42% dos participantes da pesquisa; e 2) outros problemas financeiros como inadimplência de clientes, identificados em 21% das respostas. Em complemento a essas evidências, na literatura de Finanças, verifica-se que as pequenas firmas enfrentam sérias dificuldades, quando têm que administrar caixa e capital de giro (DODGE, FULLERTON e ROBBINS, 1994), e que a administração ineficiente do capital de giro é comum em firmas pequenas (DUNN e CHEATHAM, 1993; BERRYMAN, 1993; SMITH, 1973).

O *survey*, acima mencionado, identificou também o fenômeno de subinvestimentos em MPEs, nas quais os volumes médios recursos investidos em ativos fixos e em capital de giro nas MPE's falidas, correspondiam à metade e a um terço, respectivamente, do valor investido

nas empresas ainda em atividade. Os resultados de Camargos et al. (2010) corroboram a presença de subinvestimentos para MPEs mineiras.

Uma possível explicação para a falência nessas empresas está na a fragilidade dos registros contábeis, no baixo nível de controle gerencial, na falta de conhecimento contábil-financeiro (SOGORB-MIRA, 2002; HUTCHINSON, 2003) e nos aspectos cognitivos¹ (MICHAELAS, CHITTENDEN e POUTZIOURIS, 1989). Nesse sentido, é vital que gerentes-proprietários dessas firmas aprimorem a gestão financeira de curto prazo, visando garantir longevidade às firmas.

As decisões concorrentes de investir em capital de giro e/ou em capital fixo (FAZZARI e PETERSEN, 1993), e as de financiamento e de distribuição de dividendos quando coerentemente tomadas, constituem-se em potenciais fontes de geração de valor aos acionistas. Em empresas comerciais, a fonte natural de valor está nas atividades de comercialização, enquanto, em empresas industriais, a fonte deve estar centrada no processo de transformação de materiais. Para estas últimas, o investimento em giro deve ser minimizado ante o investimento em ativos fixos, pois há um custo de oportunidade negativo no investimento em giro.

Nessa óptica, as firmas necessitam dimensionar corretamente estas necessidades para investir valores em contas de curto prazo visando sustentar suas operações de natureza rotineiras e transitórias de forma a minimizar essas “perdas de capital”. Evidências encontradas por Almeida (2010), em firmas listadas na BMF&BOVESPA, sugerem que o investimento adicional em capital de giro, no início de cada ano fiscal, destrói valor. Em contraste, Almeida e Campello (2004) mostram que o investimento em caixa, em firmas que sofrem restrições financeiras, é sensível ao fluxo de caixa operacional e que esse saldo de dinheiro representa uma estratégia importante para financiar tanto capital de giro como os investimentos em ativos fixos.

Contudo os resultados de pesquisas empíricas sobre capital de giro têm se mostrado controversos (PALOMBINI e NAKAMURA, 2012). Segundo Palombini e Nakamura (2012), os estudos foram conduzidos em diferentes países com situações econômicas distintas, baseados em diferentes modelos econométricos, os quais não levaram a um consenso claro.

Mesmo assim, o investimento em capital de giro é imprescindível para parte significativas das firmas. Porém, o perfil desse investimento é heterogêneo entre os países, as

¹ São características pessoais do gestor como, por exemplo, necessidade de controle financeiro do negócio, propensão ao risco, experiência, normas sociais, relacionamento pessoal, crenças e percepções do gestor a respeito de dívidas e outras. (tradução livre)

indústrias (ETIENNOT, PREVE e SARRIA ALLENDE, 2011) e variam de acordo com o porte e a idade da firma. Garcia-Teruel e Martínez-Solano (2007) encontraram que os ativos circulantes das pequenas e médias empresas espanholas representavam 69% de seus ativos, enquanto seus passivos circulantes correspondiam a mais de 52 % de suas obrigações.

Em adição, Boissay e Gropp (2007) mostram que, em MPEs francesas, a participação do investimento em contas a receber era de 29,6% e em contas a pagar era de 23,6% dos ativos totais. Estes percentuais reforçam a intuição de que o investimento em capital de giro cumpre a finalidade básica de apoiar as operações, além de garantir liquidez ao negócio e servir como fonte complementar de recursos para investimento em ativo fixo (ALMEIDA, CAMPELLO e WEISBACH, 2004). Esse investimento pode ser financiado por capital espontâneo decorrente de crédito comercial, por meio de emissão de obrigações e/ou com capital próprio.

As decisões sobre capital de giro compreendem tanto os aspectos de ativos circulantes como de passivos circulantes, e as suas duas principais funções são: ajustar o volume de capital requerido às mudanças do nível de vendas e contribuir para maximizar o valor da firma (WESTON e BRIGHAM, 1981). Para tal, essas decisões dependem de outras decisões e de variáveis que afetam a rotina de gestão dos negócios e que ocupam tempo considerável de funcionários e executivos financeiros. Esse tempo e esforço gerencial são alocados para gerir as operações internas diárias e dimensionar o volume de capital investido em ativos circulantes (DELOOF, 2003), objetivando obter retornos marginais sobre aumentos em ativos de curto prazo os quais devem, no mínimo, se igualarem aos custos de capital para financiar tais investimentos.

No entanto esse tema não tem recebido a mesma atenção que os assuntos de longo prazo como decisões sobre investimento e financiamento do meio acadêmico. Conforme Palombini e Nakamura (2012) e Eid Jr (2011), há uma clara falta de teorias robustas sobre capital de giro, e isso pode explicar a razão do porquê do baixo volume de artigos sobre capital de giro publicados em periódicos da área de negócios. Em complemento, o estudo de Etiennot, Preve e Sarria Allende (2011) atribui o fato acima mencionado à diferença na eficiência dos mercados financeiros dos países. Eles argumentam que o baixo interesse pelo tema deve-se, ao fato de que, em economias desenvolvidas, o mercado financeiro eficiente dá respostas rápidas às empresas, emprestando-lhes o capital de que necessitam, o que nem sempre acontece em mercados emergentes. Essa pouca atenção acadêmica em relação à administração do capital de giro foi cunhada por Ricci (2008, p.1) como o paradoxo das finanças corporativas: “*critical to every business, yet over looked*”.

Alguns modelos teóricos procuram explicar as relações entre os componentes do capital de giro. Um deles está associado ao modelo de decisão de *tradeoff*. Esse modelo avalia a dimensão financeira de risco de liquidez versus a econômica de rentabilidade. Essa decisão é, por natureza, complexa devido ao grande volume de variáveis que necessitam serem consideradas e também pelo fato de serem alternativas conflitantes. Um exemplo de decisão conflitante é que operar com baixo risco de liquidez (por exemplo, alto nível de caixa ou de estoques), geralmente, afeta negativamente a rentabilidade.

Além desses aspectos, algumas decisões, como por exemplo, flexibilizar as condições de concessão de crédito para aumentar vendas, ampliam, mutuamente, as perspectivas de crescimento de lucros e de perdas financeiras decorrentes dos riscos de inadimplência. São decisões adversas e dependentes, cujos efeitos, até o presente momento, ainda não estão suficientemente claros na literatura de Finanças Corporativas. Contudo, os dirigentes necessitam fixar políticas operacionais e financeiras mínimas para que as operações se realizem no cotidiano das firmas. Nesse sentido, conhecer como as práticas de gestão do capital de giro acontecem no interior das organizações mostra-se relevante, considerando a importância destas decisões para a sobrevivência das empresas. Adicionalmente, busca-se compreender como essas práticas de gestão financeira impactam o desempenho das organizações.

As evidências internacionais sugerem que há grande diversidade e variações de práticas de administração e que essas afetam a produtividade das firmas e dos países (BLOOM e VAN REENEN, 2010). Segundo Bloom e Van Reenen (2010), as firmas, com melhores práticas de administração, apresentam melhores desempenhos em várias dimensões do negócio: são maiores, mais produtivas, de rápido crescimento e têm taxa de sobrevivência mais alta. Além disso, firmas e países se especializam em diferentes estilos de administração. Para se ter uma noção do impacto desse aspecto de gestão entre firmas de 17 países pesquisados, as firmas brasileiras da amostra ocupavam o penúltimo lugar, superando apenas as firmas gregas (BLOOM e VAN REENEN, 2010). A medida considerada por Bloom e Van Reenen (2010) para ranquear as firmas foi um score calculado com base numa escala, variando de 1 a 5 pontos, de 18 dimensões inerentes à administração geral, à administração do monitoramento, à administração de incentivos e de objetivos das firmas. Para Sogorb-Mira (2002) e Hutchinson (2003) estas diferenças são provocadas pela falta de conhecimento e pelos aspectos cognitivos incompletos (MICHAELA et al., 1998) dos gestores.

Por esse motivo, compreender como as práticas de gestão afetam os negócios torna-se relevante para as organizações. Barbero; Casillas e Feldman (2011) investigaram micro e pequenas empresas (MPEs) espanholas usando dados entre 2001 e 2005 e, encontraram que,

habilidades gerenciais em marketing e finanças são positivamente relacionadas com a expansão de mercado e, a inovação nas firmas, com o seu crescimento. Ou seja, a racionalidade limitada² do homem (SIMON, 1970) influencia as escolhas organizacionais. O estudo de Michaelas et al. (1998) sobre determinantes de estrutura de capital em MPEs, mostra evidências de que aspectos relacionados ao gestor, como propensão ao risco e aspectos sobre características da estrutura e de controle interno, como idade da empresa, porte, risco operacional e estilo gerencial, entre outros, são determinantes significativos da estrutura de capital. Em adição, Burkowski, Perobelli e Zanini (2009) argumentam também que a dimensão cognitiva do gestor, além das características pessoais, é também construída pela forma como o gestor percebe os fatores internos e externos à empresa.

Nessas circunstâncias, é possível que diferenças nos fundamentos econômicos, no ambiente legal, fiscal e institucional, no risco-país, na legislação contábil, no grau de desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais e na política de relações comerciais entre países, afetem o comportamento decisório de executivos e empresários e, por consequência, o desempenho das firmas. Esses fatores são especialmente relevantes em economias não maduras, as quais ainda carecem de um ambiente de negócios mais bem consolidado para o aperfeiçoamento das transações.

Nesse cenário, as empresas localizadas em países com economias emergentes provavelmente estão submetidas a condições de mercado mais severas que aquelas instaladas em países desenvolvidos. Ou seja, o nível e o tipo de fricções de mercado são diferentes nesses países, o que pode provocar distorções na aplicação de teorias de finanças criadas em economias maduras. Por exemplo, enquanto a média da taxa básica de juros em economias desenvolvidas como EUA, Reino Unido, Alemanha e Japão foi de 2% ao ano (IFC, 2011), na década de 2010, a correspondente no Brasil foi de 15% ao ano (BACEN, 2011).

Num ambiente de negócios como esse, é possível que os gerentes-proprietários das firmas se deparem com um dilema entre quanto investir em cada conta circulante dados os altos custos de empréstimos de curto prazo e as dificuldades em obter financiamentos para atender às necessidades permanentes de capital de giro (PALOMBINI e NAKAMURA, 2012).

Em adição ao *tradeoff* anterior, e havendo sobra de caixa, a taxa de juros de oportunidade do mercado financeiro de curto prazo pode afetar a decisão do gestor de manter caixa ou de aplicar em títulos negociáveis ou em outros ativos. Por exemplo, “se fosse custoso e consumisse muito tempo para converter aplicações em títulos em caixa e, caso, as

² A hipótese da racionalidade limitada supõe que o homem não consegue sistematizar e processar todas as informações de que necessita para tomar decisões. Assim, ele contemporiza porque não há meios para maximizar os resultados (SIMON, 1970)

aplicações não tivessem muito retorno porque as taxas de juros estão baixas, então, não valeria a pena manter aplicações em oposição a caixa” (BRIGHAM, GAPENSKI e ERHARDT, 2001, p. 780). Essas variáveis afetam diretamente o custo do capital e das transações e, como consequência, é provável que influenciem de maneira mais intensa as decisões dos empresários nas economias em desenvolvimento.

Dentre as decisões empresariais, há aquelas de rotina que demandam mais atenção dos gestores do que outras, em decorrência da sua importância para sustentar as operações de compra e de venda de produtos e serviços. Estas operações requerem diferentes volumes de recursos que circulam em periodicidades diferentes nas empresas. Nesse sentido, é de se presumir que a atenção dedicada pelos dirigentes das firmas no gerenciamento das rotinas de cada item do capital de giro não seja homogênea. É possível que os dirigentes priorizem algumas rotinas de gestão em detrimento de outras de acordo com o custo de oportunidade daquela atividade específica em relação às demais.

A identificação pelo gestor da importância relativa entre as rotinas de administração deriva geralmente de suas crenças, valores, experiência, aversão ao risco, medo de perda de controle entre outros. Ou seja, o predomínio da atenção, para controlar um determinado conjunto de rotinas, confere às firmas um estilo de gestão próprio. No entanto pouco ainda se sabe a respeito da percepção dos empresários quanto ao foco desses em relação à administração do capital de giro. Nesse contexto, há, portanto, espaço para novos estudos *cross-countries* sobre temas de corporativas de curto prazo.

Este estudo investiga se há diferenças no estilo de administração do capital de giro entre as MPEs³. Nesse propósito, diversas características organizacionais identificadas na literatura de negócios foram associadas à disposição a controlar as rotinas de capital de giro dos dirigentes de MPEs. Para isso, foi aplicado um *survey* em 447 e realizadas 18 entrevistas em MPEs dos Estados de Minas Gerais e de São Paulo. Os resultados formaram uma base de dados única, que permite relacionar características organizacionais, como tamanho, idade, setor de atividade e outras, à propensão dos gestores em adotar e revisar rotinas de gestão de capital de giro. Adicionalmente, os dados obtidos nesse *survey* podem ser utilizados para comparar as evidências encontradas no Brasil com as do Reino Unido (HOWORTH e

³ Há diversas classificações de portes de empresas no Brasil: a definição “oficial” foi estabelecida pela Lei no 9.317, de 1996 (que sofreu alterações posteriores), que estipula o faturamento anual como critério de classificação, é utilizada pela Receita Federal e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), entre outros. Já o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) utiliza como critério o número de funcionários, classificando como microempresa aquela com até 19 funcionários e como pequena empresa aquela que tem de 20 a 99 funcionários. Nosso critério de selecionar empresa com até 49 funcionários se deu para que pudesse ser mantida a consistência com a pesquisa britânica que utilizamos para comparação.

WESTHEAD, 2003). Nessa circunstância, foram formuladas as seguintes perguntas de pesquisa a serem investigadas neste estudo:

PP₁: existe diferença entre dirigentes brasileiros e britânicos quanto à disposição a controlar as práticas de gestão de capital de giro nas MPEs?

PP₂: existem diferentes tipos de MPEs em relação à adoção de rotinas de administração de capital de giro?

PP₃: quais são os fatores determinantes associados à propensão do uso de rotinas da administração de capital de giro nas MPEs?

PP₄: existe associação significativa entre a disposição a controlar as rotinas de oferta de crédito e as rotinas de gestão de estoques nas MPEs?

1.2 Objetivos

Este estudo empírico explora os procedimentos adotados por dirigentes de micro e de pequenas empresas privadas brasileiras na gestão do capital de giro, visando compreender como as variáveis operacionais, financeiras e demográficas determinam o estilo de gestão do capital de giro (ou são determinadas por ele). Adicionalmente, testa-se um modelo de associação entre a disposição a revisar as práticas de gestão de oferta de crédito e as de estoques.

Assim, os objetivos centrais deste trabalho são: 1) descrever a demografia das MPEs brasileiras acerca da gestão do capital de giro; 2) comparar o nível da disposição a controlar as rotinas de gestão do capital de giro dos dirigentes brasileiros com os britânicos; 3) confrontar as políticas de oferta e de demanda de créditos comerciais entre firmas brasileiras e britânicas; 4) identificar os focos de gestão de capital de giro no Brasil; 5) investigar os determinantes desse focos, confrontando com as teorias existentes; 6) comparar os resultados àqueles obtidos no Reino Unido e; 7) investigar a relação entre a gestão de oferta e demanda de crédito comercial e estoques.

1.3 Importância do tema

Evidências sugerem que, relativamente, poucas firmas pequenas utilizam rotinas de administração de capital de giro e prevalecem as decisões sobre capital de giro tomadas de maneira subjetiva ou de improviso (NAYAK; GREENFIELD, 1994; KHOURY et al., 1999). Nesse caso, parece vital que proprietários e gestores direcionem o foco da gestão financeira de curto prazo a fim de estruturar e aperfeiçoar os controles sobre áreas essenciais do capital de giro visando garantir longevidade às firmas por meio de adequado gerenciamento da liquidez.

A administração da liquidez requer níveis mínimos de controle de gestão para tomada de decisão associadas ao *tradeoff* entre risco de liquidez e lucratividade. Essas decisões são, em geral, tomadas de maneira simultânea às demais escolhas comerciais e financeiras e, por isso, possuem, em geral, uma natureza complexa. Assim, há de se esperar uma relação endógena entre liquidez, lucratividade e diversos outros aspectos da administração do capital de giro (ciclo de conversão de caixa, estoques, oferta de crédito e assim por diante) e algumas características empresariais (por exemplo, tamanho, idade, rentabilidade). Portanto, é de se esperar, também, que tais aspectos ocupem tempo considerável dos administradores, que devem gerir e decidir sobre as operações internas diárias, como o valor do capital investido em ativos circulantes, os prazos de pagamento a serem concedidos a clientes, a negociação de prazos com fornecedores e assim por diante (DELOOF, 2003).

1.4 As micro e pequenas empresas

Estudos no Brasil que tenham por objeto as MPE's são relevantes, dada a importância que esse segmento desempenha para a economia (CAMARGOS et al., 2010) e para o aspecto social de geração de renda e emprego. Esses estudos são também mais escassos do que aqueles que têm como foco as grandes corporações.

De acordo com Camargos et al. (2010), as MPE's se colocam como alternativa de produção viável, ao serem dotadas de características peculiares, que facilitam seu surgimento e sobrevivência: 1) relativa facilidade de demais trâmites burocráticos de abertura cada vez mais facilitados por órgãos governamentais; 2) flexibilidade de gestão e produtiva; 3) baixas exigências legais e comerciais, quando comparadas a uma sociedade anônima, dentre outras.

Entretanto, se, por um lado, apresentam essas vantagens, por outro, as MPEs evidenciam inúmeras desvantagens ou problemas latentes, que dificultam, principalmente sua

sobrevivência e crescimento, tais como: 1) baixo montante de recursos inicial para a abertura da empresa (para investimentos na produção, como máquinas, equipamentos, tecnologia; para compra de material e manutenção dos estoques); 2) gestão amadora, baseada apenas no empirismo e em experiências anteriores, o que pode comprometer o seu crescimento e desenvolvimento; 3) falta de visão de negócios; 4) ausência de um planejamento estratégico de longo prazo, norteador das ações e diretrizes da empresa; 5) elevado custo de capital associado ao risco do negócio, pois o maior risco com que são vistas faz com que as instituições financeiras exijam delas taxas de juros mais elevadas nos empréstimos; e 6) acesso ao crédito, tanto de curto, quanto de longo prazo, dificultado por exigências e condições inibidoras.

A participação das MPEs no PIB sofreu uma redução de 4 pontos porcentuais em nove anos, diminuindo de 20%, em 2002, para 16%, em 2011 (IBGE, 2012). Contudo a quantidade de MPEs, nesse mesmo período, aumentou em 45%. Merece destaque o fato de essa participação ter aumentado em outras economias desenvolvidas (IFC, 2010), como por exemplo, na Itália (60%) e na Alemanha (35%). Essa redução de participação no PIB pode ser explicada, pelo menos parcialmente, pelo crescimento do mercado de capitais e ao aumento do investimento estrangeiro direto, os quais permitiram que as empresas grandes captassem recursos e aumentassem suas participações de mercado, em detrimento das empresas pequenas e médias.

Porém a importância principal das MPEs pode ser identificada na geração de postos de trabalho. De acordo com o IBGE (2012), o Brasil contava com, aproximadamente, 6 milhões de MPEs ativas em 2011, que são responsáveis por empregarem 67% da força de trabalho, contribuindo, assim, para a geração de renda e bem-estar social da população. Em 2011, as MPEs participaram com 81% dos postos de trabalho criados no Brasil.

A decisão de estudar as firmas de micro e de pequeno porte intenta compreender e identificar quais fatores são relevantes nas práticas de gestão de capital de giro em organizações que operam sob diferentes características ambientais, como decorrência de fundamentos micro e macroeconômicos, aspectos legal, cultural e de desenvolvimento distintos. Essa decisão se apoia também no argumento de Carbó-Valverde, Rodrigues-Fernández e Udell (2009, p. 1) ao afirmarem que “as MPEs podem ser particularmente vulneráveis porque estas firmas são mais opacas e, assim, suscetíveis a maior racionamento de crédito”. Geralmente subcapitalizadas (EBBEN e JOHNSON, 2011), as MPEs estão, possivelmente, submetidas a níveis maiores de fricções de mercado, particularmente, quando localizadas em economias com mercados de capitais e financeiro menos desenvolvidos, como no caso brasileiro. Esses aspectos estão assim sintetizados por Ebben e Johnson (2011),

as assimetrias de informações são maiores em MPEs (HUBBARD, 1998) devido a ausência de informações públicas disponíveis (CARPENTER e PETERSEN, 2002) e à autoridade ilimitada do gestor e aos poucos ativos que possuem (HUBBARD, 1998), o que leva os fornecedores de financiamentos a verem as MPEs como investimentos de alto risco e assim somente oferecem quantias limitadas de financiamento e empréstimos a preços mais altos (SHANE e CABLE, 2002). (EBBEN e JOHNSON, 2011) - tradução livre

Nesse contexto, investidores e financiadores são relutantes em fornecer empréstimos para pequenas firmas em razão dos riscos e custos envolvidos, tornando o financiamento externo difícil e caro (BERGER e UDDEL, 1995; RAJAN e ZINGALES, 1995; LEVENSON e WILLIARD, 2000; CASSAR, 2004;). Como consequência dessa restrição, os dirigentes das MPEs aumentam a dependência do caixa interno gerado pelo negócio. Assim, no entender de Ebben e Johnson (2011), é crítico que MPEs administrem eficientemente o capital de giro. No entanto o ambiente de negócios onde as firmas operam influenciam as decisões de investimento e de financiamento. A seguir, discorre-se sobre as diferenças nos aspectos institucionais e legais entre países e seu impacto no ambiente de negócios.

As diferenças institucionais entre países têm efeitos na maneira de alocação de recursos na economia, afetando, assim, o modo de fazer negócio das empresas. Para se ter uma ideia do impacto desses aspectos em diferentes ambientes de negócios, o Reino Unido é o 2º colocado na facilidade de obtenção de crédito e o 4º para se fazer negócios, enquanto o Brasil é 127º e o 89º, respectivamente (IFC, 2010). E mesmo assim, com tantas restrições, novas firmas de micro e de pequeno porte nascem, e as parte daquelas existentes (aproximadamente, 78%) continuam em atividade, gerando emprego e participando do desenvolvimento do país.

A criação do Ministério das MPEs, em 2011, mostra a importância e coloca em evidência a relevância de empresas destes portes para o ambiente econômico e social do país. Adicionalmente, a disponibilidade de evidências internacionais (HOWORTH e WESTHEAD, 2003) também abre a possibilidade para estudos comparativos interessantes e visa entender quais são os determinantes das similaridades e das diferenças do comportamento gerencial em firmas localizadas em economias em estágio de desenvolvimentos distintos.

Isto se faz necessário pois os fundamentos econômicos históricos de países emergentes, geralmente, apresentam diferenças em relação aos fundamentos dos países desenvolvidos onde são geradas as teorias seminais. Nesse sentido, as organizações brasileiras se veem diante de situações de imperfeições de mercado que as penalizam quanto à aplicação de teorias de finanças corporativas, como altas taxas de juros reais, baixa proteção ao credor,

excessiva regulação, altas taxas de inflação, restrições a acesso ao mercado financeiro, de crédito e ao de capitais, ainda incipiente e com poucas empresas. Os efeitos destas imperfeições do mercado financeiro tendem a se potencializar nas empresas brasileiras com reflexo na gestão de recursos financeiros de curto prazo. No entanto pouco se sabe sobre as práticas de gestão de dirigentes e das políticas de investimento e de financiamento de curto prazo de firmas brasileiras.

1.5 Contribuições

A principal contribuição deste estudo foi a integração de teorias de diferentes áreas de administração com teorias de finanças corporativas, como exibidas, a seguir: 1) a teoria do crescimento por estágio (CHURCHILL e LEWIS, 1983; DODGE e HOBBS, 1992); 2) da agência (JENSEN e MECKLING, 1976); 3) dos custos de transação (WILLIAMSON, 1981; 1991); 4) com base em recursos (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991; 2001); 5) de créditos comerciais (MELTZER, 1960; PETERSEN e RAJAN, 1994; 1997); 6) do neoinstitucionalismo (ZULCKER, 1977; MACHADO-DA-SILVA e FONSECA, 1993) e 7) de capital de giro (SMITH, 1973; WESTON e BRIGHAM, 1984). Nesse propósito, essas teorias fornecem os fundamentos para se testar a aderência empírica destas, com o intento de explicar os relacionamentos das variáveis que estão associadas à administração do capital de giro nas MPEs situadas em um mercado emergente.

A despeito da relevância do capital de giro para as firmas, estudos abrangendo o tratamento conjunto dos diversos fatores e variáveis aqui associados e usando dados brasileiros, por meio da percepção dos dirigentes, ainda é escassa na literatura financeira. Nessa circunstância, este estudo contribui com a literatura de negócios e com a financeira de curto prazo ao integrar diferentes perspectivas teóricas para mais bem compreender a gestão do capital de giro nas MPEs. Outra inovação desse estudo é o foco sobre firmas brasileiras de micro e pequeno porte, o que permitiu a formação de um banco de dados exclusivo, que pode servir de base para estudos futuros.

O presente estudo também pode contribuir para acadêmicos no sentido de ampliar a literatura financeira sobre capital de giro, além de gestores de MPEs, bem como seus fornecedores, clientes, instituições financeiras com foco em financiamento às empresas de pequeno e médio portes, e, em especial, para os reguladores e formuladores de política de apoio às MPEs e de desenvolvimento de microcrédito.

Mais especificamente, esta pesquisa contribuiu em três frentes principais: 1) por descrever as práticas de gestão de capital de giro das MPEs brasileiras e as percepções de seus gestores acerca do assunto (até onde foi possível pesquisar, este é o primeiro estudo a trazer esse tipo de informação, permitindo traçar uma demografia das MPEs com relação às suas práticas de gestão de capital de giro); 2) por comparar os seus resultados com os obtidos numa economia desenvolvida (Reino Unido); e 3) por mensurar o relacionamento entre os fatores latentes do capital de giro – oferta de crédito, prazos e estoques - em MPEs (esse também é o primeiro estudo a trazer essas informações). Adicionalmente, a comparação dos resultados no Brasil com os do Reino Unido permite entender as implicações que as diferenças legais, institucionais, e em nível de desenvolvimento e profundidade dos mercados financeiros trazem sobre a prática gerencial.

1.6 Estrutura do trabalho

Além dessa introdução, o texto está organizado da seguinte maneira: o Capítulo 2 revisa a literatura sobre as diversas teorias que se complementam para explicar as complexas questões da gestão de capital de giro. No Capítulo 3 está o desenvolvimento das hipóteses. No Capítulo 4 mostram-se os procedimentos e os métodos utilizados para tratamento dos dados desse estudo misto. No Capítulo 5 reportam-se os resultados comparativos entre os determinantes do comportamento gerencial de finanças de curto prazo de dirigentes de MPEs brasileiras com dirigentes britânicos. Além disso, o modelo de relacionamento entre os construtos teóricos de concessão de crédito a clientes e de gestão de estoques foi testado empregando o modelo de regressão estrutural com equações simultâneas em micro e pequenas empresas - MPEs. No Capítulo 6 foram sintetizadas as considerações finais sobre os resultados encontrados, as suas implicações e o impacto na gestão financeira de curto prazo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O Capítulo anterior abordou o problema a ser investigado, as perguntas de pesquisa, os objetivos, as justificativas para escolha do tema e as contribuições deste estudo. Este Capítulo apresenta a revisão da literatura e dos principais estudos abrangendo as diferentes teorias de administração que oferecem suporte para fundamentar as hipóteses de trabalho nesta pesquisa. Nesse contexto, foi realizada ampla revisão da literatura com o intento de integrar teorias de diferentes áreas de negócios como: a estratégia (teoria baseada em recursos e teoria dos custos de transação); a econômica-financeira (teoria da agência, teoria dos créditos comerciais e de capital de giro) e a de *management* (teoria de desenvolvimento das firmas por estágio de crescimento e a teoria neoinstitucional), a fim de compreender a administração do capital de giro em MPEs. Nas seções, a seguir, são apresentadas as características de cada teoria e os principais estudos empíricos.

A existência de imperfeições no funcionamento dos mercados financeiros e de capitais é direcionador empírico de várias teorias de finanças corporativas. Contudo, a administração do capital de giro não dispõe, ainda, de uma estrutura teórica suficientemente robusta e completa para explicar a variedade de práticas de gestão nas firmas (PALOMBINI e NAKAMURA, 2012; EID JR, 2011). Nesse sentido, qualquer tentativa de modelar variáveis de capital de giro precisa contar com o apoio de outros domínios teóricos já consolidados.

Dentre esses domínios, a teoria de desenvolvimento das pequenas empresas por estágios (CHURCHILL e LEWIS, 1983) contribui para explicar o comportamento das empresas em acordo com o porte e a idade. Esse comportamento gerencial pode ser explicado, em parte, pela abordagem cognitiva da teoria neoinstitucional. Nesta perspectiva, os esquemas interpretativos dos gestores atuam como mediadores entre as pressões ambientais e as ações organizacionais. Adicionalmente, a teoria da agência (JENSEN e MECKLLING, 1976) pode explicar como os possíveis conflitos entre executivos, acionistas e credores podem afetar o valor da firma. Os potenciais conflitos de agência são monitorados por meio de sistema de informação de gestão. A *resource based view* – RBV - (WERNERFELT, 1984) postula que atributos de recursos controlados pela firma podem levar a desempenhos superiores aos dos concorrentes, enquanto a teoria custos de transação (WILLIAMSON, 1976 e 1981) aborda a forma mais apropriada de governança das operações de capital de giro. Outro conjunto de teorias estuda o financiamento do capital de giro por meio do crédito comercial (*trade credit*).

A teoria de créditos comerciais – *trade credit* - (MELTZER, 1960) surgiu para explicar como firmas com problemas de caixa e em situação de dificuldades financeiras, portanto, com

níveis de risco maiores, mantêm suas operações. Com restrição para acessar o mercado de créditos bancários, fornecedores e parceiros comerciais podem ofertar créditos comerciais para pagamento futuro das mercadorias vendidas aos clientes compradores e, assim, suprir o papel primário dos bancos como fornecedores de capital. Mais tarde, outros autores (por exemplo, PETERSEN e RAJAN, 1994 e 1997) desenvolveram teorias alternativas para a existência e a prática de *trade credit*.

2.1 Desenvolvimento das firmas

Seguindo a metáfora dos organismos vivos, as firmas nascem e seguem uma trajetória própria de vida até falecerem. Cada firma tem uma trajetória única e uma história singular, consequência de escolhas e de decisões dos seus dirigentes. No entanto, a especificidade de cada organização sugere a existência de heterogeneidade.

A heterogeneidade das firmas pode ser o resultado de diversos fatores influentes, como, por exemplo, o capital disponível, a experiência e o conhecimento gerencial do proprietário, as horas de dedicação dos proprietários, da estrutura de controle implantada e assim por diante. Nesse contexto, compreender o comportamento das pequenas firmas, tanto em nível de fontes como de restrições de recursos, é crítico para qualquer parte interessada nas operações dos negócios: proprietários, fornecedores e detentores de dívidas (PHILLIPS; ANDERSON e VOLKER, 2010).

Vários autores (MCGUIRE, 1963; STEINMETZ, 1969; CHRISTENSEN e SCOTT, 1964; GREINER, 1972; GIDDENS e HOBINS, 1972; WESTON e BRIGHAM, 1984 e CHURCHILL e LEWIS, 1983) criaram modelos teóricos tentando compreender a dinâmica de desenvolvimento das pequenas empresas. Contudo, as dimensões teóricas abordadas nesses estudos e os fatores considerados mostram grande diversidade de perspectivas.

A trajetória de desenvolvimento das pequenas firmas foi explicada, inicialmente, com ênfase no crescimento econômico (MCGUIRE, 1963) e também pela complexidade organizacional das relações produto-mercado (CHRISTENSEN e SCOTT, 1964), enquanto o controle do crescimento por meio de fases críticas (STEINMETZ, 1969) foi visto, por outra perspectiva de desenvolvimento, por fases e sequenciadas por algum tipo de crise que gera tensões de crescimento (GREINER, 1972). Adicionalmente, Churchill e Lewis (1983) e Dodge e Robbins (1992) entenderam que as explicações dessa dinâmica de desenvolvimento

estavam incompletas como teoria. Nessa óptica, eles enfatizaram, em seus estudos, o comportamento do desempenho dos pequenos negócios e os problemas enfrentados pelos gerentes nos diferentes estágios de desenvolvimento das firmas.

Pequenos negócios variam enormemente em tamanho e capacidade de crescimento. “Eles são caracterizados por sua estrutura de propriedades familiar, com poucos sócios, sua independência de ações, suas estruturas organizacionais diferenciadas e seus estilos gerenciais variados” (CHURCHILL e LEWIS, 1983, p. 1). No entanto, as pequenas empresas passam por problemas semelhantes, que surgem ao longo dos estágios de desenvolvimento, o que permite identificar similaridades que geram o modelo por estágio de crescimento. As implicações práticas desse modelo se mostram úteis por possibilitar aos dirigentes avaliar os desafios presentes, a realizar previsões de necessidades-chave, de absorver as regulamentações do ambiente de negócios, diagnosticar problemas e identificar soluções.

Churchill e Lewis (1983) argumentaram que a dinâmica da evolução organizacional precisa considerar os fatores gerenciais a seguir: estilos dos proprietários; circunstâncias financeiras; tamanho; diversidade; complexidade; estilo de gerência e objetivos organizacionais. Eles propuseram o modelo de crescimento das pequenas empresas por estágio, com base nos fatores mencionados anteriormente. Os cinco estágios pelos quais passam as pequenas empresas são: 1) existência; 2) sobrevivência; 3) sucesso; 4) decolagem; e 5) maturidade de recursos. Cada um dos cinco estágios é caracterizado por um índice que leva em conta o tamanho, a diversidade e a complexidade do ambiente de negócios, e é descrito por cinco fatores gerenciais: estilo gerencial, estrutura organizacional, extensão de sistemas formais, objetivos estratégicos mais importantes e envolvimento do proprietário com o negócio.

Sob a perspectiva financeira, Weston e Brigham (1984) desenvolveram um modelo de ciclo de vida em quatro estágios, o qual foca no desempenho das vendas, enquanto Berger e Udell (1998) desenvolveram um modelo de ciclo de crescimento financeiro que foca as opções de estrutura financeira e de capital, de acordo com o tamanho da firma e em diferentes estágios de maturidade. Os resultados sugerem que estruturas de capital ótima e necessidades financeiras de curto prazo variam em função do tamanho e da idade da firma. No entanto Gregory et. al. (2005) revisitaram o estudo de Berger e Udell (1998) e encontraram evidências empíricas divergentes das suas previsões. Eles argumentam que a estratégia financeira dos pequenos negócios não pode se enquadrar em um modelo explanatório universal único, como proposto por Berger e Udell (1998).

Os teóricos de desenvolvimento das firmas pequenas e jovens postulam que a velocidade de passagem de um estágio para outro depende de vários fatores relacionados à

empresa e ao proprietário. Contudo, esses fatores variam em grau de importância dentro do mesmo estágio e, também, de um estágio para outro. Todos eles levam a empresa a se posicionar tanto no setor como no mercado. Nessas circunstâncias, o porte e a idade da firma dependem dos recursos disponíveis – financeiro, gerencial e de pessoas - para suportar a expansão das operações.

À medida que a firma cresce, o volume das transações tende a aumentar e o nível e os sistemas de informações requeridos para controle e planejamento tornam-se cada vez mais sofisticados. Como consequência, é possível que novos profissionais e gestores sejam contratados para auxiliar na administração do negócio. Em decorrência dessas decisões, os problemas de agência emergem e o seu impacto sobre a riqueza do acionista pode ser significativo. Portanto, tais aspectos são relevantes na determinação final de seu sucesso ou de sua falência.

O estágio de desenvolvimento de uma empresa determina os fatores gerenciais com os quais se deve lidar (CHURCHILL e LEWIS, 1983). Quanto aos proprietários, existem diversos fatores pessoais e ambientais que afetam o desenvolvimento das pequenas firmas. O ambiente institucional influencia a maneira como o proprietário faz suas escolhas de adaptação estratégica. No entanto, esse processo depende do estilo cognitivo daqueles que tomam as decisões. Nesse propósito, a abordagem subjetiva da perspectiva do neoinstitucionalismo postula que os atores organizacionais se valem dos seus esquemas interpretativos para agirem de acordo com as pressões ambientais (MACHADO-DA-SILVA, 1997). Adicionalmente, Churchill e Lewis (1983) afirmaram também que aspectos pessoais e de habilidades estão associados à teoria de desenvolvimento das firmas em estágios:

- 1) Objetivos pessoais e em relação ao negócio;
- 2) Habilidades operacionais ao fazer importantes trabalhos em marketing, invenção e outros;
- 3) Habilidades em gerenciar atividades dos outros e desejo de delegar responsabilidades;
- 4) Habilidades estratégicas do proprietário em enxergar além do presente e combinar forças e fraquezas da empresa com seus próprios.

Para esses autores, os recursos sob controle das firmas são críticos para o desenvolvimento. Nessa perspectiva, a teoria baseada em recursos complementa outras teorias organizacionais e fornecem a fundamentação para que a organização adote práticas de administração de capital. Os seguintes aspectos são destacados por Churchill e Lewis (1983):

- 1) Recursos financeiros, incluindo o caixa e a capacidade de obtenção de empréstimos;
- 2) Recursos pessoais, relacionados ao número, à profundidade e à qualidade das pessoas;
- 3) Recursos de sistemas de informações, de planejamento e de controle;

- 4) Recursos de negócios, como relação com clientes, fatia de mercado, relação com fornecedores, processos produtivos e distributivos, tecnologia e reputação.

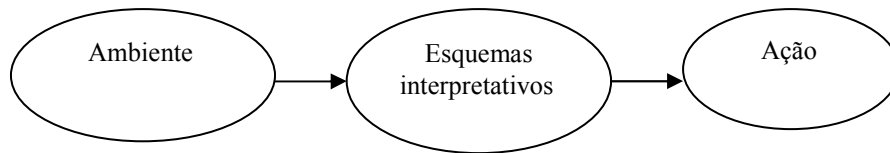
A teoria de desenvolvimento das firmas por estágios fornece os fundamentos para se entender como o porte e a idade afetam as escolhas das práticas de controle das rotinas de administração do capital de giro.

2.2 Teoria Neoinstitucional: ambientes e esquemas interpretativos

O modelo de organização orientada por meio de critérios racionais de escolha, como concebido pela economia neoclássica, não se verifica de maneira completa e perfeita no mundo real. Há outros aspectos e outras perspectivas teóricas fundamentadas em elementos subjetivos, sociais e culturais que, também, podem explicar o comportamento das pessoas nos processos não racionais de escolhas estratégicas nas organizações. Dentre estas possibilidades de natureza cognitiva e interpretativista, encontra-se o neoinstitucionalismo. Esta perspectiva enfatiza os aspectos cognitivos dos dirigentes como elementos intermediários entre as pressões contingentes do ambiente e as ações e respostas organizacionais (ZUCKER, 1977).

A teoria institucional (SCOTT, 1995; 2001) fornece o argumento dos esquemas interpretativos para explicar as diferentes reações dos dirigentes de firmas nas escolhas de adaptação estratégica, tomando como base o contexto ambiental de referência pertinente. O esquema interpretativo é um elemento de natureza simbólica, formado pelo conjunto de crenças e de valores pessoais, compartilhados entre indivíduos (COCHIA e MACHADO-DA-SILVA, 2004), e das organizações, o qual dá ordem e coerência às estruturas administrativas e sistemas de controle numa organização (HININGS e GREENWOOD, 1988; MACHADO-DA-SILVA e FONSECA, 1993; 1995) e que serve como quadro de referência nos processos de escolhas para a ação organizacional (COCHIA e MACHADO-DA-SILVA, 2004). Os valores e as crenças atuam num processo de interação no qual predomina a ambiguidade. Desse modo, os esquemas interpretativos dos dirigentes atuam como elementos mediadores entre o contexto ambiental de referência e as ações organizacionais.

A Figura 1, a seguir, ilustra a relação entre ambiente de negócios e ação organizacional, mediada pelos esquemas interpretativos dos dirigentes.



Fonte: Elaboração própria.

Figura 1: Relacionamento entre ambiente geral de negócios, esquemas interpretativos dos dirigentes e ação organizacional.

O ambiente geral é constituído por duas dimensões: a técnica e a institucional. A técnica considera os aspectos de eficiência e eficácia das relações de trocas tratados pela teoria econômica enquanto a institucional é formada por crenças e valores. Na dimensão institucional, os componentes socioculturais do ambiente de negócios determinam as ações dos gerentes (MEYER e ROWAN, 1977; MACHADO-DA-SILVA, 1997). Esses componentes são constituídos por regras, valores, exigências sociais, legitimidade e apoio contextual que influenciam as ações gerenciais.

O domínio da ação gerencial está, predominantemente, associado ao ambiente de operações das firmas sob o qual se supõe que o controle se realiza de maneira imperfeita. No entanto, o ambiente interno influencia e é influenciado pelo ambiente externo geral, caracterizado como sendo de alta complexidade e incerteza. Sobre esse ambiente, os gerentes das MPEs têm pouca influência e controle das ações. Por ambiente externo entende-se como sendo aquele formado por um conjunto de instituições, que servem como referência para diferentes níveis de análise: local, regional, nacional e internacional.

Esses ambientes são chamados, para finalidade de análises, de contextos ambientais de referências. Para Machado-da-Silva e Fonseca (1999), o contexto ambiental de referência representa o nível ao qual a organização se reporta para adotar suas concepções e valores e, legitimar, suas ações.

Um dos efeitos do ambiente institucional sobre as organizações são as pressões isomórficas. O isomorfismo é um conjunto de restrições que forçam uma unidade de uma população a parecer-se com outras unidades que se colocam em um mesmo conjunto de condições ambientais (ROSSETTO e ROSSETTO, 2005). Essas pressões provocam dois fenômenos organizacionais: estabilidade ou mudanças. Se a escolha dos gerentes/dirigentes for por mudanças, estes podem se decidir pela reorientação estratégica ou pela adaptação.

Um exemplo de isomorfismo organizacional pode ser encontrado quando um dirigente tem que definir a política e as práticas de oferta de crédito da firma. Nesse caso, o dirigente, ao definir as condições para vendas a prazo, provavelmente, buscará conhecer as práticas já

institucionalizadas no ambiente por competidores do mesmo setor econômico de atuação. Ou seja, no estágio de existência, as firmas novatas, para competirem, possivelmente, “imitarão” as práticas da firma líder do setor ofertando os mesmos termos de prazos ofertados a clientes em vendas parceladas. Esse mimetismo gerencial pode se estender para outras práticas da gestão do capital de giro, como: controle de estoques, desconto de recebíveis e outras.

Nas MPEs, é provável que parte substantiva destas decidam pela adaptação ao ambiente como estratégia organizacional. Esta escolha adaptativa parece ser a preferida, porque, geralmente, têm uma estrutura gerencial de controle e organizacional simples, centrada no proprietário, com poder de mercado insignificante e com baixo saldo de reservas de recursos financeiros acumulados.

As ações de adaptação ambiental manifestam-se de diferentes formas nas firmas. Sob a hipótese humana de racionalidade limitada dos atores organizacionais (SIMON, 1970), os gerentes e proprietários são atores sociais com limitações cognitivas e, dessa maneira, não conseguem integrar e processar todas as informações para optarem de maneira ótima, especialmente, sob complexidade ambiental. Diante dessa realidade organizacional, os gerentes temporizam suas decisões em favor de cursos de ações satisfatórios ao manifestarem suas preferências por certos cursos de ação (MACHADO-DA-SILVA, 1997). Nesse caso, é útil esclarecer que em parte significativa das firmas, essas escolhas nem sempre são as ótimas, pois limitações cognitivas das pessoas, de recursos e de mercado se constituem em barreiras à geração de desempenho superior.

Os cursos de ações nas MPEs são altamente dependentes dos seus dirigentes (LONGENECKER, 2007) e, portanto, sujeitos aos esquemas interpretativos desses. Dessa forma, os esquemas interpretativos têm potencial para explicar, em complemento a outras teorias, as escolhas feitas pelos dirigentes para administrar o capital de giro nas MPEs. Essas escolhas são orientadas por valores, crenças pessoais e conhecimentos tácitos, que participam dos modelos mentais de pensamento, os quais conferem ao dirigente um estilo cognitivo próprio e único de gestão preferencial nas tomadas de decisões. Resultados baseados em estudos anteriores (HARRISON e RAINER JR, 1992; MAJCHRZAK e COTTON, 1988) mostram que o estilo cognitivo pode afetar significativamente o comportamento e tomada de decisão das pessoas.

Os estilos cognitivos são definidos como diferenças individuais estáveis na preferência por modos de obter, de organizar e utilizar a informação na tomada de decisões (KIRTON, 1976). Em complemento, Ramos, Ferreira e Gimenez (2011, p. 396) os redefinem como “o molde em que é coletada, processada e analisada a informação e refere-se a processos de pensamentos e padrões empregados pelos indivíduos.” De acordo com Bertrand e Schoar

(2002), a imprensa de negócios mostra que CEO's e outros executivos top têm diferentes estilos, quando tomam decisões sobre investimentos, financiamentos ou estratégias nas suas firmas. Nesse contexto, a forma como a informação é gerada e gerenciada pode estar associada aos potenciais problemas de agência que emergem nas firmas.

O estilo cognitivo pode afetar o desempenho das firmas. Bertrand e Schoar (2002) investigaram a extensão pela qual as heterogeneidades das políticas das firmas podem ser explicadas por diferenças no estilo de administração. O efeito fixo dos gerentes foram significativos para muitas das decisões corporativas. Bertrand e Schoar (2002), também identificaram padrões específicos de tomada de decisões gerenciais que parecem indicar haver diferenças gerais de “estilo”, ou seja, agressividade ou conservadorismo financeiro ou crescimento interno ou externo.

Adicionalmente, Kets de Vries e Miller (1984) postulam que atributos organizacionais refletem as personalidades dos administradores mais influentes em qualquer organização. Por outro lado, Hambrick e Mason (1984, p. 193) afirmam que *“organizational outcomes are perceived to be related to the values and cognitive bases of those high-power individuals in the organization.”* Conforme Lofstrom (2008), um estilo cognitivo ou de processamento de informações é um componente integrado na diferenciação psicológica dos indivíduos. Isto quer dizer que o estilo cognitivo de uma pessoa determina as respostas e as práticas em diferentes situações dos indivíduos (SARACHO, 1998).

Na gestão do capital de giro, as estratégias financeiras escolhidas não são homogêneas entre as firmas (HOWORTH e WESTHEAD, 2003). De acordo com Howorth e Westhead (2003), o comportamento dos dirigentes na escolha dos cursos de ações para administrar os componentes do capital de giro, é assimétrico. Nessa perspectiva, diferentes práticas de gestão de capital de giro que representam variáveis financeiras de decisão recebem níveis de atenção distintos dos dirigentes quanto à sua disposição a controlar as atividades da firma. Conseqüentemente, diferentes dirigentes escolhem, também, cursos de ações distintos ao priorizarem, por exemplo, maior nível de atenção e de frequência da disposição a controlar os itens da gestão de crédito que aos componentes da gestão de estoque ou de contas a pagar.

Na tomada de decisão estratégica, o estilo cognitivo do gestor ou do grupo dominante com poder de decisão seria responsável por determinada escolha, conduzindo a certa estratégia. Esta seria uma das explicações por que algumas organizações, enfrentando o mesmo ambiente competitivo e tendo semelhantes objetivos, seguem caminhos diferentes para alcançá-los. Assim, a teoria institucional fornece a fundamentação ao argumento da possível heterogeneidade de estilos de gestão das práticas de capital de giro dos dirigentes.

2.3 Teoria da firma baseada em recursos – TBR

2.3.1 Abordagens históricas

Não existem firmas sem recursos. Os recursos são vitais para que a dinâmica da atividade econômica aconteça e também são determinantes no porte das organizações. Quanto maior o volume de operações, mais recursos são requeridos na organização para sustentá-las. Um recurso influencia a performance, se envolver ações gerenciais que considerem a estruturação, enfeixamento/agregação e alavancagem de capacidades para realizar vantagem competitiva (HELFAT et. al.; 2007; SIRMON et. al.; 2007). Assim, a acumulação e o uso eficiente de recursos podem facilitar o crescimento das firmas e contribuir para o bem-estar social.

Conforme Barney et. al. (2011), foi Penrose (1959) quem primeiro focou os recursos como fator limitador do crescimento das firmas. Na visão de Penrose, a singularidade dos recursos fornece a sustentação para o desenvolvimento das firmas, de forma que, ao criar produtos únicos, singulares, as empresas também desenvolvem recursos e capacidades únicas (MINTZBERG, 2000), os quais podem se tornar fontes de vantagem competitiva. Porém, os trabalhos seminais de Wernerfelt (1984) e de Barney (1991) foram os que deram destaque, respectivamente, aos valores e às características essenciais dos recursos como fonte potencial para as firmas alcançarem vantagem competitiva. Nas reflexões de Birger Wernerfelt sobre a trajetória da TBR, conforme entrevista a Lockett et. al. (2008, p. 1133-1134), ele salienta “*the need for further studies focalizando also small businesses.*”

A TBR foca a análise no ambiente interno e considera os recursos como *locus* de decisões sem deixar de considerar as influências do ambiente externo. Barney, Ketchen e Wright (2011, p. 2) definem recursos e capacidades como “um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis, incluindo as habilidades gerenciais da firma, suas rotinas e processos, e as informações e os conhecimentos que ela controla” e que podem ser usados para ajudar a escolher e implementar as estratégias que melhorem a sua eficiência e a eficácia (DAFT, 1983). Um recurso deve ser responsável por estratégias que criem valor para a organização, tidas como “feixes de recursos” (WERNERFELT, 1984), visando superar seus concorrentes ou reduzir as ameaças (BARNEY, 2001). Nesse sentido, autores desse corpo teórico

asseguram que o comportamento da firma é formatado pelo conjunto de recursos acumulados, os quais podem abrir ou limitar as oportunidades disponíveis a elas (BARNEY, 1991).

O refinamento da definição de recursos permite identificar a existência de atributos diferentes que se classificam em três categorias: a) capital físico; b) capital humano e c) capital organizacional. No entanto, para que o uso do recurso seja estratégico, os pressupostos da heterogeneidade e da imobilidade ou da mobilidade imperfeita por concorrentes devem ser atendidos. Os recursos de capital físico incluem tecnologia física, planta e equipamentos, sua localização geográfica, e o acesso a matérias-primas.

Os recursos de capital humano compreendem treinamento, experiência, inteligência, relacionamentos e *insights* dos gerentes e trabalhadores da firma. Os recursos de capital organizacional abrangem a estrutura formal de relatórios, o planejamento formal ou informal, sistemas de coordenação e controle, tanto quanto relações informais entre grupos dentro da firma e entre uma firma e esta com seu ambiente. Nesse contexto, a organização deve encontrar e obter recursos, interpretar e agir nas mudanças do ambiente, dar destino aos produtos e controlar e coordenar as atividades internas em face das perturbações ambientais e incertezas (DAFT, 2002).

Barney (1991) postula que recursos e capacidades são importantes para a firma alcançar vantagem competitiva sustentável. Nesse propósito, os recursos controlados e combinados de maneira singular e eficiente por uma firma têm o potencial para ajudá-la a alcançar desempenho superior ao dos concorrentes na mesma indústria. A partir dessas condições, os recursos estratégicos controlados e acumulados influenciam positivamente o crescimento da firma. No entanto, quando recursos são insuficientes para possibilitar a expansão das operações ou por terem sido alocados de maneira ineficiente no passado, sua falta se apresenta como obstáculo à expansão. Como consequência, o desenvolvimento do nível de bem-estar social de uma nação pode ficar comprometido.

A lógica da teoria baseada em recursos tem sido objeto de investigação de diversos pesquisadores desde a década de 1980 (como WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991), os quais mostram que a heterogeneidade e a imobilidade de recursos controlados pelas firmas e com atributos únicos têm potencial para gerar vantagem competitiva, desempenho superior e vantagem competitiva sustentável. As evidências empíricas encontradas em parte substancial das investigações são robustas e corroboram esse relacionamento.

A teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1991), a qual será exposta na seção 2.5, fornece o argumento de que as firmas existem porque é mais econômico internalizá-las que recorrer ao mercado livre (COASE, 1937 – *The nature of firms*). Nesse caso, as firmas precisam de recursos para administrar e estruturar suas operações e buscar desempenho

superior ao dos concorrentes. O pressuposto que justifica este comportamento não homogêneo de desempenho é que os recursos são heterogeneamente distribuídos e relativamente imóveis entre as firmas e que esse aspecto pode ter duração longa (BARNEY, 1991). Na perspectiva da teoria baseada em recursos, a dispersão de desempenho das firmas no mesmo setor econômico é explicada pela combinação única e pelo uso de recursos idiossincráticos controlados pela firma, capazes de gerar valor.

Para Barney (1991), uma vez atendidos os pressupostos de heterogeneidade e de imobilidade, a existência do potencial estratégico do recurso da organização necessita, também, atender a quatro requisitos: 1) ser **valioso**, ao permitir a exploração de oportunidades e/ou a neutralização de ameaças no ambiente da organização; 2) ser **raro** ante os concorrentes e potenciais entrantes; 3) ser de **difícil de imitação**, em decorrência de quatro fatores: *path dependency*; ambiguidade causal; complexidade social e patentes; e 4) ser **insubstituível**, não podendo haver substitutos estratégicos conceitualmente equivalentes para os recursos que são valiosos, raros e imperfeitamente imitáveis.

Esses requisitos foram ampliados por Barney (2001), ao considerar, também, como recursos estratégicos, os aspectos relativos à organização, tais como estrutura formal de informação, gerenciamento de sistemas de controle, assim como políticas de remuneração ao introduzir a expressão capacitações organizacionais no modelo de recursos. Tais componentes, se vinculados de forma coerente, de maneira eficiente com outros recursos e capacidades podem atuar como geradores de vantagem competitiva, ou seja, a fonte de individualidade de uma firma não reside no seu conjunto de recursos, mas sim na forma como estes são usados, ou seja, nos serviços gerados.

Coerente com a teoria de estágio de desenvolvimento, as empresas crescem acumulando capacidades e recursos. Para contemplar essa dinâmica, Nelson e Winter (1982) estenderam a análise da perspectiva dos recursos por meio da abordagem evolucionária. Nesta, em vez da escolha racional e permanentemente renovada, conforme preconiza a teoria econômica, as empresas se comportam de acordo com rotinas cristalizadas. Ou seja, por meio de experiências e vivências, as rotinas têm o papel de coordenar as atividades internas dos membros da empresa, imprimindo-lhes um código genético. Isto gera conhecimentos tácitos, idiossincráticos. Porém estes dependem do ambiente da empresa em que os recursos são utilizados, em especial, o conhecimento.

Nessa abordagem, as experiências e conhecimentos acumulados pela firma a tornam exemplar único, resultante de sua trajetória específica, dos problemas e dificuldades que enfrentam, das estratégias e soluções que escolhem. Isso as caracteriza como idiossincráticas.

Os conhecimentos são tácitos e transmitidos aos recursos humanos pela experiência comum da equipe. Nesses ambientes, um dos tipos de conhecimentos desenvolvidos são as rotinas.

As rotinas compreendem o conhecimento da empresa, e incluem a produção, a transmissão e a interpretação das informações provenientes do ambiente externo e as geradas no interior das empresas (NELSON e WINTER, 1982). Na visão evolucionista, esse tipo de capacitação possui caráter tácito, isto é, é incorporado nas pessoas e nas rotinas de operação de cada firma e, portanto, não transmissível em linguagem formalizada ou em máquinas e equipamentos. É também específica à firma, na medida em que a materialização dos princípios tecnológicos depende de características técnicas e econômicas acumuladas ao longo da história da firma (NELSON e WINTER, 1982).

Neste estudo, as rotinas inerentes à administração das contas de capital de giro, amplamente ancoradas na literatura de finanças corporativas de curto prazo e apresentadas no Capítulo 3, serão utilizadas como variáveis da medida de percepção na condução das práticas de gestores de MPEs. No entanto, possuir recursos por si só não garante o desenvolvimento da vantagem competitiva; ao disso, recursos devem ser acumulados, enfeixados e alavancados, significando que o valor completo dos recursos para criar vantagens competitivas é realizado somente quando os recursos são administrados eficientemente (SIRMON e HITT, 2003; SIRMON, HITT, e IRELAND, 2007).

Nessas circunstâncias, o papel dos gestores é um elemento essencial para administrar os recursos estratégicos. Porém, esse elemento se mostra escasso na literatura da TBR. Pouco se conhece em relação aos processos ou ações dos dirigentes no gerenciamento dos recursos que eles escolhem e supervisionam (KRAAIJENBRINK et. al., 2010).

A ação dos gerentes tem recebido a atenção de acadêmicos no sentido de melhor compreender as suas consequências no desempenho das firmas. Adotando uma perspectiva de análise interorganizacional, eles procuram entender as relações do papel do gerente nas diversas variáveis da firma. Adner e Helfat (2003) encontraram que decisões gerenciais têm efeitos na variação da performance das firmas. As evidências mostram que ações dos gerentes importam nas relações entre o uso de recursos e da performance das firmas (NDOFOR, SIRMON e HE'S, 2011), ao abordar simultaneamente capacidades fracas e as fortes (SIRMON, HITT, ARREGLE e CAMPBELL, 2010), para criar vantagem competitiva e para a recuperação de firmas que enfrentam crises de performance (MORROW, SIRMON, HITT, e HOLCOMB, 2007).

Nessa linha de pesquisa, Holcomb, Holmes e Connelly's (2009) corroboram as evidências anteriores e adicionam ainda que: 1) gerentes diferem em suas habilidades de administração de recursos, e estas diferenças afetam os resultados das firmas; 2) os efeitos da

administração de recursos são contingentes à qualidade dos recursos; e 3) a sincronização de recursos por meio de processos é vital para se alcançar vantagem competitiva.

Em complemento a essa lacuna teórica de comportamento de gerentes, Sirmon; Hitt; Ireland e Gilbert (2010) contribuem com a literatura de estratégia organizacional com o conceito de orquestração de recursos. A orquestração de recursos é uma corrente de pesquisa recente da teoria baseada em recursos, que aborda o papel das ações dos gerentes para, efetivamente, estruturar, vincular (*bundle*) e alavancar os recursos da firma. Ela é a integração de duas estruturas teóricas: a da administração de recursos (SIRMON, HITT e IRELAND, 2007) e da orquestração de ativos (HELFAT et. al., 2007). Essa abordagem constitui a perspectiva mais recente sobre a teoria de recursos da firma.

A teoria baseada em recursos fornece os fundamentos para se testar a adoção de práticas de gestão de capital de giro.

2.4 Teoria de agência

O controle da riqueza patrimonial dos proprietários de firmas não é uma preocupação recente no ambiente de negócios. A escolha da forma jurídica para estruturar, administrar e controlar direitos de propriedade nas organizações pode influenciar o desempenho econômico e afetar o valor da firma.

A literatura econômica e a financeira atual têm a contribuição teórica de vários autores, que argumentaram que a separação da função de administrar da função de controlar (SMITH, 1837) necessitava de uma estrutura de governança corporativa (BERLE e MEANS, 1932) em razão dos potenciais conflitos de interesses advindos do relacionamento do principal-agente (ROSS, 1973), cujo ônus foi cunhado como “custos de agência” (JENSEN e MECKLING, 1976). Esses custos surgem em virtude de alinhamento incompleto de interesses entre as partes de um contrato. Existem custos significativos associados a esse tipo de estrutura, a qual é amparada por contratos incompletos. Conseqüentemente, os contratos para serem acompanhados necessitam de informações, as quais são essenciais para controlar o desempenho de curto prazo e as conseqüências das ações dos agentes no longo prazo. Nesse propósito, a teoria da agência se apresenta como um referencial de possibilidades para explicar como as relações entre principal e agente podem afetar a riqueza dos proprietários de firmas.

A teoria da agência emergiu da realidade da economia norte-americana dos anos de 1930, na qual a complexidade tecnológica já sinalizava a necessidade de profissionalização do modelo de gestão das grandes firmas. Ela explica os conflitos de interesses potenciais que podem surgir entre um principal e um agente. Para Eisenhardt (1989), uma relação de agência implica preocupar-se com a resolução de dois problemas. O primeiro surge quando: 1) os objetivos do principal e agente são conflitantes; e 2) é difícil ou oneroso para o principal verificar se o agente está agindo segundo seus interesses. O segundo problema refere-se ao fato de o principal arcar com o risco do empreendimento. Adicionalmente, a decisão de separar os direitos de propriedade dos acionistas da administração das firmas, tanto as de capital aberto como as de capital fechado de grande porte, gera, em algum nível, autonomia organizacional.

Essa autonomia surge em decorrência da contratação de agentes (gerentes) pelo principal (proprietário) para cuidar dos seus interesses acionários, estabelecendo-se assim um modelo de firma por meio de contratos de relacionamento principal-agente (ROSS, 1973). Assim, a unidade de análise é o contrato e o foco central da teoria é a minimização das perdas residuais futuras para acionistas, em decorrência de ações ineficientes de administradores. Nesse modelo teórico, a firma é considerada como “*nexus*” de contratos (JENSEN e MECKLING, 1976).

Brisola (2000, p. 1) esclarece ainda que “os contratos que regulam as relações entre as partes podem ser formais ou informais”, ou seja, podem ser expressos e declarados em contrato escrito assinado pelas partes, ou informalmente, quando as relações são orientadas pelos usos e costumes que sustentam e dão legitimidade às ações praticadas entre as partes relacionadas.

2.4.1 Conflitos de agência

O paradigma econômico da alocação eficiente de recursos sempre deve ser perseguido nas firmas, independente de quem toma as decisões. Toda relação de agência pode sugerir, a princípio, uma busca de eficiência, pois o principal, por não dispor de experiência, tempo, competência, capacitação, confere ao agente a tarefa de gerenciamento de recursos e execução de atividades. No entanto a relação principal-agente não se dá de maneira amistosa e pacífica, pois conflitos podem existir em todas as atividades de cooperação entre indivíduos.

Essas relações são complexas e dependentes do comportamento das personagens envolvidos. A teoria de agência é baseada na ideia de que gerentes que não são proprietários não cuidarão dos negócios de uma firma tão diligentemente como os donos. Nessa condição,

para melhor compreender esses relacionamentos, a teoria da agência é a estrutura conceitual que fornece os fundamentos para analisar as relações entre os participantes de um sistema de contratos, no qual a propriedade e o controle são separados e designados a pessoas distintas.

No entanto as relações de agência, abordadas por Jensen e Meckling (1976), entre acionistas e administradores e acionistas e credores podem ser ampliadas para toda e quaisquer situações nas quais existam contratos amparando direitos e obrigações (NOSSA, KASAI e KASAI, 2001). No contexto das firmas privadas e não cotadas em Bolsas, e em especial nas MPes, o foco das relações de agência deixa de ser entre administrador-acionista e passa a envolver outras personagens, como, por exemplo, clientes que contratam crédito nas compras a prazo, fornecedores que ofertam e contratam crédito comercial para a venda de mercadorias a prazo e instituições financeiras que podem suprir as necessidades de capital de giro das firmas, concedendo crédito na carteira de desconto de recebíveis e/ou em operações de empréstimos de curto prazo. Adicionalmente, as relações entre sócios com percentuais de participação acionária distintos e com participação na gestão das firmas emergem também como fontes pertinentes de conflito nas empresas familiares de capital fechado.

Brisola (2000) descreve alguns aspectos relevantes dos relacionamentos e interações que ocorrem no ambiente empresarial. O Quadro 1 mostra as principais relações de agência que afetam a administração do capital de giro nas MPes, a seguir.

Personagens da relação de agência	O principal espera que o agente.....
Credores – Gerentes	Os credores esperam que os gerentes assegurem o cumprimento de contratos de financiamento.
Gerentes - Devedores	Os gerentes esperam que o valor do crédito comercial ofertado nas vendas parceladas seja honrado pelo cliente
Devedores - Gerentes	Os clientes que comprem a prazo esperam que os gerentes lhes ofertem crédito no valor das compras, com taxas de juros justas e prazos de acordo com sua capacidade de pagamento.
Clientes – Gerentes	Os clientes esperam que os gerentes assegurem a entrega de produtos, com maior qualidade, menor tempo, maior serviço e menor custo.
Gerentes - Fornecedores	Os gerentes esperam que os fornecedores supram todas as suas necessidades de matérias no momento necessário e nas quantidades requisitadas

Fonte: Adaptado de Nossa, Kasai e Kasai, 2001.

Quadro 1: Relações de agência e expectativas entre os personagens.

A separação funcional e a delegação de autoridade a agentes, em geral, em firmas com capital patrimonial pulverizado, podem resultar em potenciais conflitos de interesse entre os

indivíduos. Jensen e Meckling (1976, p. 5) argumentam que “*if both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.*”. Emerge, assim, a possibilidade de incongruência entre o comportamento desejado pelo principal e o apresentado pelo agente. Para Jensen e Meckling (1976), nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função que não seja a sua, pois o seu comportamento está fundamentado no conjunto de suas preferências e de seus objetivos. Como consequência desse comportamento, surgem os problemas de agência.

Adicionalmente, se os pressupostos de racionalidade limitada, da complexidade e incerteza da hipótese da natureza humana (SIMON, 1970) estão presentes numa relação de agência, então, os agentes são imperfeitos na sua conduta profissional, e os contratos tornam-se então incompletos e caros. Nessas condições, as informações tornam-se assimétricas entre os atores econômicos, e as condutas de autointeresse podem emergir e uma das partes relacionadas pode obter vantagens sobre a outra. Em complemento, Hendriksen e Breda (1999) assinalam que este é um problema causado por informações incompletas, em que nem todos os estados são conhecidos por ambas as partes e, sendo assim, certas consequências não são por elas consideradas. Essas suposições criam as condições para que atitudes oportunistas ocorram nas relações de agência, gerando perdas de riqueza a um dos atores da relação de agência.

Como decorrência de informações assimétricas, os problemas de agência surgem em duas categorias: seleção adversa e *moral hazard*. Seleção adversa ocorre *ex-ante*, quando, inadvertidamente, o principal contrata um agente que é menos capaz do que parece ser, pouco comprometido e ativo, ou pouco ético, ou cujos interesses são menos compatíveis com o que o principal esperava. *Moral hazard* envolve *ex-post* à contratação, a omissão de ações no interesse do principal, como, por exemplo, esquívamento para agir no interesse do principal (ROSS, 1973) e consumo de privilégios e mordomias (JENSEN e MECKLING, 1976). Problemas de *moral hazard* são também relacionados à falta de esforço gerencial ou de aversão ao esforço. “*As managers own smaller equity stakes in their companies, their incentive to work may diminish.*” (McCOLGAN, 2001, p. 9)

Os custos de *moral hazard* diferem entre países. Conyon e Murphy (2000) encontraram que firmas britânicas tendem a ser menores que seus equivalentes norte-americanos, e que isto pode explicar seus resultados de sensibilidade *pay-performance* dos CEOs britânicos serem 1/6 menor que o valor pago aos colegas norte-americanos. Isso tem implicações na renda dos executivos dos diferentes países.

Para minimizar esses conflitos, são instituídos sistemas de monitoramento e de controle das ações dos gerentes. Os mecanismos de monitoramento podem ser tanto internos como externos. Para isso, há a necessidade de informações e de sistemas de informações que são difíceis e custosas, no caso, que implicam altos custos para serem obtidas. Adicionalmente à necessidade de se manter um fluxo de informações gerenciais interno, *stakeholders* como fornecedores, clientes e instituições financeiras também são demandantes de informações externas para contratar operações com a firma. Nesse processo de relacionamento, há custos de agência tanto para os agentes como para o principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

Himmelberg et. al. (1999) e Kole (1995) argumentaram que os conflitos de agência são heterogêneos entre diferentes firmas e em diferentes indústrias, e, muito provavelmente, em diferentes culturas. Como os ambientes de contratos são diferentes, duas firmas não terão os mesmos “*nexus* de contratos”. Nesse caso, um mecanismo de governança pode ser importante na medida em que ele reduz os custos de agência da separação de propriedade e controle. Para McCOLGN (2001, p. 58), o que é preciso “*is a more detailed understanding of what makes these mechanisms important for some firms and ineffective for others.*”

2.4.2 Custos de agência

Os custos de agência são aqueles inerentes à adoção de mecanismos para salvaguardar direitos e garantir as obrigações decorrentes dos contratos de relacionamentos entre principal e agente. Jensen e Meckling (1976) definem custos de agência como a soma dos custos de monitorar, de demonstrar a relação de agência vigente e de perdas residuais para o acionista. Os custos de monitoração são as despesas pagas pelo principal, como, por exemplo, auditorias e redação de contratos de remuneração, para medir, observar e controlar o comportamento do agente, enquanto os de demonstração são aqueles destinados a mostrar que as ações do(s) administrador(es), e suas consequências convergem aos objetivos dos acionistas. Os custos de perda residual são aqueles decorrentes de falta de alinhamento de interesses das decisões dos agentes, pois nem todas as ações gerenciais são observáveis e mensuráveis *ex-ante*.

Em adição, Nossa, Kassai e Kassai (2001) expandiram os custos de agenciamento como os gastos incorridos na prevenção e resolução de conflitos entre o principal e o agente, ou seja, aqueles associados à contratação entre as partes, bem como as perdas resultantes das atitudes oportunistas do agente. São os custos de todas as atividades e os sistemas operacionais e gerenciais de informatização projetados para alinhar os interesses e/ou ações

dos gerentes (agentes) como os interesses dos proprietários (principais). Incluem-se, nesse ponto, custos com sistemas de controle interno, de realização de auditorias e outros necessários para se garantir a convergência de interesses entre as partes, visando limitar a atuação do gerente em operações mais arriscadas.

Assim, custos de agência incluem todos os custos frequentemente referidos, tais como custos de contratos, custos de transação, custos de *moral hazard* e custos de informações (JENSEN e SMITH JR., 1985). Como quaisquer outros custos, os decorrentes dos problemas de agência são capturados pelo mercado financeiro e se refletem nos preços das ações da firma, pois esses custos são vistos como perda de valor para os acionistas devido às divergências de interesses que surgem na relação de agência (McCOLGAN, 2001).

A firma pode implantar também mecanismos de incentivos de remuneração como forma de alinhar os interesses dos gerentes aos do(s) proprietário(s). A participação acionária dos agentes, por exemplo, é um incentivo que pode ser usado na relação de agência. À medida que os gerentes obtêm autonomia, eles passam a deter mais informações e conhecimentos sobre a firma e seus projetos que o principal e os parceiros. Nessa situação, as informações tornam-se assimétricas (MYERS e MAJLUF, 1984), ou seja, não são igualmente disponíveis entre as partes interessadas. Esse fenômeno pode levar os agentes a adotar atitudes oportunistas nas suas ações e, assim, os conflitos de interesses podem surgir nas organizações.

2.4.3 Custos de agência nas MPEs

Consistente com a teoria de modelo de crescimento por estágio, à medida que as firmas crescem, espera-se que problemas tradicionais de agência tornem-se mais severos por causa da maior dependência dos gerentes de firmas não familiares privarem os acionistas de informações, tanto as de interesses econômicos como as dos aspectos emocionais. Conforme McCOLGAN (2001, p. 8), *“increasing firm size expands the complexity of the firm’s contracting nexus exponentially. This will have the effect of increasing the difficulty of monitoring, and therefore, increase these costs.”*

Nas MPEs, nas quais o envolvimento familiar prevalece, é provável que a natureza da relação de agência tenha escopo e profundidade diferente daquela encontrada nas grandes empresas e nas de capital aberto. Jensen e Meckling (1976) explicam sua teoria a partir de um modelo de firma de custo de agência zero. Entretanto, no mundo real, o modelo de custos de agência zero deles só pode ser encontrado nas firmas não listadas em bolsa. (ANG, COLE e LIN, 2001).

No entanto a ausência de informações e de bancos de dados públicos sobre firmas privadas não são disponíveis. Adicionalmente (ANG, COLE e LIN, 2001), advogaram ainda que a ausência de informações sobre firmas com um só proprietário-administrador explica-se porque os custos de agência são, frequentemente, inferidos, mas não medidos diretamente na literatura financeira empírica. Esses autores argumentam ainda que, como consequência da premissa do modelo de custo de agência zero, as MPes, e em especial, as familiares parecem as mais adequadas para estudar os custos de agência relacionados às perdas do capital patrimonial.

Em firmas onde o dono contrata um gerente, os custos de agência são pequenos, porque o dono pode internalizar todos os custos de monitoramento, ou seja, ele incorre em 100% dos custos de monitoramento e recebe 100% dos benefícios resultantes. Geralmente, nas firmas menores, “*assets can be more easily monitored.*” (McCOLGAN, 2001, p. 13). As evidências encontradas por Chrisman, Cua e Litz (2004) corroboram os argumentos de Jensen e Meckling (1976) e de Fama e Jensen, (1983) de que o envolvimento da família pode, na verdade, diminuir todos os problemas de agência previstos pela teoria.

Por outro lado, pode ser que o único proprietário não seja capaz de monitorar a firma perfeitamente, por alguma razão, como falta de tempo ou de habilidade, ou de sofisticação financeira, e por não ser capaz de desempenhar auditorias aleatórias ou para entender completamente as operações ou resultados financeiros. Nessa circunstância, ele pode vir a contratar um gerente para ajudá-lo. Consequentemente, ele incorrerá em custos residuais de agência. Se esses forem significativos, eles devem refletir uma falha das atividades de monitoramento dos agentes pelos acionistas.

Potenciais explicações para essa falha são o monitoramento frouxo pelos acionistas e a falta de tecnologia de sistemas de informações disponível pelos acionistas. Nesse caso, a separação da função administrativa *versus* a função controle por acionistas/proprietários não administradores, como sugerido por Fama e Jensen (1983), pode não ser completa ou eficaz. Desse modo, os custos de agência residuais são ainda esperados na firma de único dono, quando o gerente é um administrador externo.

A falta de conhecimento operacional específico por parte de acionistas não-administradores e a falta de mercado externo, para valoração das ações, entretanto, podem fazer surgir a presença de acionistas dominantes, os quais podem querer levar vantagens sobre os minoritários. Em adição, a forte confiança dessas firmas privadas não listadas em bolsa sobre financiamentos bancários dá aos bancos um papel especial em delegar monitoramento em benefício de outros acionistas (ANG, COLE e LIN, 2001).

2.4.4 Custos de agência e terceiras partes

Os bancos são a principal fonte de recursos de fundos externos para as firmas pequenas. Cole, Wolken e Woodburn (1996) reportaram que mais de 60% dos créditos tomados por pequenos negócios são na forma de empréstimos bancários. verificar, sob a perspectiva de relação de agência, o monitoramento externo das firmas privadas por bancos limita a atuação dos gestores, ao não aprovarem novos empréstimos quando estes agem com imprudência. No Brasil, o monitoramento das firmas pelos bancos é feito por meio do SISBACEN (Sistema do Banco Central do Brasil). Os indicadores de uso de contas garantidas, do perfil da qualidade da carteira de recebíveis e o comportamento da liquidez de contas a pagar permitem aos bancos monitorar a gestão financeira de curto prazo da firma.

Bancos, geralmente, requerem dos administradores das firmas reportarem resultados honestamente e que toquem os negócios eficientemente com lucros. O monitoramento dos bancos complementa o do administrador pelos acionistas, reduzindo indiretamente os custos de agência acionistas - administradores. Os bancos, ao incorrer em custos de monitoramento no intuito de salvaguardar seus empréstimos, levam as firmas a operar mais eficientemente, ao utilizar melhor os ativos e moderar o consumo de privilégios de modo a melhorar a performance financeira reportada nos relatórios gerenciais aos bancos (DIAMOND, 1984; JENSEN, 1986).

Os fornecedores também fazem o monitoramento externo das relações comerciais e financeiras das MPEs clientes. Myers (1977) e Smith e Warner (1979) mostraram que custos de agência também existem nos relacionamentos proprietários-credores. Em complemento, Petersen e Rajan (1994), Berger e Udell (1995) e Cole (1998) argumentam e apresentam evidências de que o relacionamento credor-firma gera informações valiosas sobre a qualidade do tomador de empréstimos.

Ang, Cole e Lin (2001) estudaram 1708 firmas privadas dinamarquesas, incluindo um conjunto delas, cujo dono-administrador detém 100% das ações, para compreenderem as associações existentes entre custos de agência e estruturas de propriedades e de controle. Dessas, 73% eram MPEs administradas pelo próprio acionista, enquanto 27% contrataram administradores externos. Eles usaram dados de medidas de eficiência do uso de ativos, incluindo decisões ruins de investimento em capital de giro, de estrutura de propriedade e variáveis de controle, como idade, tamanho (vendas e ativos), características e tecnologia de monitoramento. Os resultados confirmaram as previsões das teorias de Jensen e Meckling

(1976) e Fama e Jensen (1983a) sobre estrutura de propriedade, formas de organizacional, e alinhamento de interesses de administradores e acionistas:

- 1) custos de agência são maiores quando um profissional externo administra a firma;
- 2) custos de agência variam inversamente com a participação acionária do administrador;
- 3) custos de agência aumentam com o número de acionistas não-administradores;
- 4) em menor extensão, monitoramento externo por bancos produz externalidade positiva na forma de custos de agência menores.

2.4.5 Teoria da agência e a política financeira corporativa

McColgan (2001) sustenta que a política e a estrutura financeira das firmas também têm fortes implicações para controles de problemas de agência. Por exemplo, o problema de reter lucros surge de como administradores lidam com fluxo de caixa livre, e executá-lo eficientemente e com prudência reduz a severidade do problema. Administradores preferem reter caixa a distribuí-lo sob a forma de dividendos como desejam os acionistas, caso a firma não tenha oportunidades de investimento com valor presente líquido positivo.

Por outro lado, administradores podem optar pela emissão de obrigações para financiar a expansão da firma. Em assim procedendo, ocorre, naturalmente, o monitoramento externo pelos bancos decorrente da vinculação das dívidas financeiras ao fluxo de caixa disponível. Ao emitir dívidas, ao contrário de pagar dividendos, administradores, contratualmente, assumem o compromisso de pagá-las com fluxo de caixa futuro, sob o risco de não o fazendo, eles enfrentarem o risco de insolvência e de inadimplência. Isso faz com que o administrador adote estratégias de maximização de valor, o que pode ser benéfico tanto para si como para os acionistas.

Em complemento, Lang, Ofek e Stulz (1996) encontraram uma relação inversa entre crescimento e alavancagem das firmas com Q de Tobin baixos. Firms com Q de Tobin baixos são firmas com baixas oportunidades de investimento e com desempenho pobre, indicando que dívidas desempenham uma função disciplinar importante nessas organizações.

Em relação aos custos de dívidas financeiras, Stulz (1990) argumenta que, enquanto a dívida pode reduzir o risco de sobreinvestimento, existirá sempre um risco que pode levar a firma ao subinvestimento no longo prazo devido aos custos de levantar novos financiamentos. A excessiva distribuição de fluxo de caixa pode sempre levar ao problema de fundos

insuficientes para oportunidades de investimento, aumentando, assim, a necessidade de financiamentos externos posteriores, e os custos daqueles com este (HARRIS e RAVIV, 1991).

2.5 Teoria dos custos de transação - TCT

Como comentado anteriormente, as suposições comportamentais dos agentes econômicos e a complexidade do ambiente de negócios e incertezas impõem limites às ações e tomadas de decisão organizacionais. Ou seja, agentes limitados racionalmente experimentam limites cognitivos em formular e resolver problemas complexos e em processar informações (SIMON, 1970). Mas mesmo sob tais contingências, eles permanecem “intencionalmente racionais” nas suas decisões. Nesse sentido, há a necessidade de estabelecer contratos para sustentar uma transação. No entanto, o uso de contratos é oneroso, complexo e, ainda assim, permanecem incompletos, pois são elaborados por seres humanos.

Coase (1937) descreveu que, no mundo real, uma grande quantidade de transações era realizada dentro da firma, dispensando, assim, a coordenação do mercado. Conforme Coase (1937), foi Commons (1924; 1934) quem primeiro cunhou o termo transação e o considerou como unidade de análise econômica para decisão, ao conectar os modos alternativos existentes (WILLIAMSON, 1975). Porém, as firmas não são autossuficientes e recorrem ao mercado quando os custos neste são inferiores aos da hierarquia interna. Nesse sentido, a forma como a firma se organiza administrativamente afeta a decisão de internalizar ou não as transações.

A principal hipótese de custos de transação é a de que o alinhamento das transações (as quais diferem em seus atributos) com a estrutura de governança (que difere em custos e competências) conduz os gestores a um caminho discriminatório para economizar os custos de transação. Falhas de alinhamento acontecem rotineiramente (excesso de desperdícios, de burocracia, negligências, etc), pois as organizações econômicas são complexas e as pessoas têm limites cognitivos para decidirem. Porém, nem sempre isso é óbvio e depende de preferências gerenciais.

2.5.1 Conceito de transação

Uma transação ocorre quando uma mercadoria, ou serviço, é transferida entre interfaces tecnologicamente distintas (WILLIAMSON, 1981). Em tecnologia separáveis, um estágio da atividade se encerra e outro se inicia, caracterizando o conceito de transação como uma microunidade da TCT (PEZZI, 2005). A teoria de custos de transação é um arcabouço institucional, que integra aspectos de natureza econômica, jurídica e organizacional (WILLIAMSON, 1981), nos processos de alocação eficiente de recursos e de troca de mercadorias e serviços.

Coase (1937) reconheceu também que, além dos custos de produção, o ato de comprar e vender acarretava custos de transação e que esses são relevantes e significativos para a tomada de decisões. Dessa maneira, existem duas formas para alocar recursos: mercado ou forma hierárquica (estrutura interna para coordenar a produção), que são complementares. Contudo, na segunda, as firmas são hierarquias que economizam custos de transação ao deixar de recorrer repetidamente ao mercado para contratar fatores de produção.

Entretanto, há limites de eficiência gerencial e que implicam escolher um tamanho ótimo da empresa, o que é verificado pela análise marginal de custos e receitas. Ou seja, as organizações que decidem hierarquicamente as alocações dos fatores de produção no seu interior, substituindo o mecanismo de mercado, existem porque os custos de transação nesse tipo de governança são superiores aos da hierarquia, ou seja, os custos de recorrer ao mercado são significativos entre as etapas do processo de produção. Nesse caso, o volume de transação internalizado afeta positivamente o tamanho das firmas e isso, conseqüentemente, impõe limites às firmas para organizar as operações.

2.5.2 Natureza dos custos de transação

O objetivo fundamental da TCT é estudar os custos relacionados à transação, os quais estão baseados: 1) nas suposições comportamentais - racionalidade limitada e oportunismo dos agentes; e 2) nas dimensões e/ou características das transações: frequência, ativos específicos e incerteza. As suposições sobre o comportamento humano (SIMON, 1970) consideram que, num ambiente complexo e incerto, é impossível que as decisões sejam totalmente racionais, pois as informações existentes não são igualmente acessíveis para todas as partes envolvidas numa transação. Isso resulta em informações assimétricas entre os agentes econômicos. Logo, a falta de confiança nas relações da empresa com o seu ambiente e

a possibilidade de comportamento oportunista por parte de alguns agentes representam questões centrais na geração dos custos de transações (CT).

Para mitigar os riscos associados a comportamentos oportunistas dos agentes econômicos, utilizam-se contratos. Os contratos são as unidades básicas de análise e o foco central é a eficiência do uso de recursos organizacionais. Os CT foram definidos por Williamson (1979, 1993) como custos *ex-ante* para preparar, negociar e salvaguardar um acordo, bem como custos *ex-post* dos ajustamentos e adaptações, quando a execução de um contrato é afetada por falhas, erros, omissões, ao se executar uma atividade econômica (WILLIAMSON, 1996), e que possam implicar custos de ajuste e de adaptabilidade pelos atores. Nesse sentido, fornecer ou adquirir informações para satisfazer os *stakeholders* envolve custos de transação (MIAN e SMITH, 1992).

Na elaboração de um contrato, buscaram-se informações para definir as características do produto, serviço ou projeto; preços e a duração. São custos não diretamente associados à produção, mas que surgem à medida que os agentes se relacionam entre si e potenciais problemas de coordenação de suas ações emergem (FARINA et al., 1997). Quanto ao escopo destes dois tipos de custos de transação, *ex ante* e *ex post*, possuem interdependência estreita (PEZZI, 2005), e o contrato é a estrutura jurídica que ampara essa ligação.

Após a definição de CT por Williamson (1993), vários autores a expandiram para uso nos seus estudos empíricos específicos. Cheung (1990) os define como sendo: 1) custos para elaboração e negociação de contratos; 2) mensuração e fiscalização de direitos de propriedades; 3) monitoramento do desempenho; e 4) organização da atividade enquanto, para Barzel (1997), CT são os custos relacionados à transferência, captura e proteção dos direitos de propriedade. Para Rezende (1999), CT são os custos de gerenciar o sistema econômico por meio da identificação, explicação e atenuação dos riscos contratuais.

2.5.3 Fatores determinantes dos CT

2.5.3.1 Racionalidade limitada, complexidade e incerteza

Para Simon (1970), o comportamento humano enfrenta limitações devido a aspectos neurofisiológicos, que limitam sua capacidade humana de acumular e processar informações, e aspectos de linguagem, que limitam sua capacidade de transmitir e interpretar informações. Ou seja, pessoas são incapazes de antever, num contrato, as cláusulas suficientes para

antecipar todas as circunstâncias futuras. Apenas parte do conjunto de conhecimentos e informações conseguem ser processados individualmente. As pessoas, muitas vezes, não conseguem solucionar e finalizar problemas, dada sua complexidade, e as incertezas que ocorrem no mundo real (SIMON, 1979). Como consequência da combinação desses três fatores, há a geração de assimetria de informações, ou diferenças nas informações entre atores econômicos que as partes envolvidas em uma transação detêm, particularmente, quando essas diferenças afetam o resultado final da transação, favorecendo de forma dolosa um dos agentes. Podem surgir promessas autodesacreditadas e que não serão cumpridas.

2.5.3.2 Oportunismo e especificidade de ativos

A ideia central do oportunismo relaciona-se ao padrão de orientação que o indivíduo estabelece para a busca do seu próprio interesse e que termina por refletir-se no padrão de relacionamento estabelecido entre os agentes econômicos (BALESTRINE; ARBAGE, 2005). Racionalidade limitada, complexidade ambiental e incerteza criam as condições adequadas para os agentes adotarem iniciativas ou atitudes oportunistas por meio de transmissão de informação seletiva, distorcida e promessas autodesacreditadas sobre o comportamento do próprio agente ao assumir compromissos que ele sabe, *a priori*, que não irá cumprir.

Oportunismo na TCT está essencialmente associado à manipulação de assimetrias de informação, visando à apropriação de fluxos de lucros. O oportunismo é decorrente da busca do autointeresse, em que uma das partes envolvidas utiliza-se de má-fé para tirar proveito da transação. Sempre que houver potencial de ocorrer atitudes oportunistas, haverá aumento nos custos de transação. Há atitudes oportunistas *ex-ante*, por exemplo, quando se assina um contrato com uma firma que se sabe não ter condições de realizá-lo, mas, mesmo, assim, se contrata. Nestas situações, estamos fazendo uma **seleção adversa** de um fornecedor, sabendo de antemão do potencial de sua atitude oportunista. Há atitudes oportunistas *ex-post*, quando, na fase de execução da transação, um fornecedor entrega um produto com qualidade inferior ao especificado ou deixa de garantir a qualidade contratada, por exemplo, ocorrendo o **moral hazard** do fornecedor não entregar o serviço ou produto dentro do contratado. Ressalta-se que atitudes de oportunismo tanto podem ser praticadas pelo contratante como pelo contratado. Zylbrestajjn (1995) orienta que nem todos os indivíduos têm atitudes oportunistas, mas basta que um tenha para ser necessária a utilização de contratos, demandando tempo e custos para seu monitoramento em função dos riscos associados às transações.

Para Balestrin e Arbage (2005, p. 2):

O risco se associa positivamente com os dois elementos referidos anteriormente, quer dizer, com o oportunismo e a racionalidade. Não fossem esses aspectos, não haveria o risco de as transações não ocorrerem da forma como foram planejadas, nem tampouco de que algo importante deixasse de ser previsto antecipadamente. Quanto maior o nível de oportunismo, assim como quanto menos informações estejam disponíveis para a tomada de decisão, aumenta o risco de que as “coisas não saiam como planejadas.

Adicionalmente, as MPEs sofrem restrições financeiras e são consideradas pelo mercado crédito com firmas de risco elevado para contratar empréstimos. O risco da inadimplência é um dos fatores de maior peso da taxa de juros das transações de empréstimos para capital de giro e para consumo. Este componente tem uma participação média de 35% (BCB, 2009). Alguns dirigentes se comportam com atitudes autodesacreditadas, prometendo honrar a dívida, *ex ante* à contratação da operação financeira, e *ex post*, agem de forma oportunista e dão o calote na instituição financeira ou direcionam o dinheiro para outras finalidades alheias ao negócio. Há outras formas de delinquência de crédito identificadas na literatura financeira.

A última condição determinante dos CT é a especificidade de ativos, o que ocorre em transações em pequenos números, ou seja, há um número reduzido de ofertantes e de demandantes de um certo ativo (construção civil, marmoraria, gráficas, etc). Especificidade de ativo diz respeito ao investimento especializado (dedicado) para realizar uma transação particular. Sempre que uma transação particular exigir um ativo específico, ocorre um aumento do risco do investimento por parte da empresa.

A especificidade de ativos é uma condição necessária para que o risco associado a atitudes oportunistas sejam significativos. Um ativo é específico quando sua realocação/reutilização para outra atividade ou cliente, no caso de um rompimento no contrato, por exemplo, é praticamente inexistente e implica perdas. Nessa perspectiva, contratos são necessários para amparar a continuidade de uma transação que envolva ativos específicos. Esta segurança jurídica, mesma que incompleta, é de fundamental importância para a redução, *ex ante*, dos custos de transação.

Especificidade de ativo pode surgir de quatro maneiras: de local ou lugar; de ativo físico; de ativos humanos (especificidade de ativos humanos, que surge mediante o aprender fazendo) e de ativos dedicados. Nas MPEs do setor de serviços, a especificidade de ativos humanos é, possivelmente, a de maior saliência, enquanto, no setor da indústria e da construção civil, as especificidades são de ativo físico e de ativo dedicados, respectivamente.

O uso de ativo específico implica relações de trocas bilaterais por longo tempo. Firms nas quais o grau de especificidade de ativo é alto, tanto comprador como vendedor farão esforços especiais para desenhar uma relação econômica que tenha boas propriedades de continuidade. Uma vez feito um investimento em um ativo específico, comprador e vendedor passam a se relacionar de uma forma exclusiva ou quase exclusiva. A potencialidade de as transações acontecerem com alta frequência reduz os custos *ex ante*.

Relacionamentos se tornam relevantes e estão associados ao “problema do refém” (ameaças de encerrar a relação). Problemas de não comercialização dos componentes ou do produto gerado pelo ativo específico, nestes casos, podem gerar transações idiossincráticas e perdas de recursos por parte do ofertante. Por exemplo, uma encomenda personalizada para a produção de peças de granito sob medida por um cliente, a uma marmoraria gera um estoque específico cujo, produto final atende especificamente ao contratante. Se, por algum motivo, o cliente romper o contrato após a indústria ter fabricado o produto ou tornar-se inadimplente após a entrega, a atitude oportunista gera perdas e a falta de recebimento afeta o capital de giro do fabricante. Adicionalmente, o ativo específico produzido dificilmente será vendido.

O custo de oportunidade destes investimentos é muito menor do que o seu uso na melhor alternativa ou por usuários alternativos, e as salvaguardas contratuais e organizacionais surgem como suportes para transações deste tipo, sendo, por fim, desnecessárias para transações com baixo nível de especificidade de ativos (WILLIAMSON, 1985). Winter (1993) sugere que o conceito de especificidade de ativos de Williamson deve ser refinado e ampliado para considerar as competências da firma como um tipo de especificidade de ativo e também de natureza idiossincrática e de difícil replicação.

Esses cinco fatores determinantes dos CT se mostram como dificuldades no momento de contratar uma transação (comprar insumo ou serviço por meio do mercado) e se refletem em custos de contratação mais elevados. Adicionalmente, o aumento da frequência das transações proporciona o estabelecimento de relacionamentos mais estáveis entre os agentes, o que tende a reduzir os custos de transação, já que, verificar a partir do momento em que as partes repetem uma transação, há uma redução de incerteza quanto ao não-cumprimento do contrato, *ex post*. Esta situação ajuda a construir uma relação de reputação favorável entre agentes econômicos.

A busca pela eficiência em custos na internalização das transações é uma premissa da TCT, ou seja, reconhecem-se os *trade-offs* entre economias de custos de produção pelo mercado *versus* economias de custos coordenadas pela governança interna. Os custos de governança também variam diretamente com o grau de especificidade de ativo, e esses também devem ser considerados nos cálculos para decisão.

A organização interna substitui o mercado, à medida que os ativos apresentem caráter altamente específico. A oferta de crédito, para pagamento parcelado por meio de carnês pelas firmas comerciais do varejo, é um exemplo de decisão que substitui o mercado de crédito formal pela governança interna. A eficiência em custos para organizar as transações inerentes ao crediário próprio é superior à alternativa de recorrer ao mercado. Uma das razões deve-se, possivelmente, à simplicidade do processo de concessão de crédito, da estrutura operacional e de controle e ao valor do relacionamento com os clientes. Nesse processo, as transações de concessão de crédito com crediário próprio podem constituir-se em ativos específicos das firmas, na medida em que a ida do cliente à loja, para efetuar o pagamento, possa gerar vendas incrementais. É possível que os gestores dessas empresas que adotem essa estratégia de investimento em recebíveis dediquem mais atenção a esse componente do capital de giro.

A repetição de uma mesma espécie de transação é um dos elementos relevantes para a escolha da estrutura de governança adequada a essa transação. Segundo Farina et. al. (1997), a importância dessa dimensão manifesta-se em dois aspectos: a) a diluição dos custos de adoção de um mecanismo complexo por várias transações e b) a possibilidade de construção de reputação por parte dos agentes envolvidos na transação.

A TCT fornece os fundamentos para decisões de investimento em áreas específicas de gestão de capital que mostrem potencial de eficiência ao retorno marginal do capital investido.

2.6 Teorias em gestão de capital de giro

2.6.1 Modelo de tradeoff

Sathyamoorthi e Wally-Dima (2008) analisaram dados em mercado de economia não desenvolvida, entre 2004 e 2006, de firmas de varejo doméstico listadas na Bolsa de Valores de Botswana, e encontraram evidências de que as firmas adotam uma política conservadora ao administrar o capital de giro. Além disso, encontraram evidências de que a política escolhida não é estática no tempo, mas sujeita a alterações devidas a fatores macroeconômicos. A abordagem conservadora foi a escolhida em situações de alta volatilidade nos negócios, enquanto a abordagem agressiva foi a utilizada em momentos de baixa volatilidade de

mercado. Estas decisões estão em linha com o modelo de *tradeoff*, sugerindo, também, o comportamento oportunista dos executivos.

Em outro trabalho ainda na com foco no modelo de *tradeoff* entre risco de liquidez e rentabilidade, Dash e Hanuman (2009) aplicaram as técnicas de programação linear numa tentativa de otimizar a alocação de capital, visando minimizar o custo de oportunidade do excesso de liquidez. O estudo de caso foi realizado em uma indústria de processamento de alimentos, de *portfólio* diversificado, com dados e indicadores operacionais de 2004 – 2009. As variáveis de decisão escolhidas com base na literatura foram: caixa, títulos negociáveis, contas a receber, estoques, passivo circulante, ativos fixos, vendas e lucro. Tendo em vista o uso de modelos de otimização, um dos pressupostos de formulação do modelo é que cada variável tenha valores objetivos de máximo e de mínimo bem definidos como restrições a serem acatadas.

Complementarmente, os índices de liquidez, de margem de lucro, giro do capital de giro e giro do ativo fixo foram assumidos como estáveis no curto prazo. Além disso, o modelo proposto indicou alta sensibilidade de contas a receber, seguido, em ordem decrescente de estoque, do passivo circulante, de títulos negociáveis, ativos fixos e caixa. Os resultados do modelo sugerem que capital de giro e estoque, em particular, devem ser variáveis determinantes da rentabilidade. Estes resultados estão de acordo com os estudos de Rafuse (1996), Garcia-Teruel e Martínez-Solano (2007) e Singh (2008).

2.6.2 Determinantes

Nunn (1981) abordou a necessidade de capital de giro, separando-a em necessidades permanentes e sazonais. Aplicando modelo de regressão múltipla em uma base de dados americana de 1971 a 1978, que levava em conta as linhas de produtos em indústrias diferentes, o estudo encontrou evidências de 19 possíveis determinantes da administração do capital de giro relacionados ao processo de produção, vendas, método contábil, posição competitiva e fatores da indústria.

Hawawini, Viallet, e Vora (1986) estudaram dados de 1181 firmas americanas de 36 tipos de indústrias no período de 1960-1979, para investigar se políticas de capital de giro são significativamente similares dentro do mesmo setor industrial e se elas diferem significativamente entre indústrias. Os resultados indicaram similaridades dentro do mesmo setor industrial e diferenças significativas entre as indústrias. Para os autores, há um efeito significativo e persistente sobre os investimentos das firmas e este efeito se manteve

sustentável ao longo do tempo. Os resultados foram, também, consistentes com a noção de que existem *benchmarks* de gestão dentro de grupos de indústrias similares aos quais as firmas aderem, quando estabelecem suas políticas de investimento em capital de giro, estabelecendo-se, assim, um padrão. Estes resultados estão em linha com as evidências encontradas por Ng, Smith e Smith (1999), em indústrias americanas. O mimetismo gerencial de administração de recursos do curto prazo parece estar presente de maneira marcante nas firmas da amostra.

Em uma amostra com 50 empresas americanas de pequeno porte de capital fechado, Lamberson (1995) analisou os dados do período de 1980-1991 para entender as relações entre mudanças na posição de capital de giro e mudanças no nível de atividade econômica. Para isso, o autor usou indicadores econômicos como variáveis dependentes e indicadores financeiros como variáveis independentes. As evidências sugerem que a liquidez aumenta levemente durante expansão da economia com nenhuma alteração relevante em períodos de queda de atividade econômica.

Um dos raros trabalhos, usando questionário estruturado sobre capital de giro em uma *survey*, foi realizado por Howorth e Westhead (2003). Eles estudaram os determinantes da adoção das rotinas de administração do capital de giro em uma amostra aleatória de 283 pequenas empresas do Reino Unido. Os resultados sinalizam que as pequenas empresas da amostra têm comportamento heterogêneo quanto ao foco de gestão financeira de curto prazo. As empresas com foco em gestão de caixa são as de maior porte e as de baixo foco em gestão financeira de curto prazo não são necessariamente as de menor porte. As empresas com foco de gestão em estoques parecem ser as de menor porte. As empresas com baixo nível de gestão foram aquelas com mais tempo de existência, enquanto as empresas com foco em caixa e estoque foram as mais jovens. Esses resultados contrariam o predito pelo modelo de estágio de desenvolvimento das empresas.

Baixa habilidade financeira é a característica das empresas com baixa ênfase em gestão de itens de capital de giro. Em contrapartida, essas empresas estão associadas com níveis mais elevados de retorno sobre ativo total. Maiores porcentagens de vendas à vista predominam naquelas empresas que priorizaram a gestão de estoque, enquanto a sazonalidade de produtos e de serviços foi associada às empresas tipo caixa. O crescimento teve um comportamento fracamente discriminante entre as empresas amostradas, com destaque para as empresas tipo crédito. Quanto à estratégia de financiamento do capital de giro, os resultados indicaram que empresas com foco em estoque utilizam, significativamente, menos financiamento externo que os demais tipos. O mesmo comportamento está associado ao ciclo de conversão de caixa. As empresas “tipo crédito” têm baixo nível de vendas à vista, como era previsto e esperado

pelo modelo teórico. As características do setor de atuação da empresa não se mostraram ser discriminantes, estatisticamente, significativas.

Ampliando os estudos sobre determinantes operacionais da performance empresarial como variável dependente de itens que compõem o capital de giro das firmas, Dellof (2003) investigou a relação entre administração de capital de giro e lucratividade corporativa em uma amostra de 1009 firmas não financeiras belgas de capital aberto, com dados de painel de 1992 a 1996. Os resultados sugeriram que gestores poderiam aumentar a lucratividade corporativa ao reduzir o número de dias de contas a receber e de estoques. Este resultado reflete, coerentemente, as normativas recomendadas pela teoria do *tradeoff* entre risco de liquidez-lucratividade. Complementarmente, firmas menos lucrativas demoravam mais tempo para pagar os débitos e as obrigações.

Filbeck e Krueger (2005), ao avaliarem quase 1000 firmas e usando dados secundários de uma *survey* publicada pela revista americana CFO (*Chief Finance Office*), de 1996 a 2000, forneceram indícios que sustentam a importância de uma administração eficiente do capital de giro para a eficiência operacional. Os resultados sinalizaram a existência de diferenças significativas entre as indústrias quanto ao dimensionamento do capital de giro ao longo do tempo e também de mudanças nessas medidas dentro da mesma indústria ao longo do tempo. Estas mudanças podem estar relacionadas a fatores macroeconômicos como taxa de juros, inovações e competição, dentre outros.

Usando dados em painel de corporações americanas, entre 1990 e 2004, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2006) encontraram evidências que práticas de gestão específicas da indústria, tamanho das firmas, crescimento futuro das vendas das firmas, a proporção de diretores externos no conselho, remuneração executiva atual e participação do CEO influenciam, significativamente, a eficiência da administração de capital de giro das firmas da amostra. Os resultados sugerem que gerentes respondem positivamente a incentivos e monitoramento quanto à gestão do capital de giro. Estes resultados confirmam as premissas da teoria da agência na amostra das firmas estudadas.

Chiou, Cheng e Wu (2006) exploraram os fatores que impactam a administração do capital de giro, recorrendo a dados do período de 1996 a 2004, da Bolsa de Valores de Taiwan. Os autores desenvolveram suas análises com base em dados em painel com 19.180 observações trimestrais/firmas. Os resultados sugerem que o índice de endividamento e o fluxo de caixa operacional afetam a gestão do capital de giro das firmas. Porém, os autores não encontraram evidências da influência do ciclo de negócios, efeitos da indústria, crescimento das firmas, performance e porte da firma sobre a administração do capital de giro.

Nazir e Afza (2008) investigaram os determinantes dos requerimentos da administração de capital de giro em empresas listadas na Bolsa de Valores de Karachi. A amostra foi constituída de 204 firmas industriais pertencentes a 16 setores. O estudo baseou-se em dados de 1998 a 2006. Os resultados evidenciam que ciclo operacional, alavancagem, retorno sobre ativos totais (ROA) e Q de Tobin são antecessores, estatisticamente significantes e influentes, como determinantes do capital de giro requerido.

No Brasil, Palombini e Nakamura (2012) analisaram, empiricamente, o relacionamento da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade, bem como os fatores determinantes da administração do capital de giro usando uma amostra de empresas listadas na BOVESPA. Com base em dados trimestrais coletados entre 2001-2004, os autores investigaram a influência das seguintes variáveis independentes no capital de giro: características da indústria, atividade econômica, indicadores de processos operacionais, mecanismos de monitoramento administrativo, poder de mercado e nível de endividamento entre outros.

Os testes foram controlados pelo crescimento e pelo tamanho da firmas. Os resultados mostraram evidências de que firmas com alto nível de endividamento optam por trabalhar com níveis de capital de giro menor, mostrando-se mais rentáveis e com comportamento coerente com estudos internacionais (CHIOU, CHENG e WU, 2006; NAZIR e AFZA, 2008) e também de acordo com a *Pecking Order Theory*. A rentabilidade bruta e a rentabilidade operacional são influenciadas de maneira significativa e negativa com ccc, enquanto a rentabilidade líquida foi afetada positivamente por dias de contas a receber e negativamente com dias de estoque com significância estatística. Com referência aos determinantes, o endividamento apresentou relação significativa e negativa com ccc e requerimento de capital de giro, coerentes com os resultados encontrados por Chiou, Cheng e Wu (2006) e Nazir e Afza (2008). Isso sinaliza que firmas mais endividadas assumem uma política da capital de giro mais agressiva, com níveis de estoques e de contas a receber mais reduzidos e de contas a pagar mais ampliados.

Quanto aos mecanismos de monitoramento da administração, não foram encontradas evidências de relações significativas com a *proxies* escolhidas. Somente a participação de diretores externos no comitê mostrou-se significativa com o requerimento do capital de giro, o que contraria as hipóteses derivadas da teoria da agência. No que se refere à variável fluxo de caixa livre, esta apresentou relação negativa e significativa com ciclo de conversão de caixa (CCC), em dias de estoques. O número de dias a receber e o requerimento de capital de giro se associam negativamente àquela variável, porém sem significância. A variável de controle tamanho da empresa apresentou relação negativa e significativa com dias de estoque, com dias

de contas a pagar e dias de contas a receber. Estes resultados contrariam os de Chiou, Cheng e Wu (2006) e os de Kieschnick, Laplante e Moussavi (2008).

O crescimento mostrou relação negativa significativa nas variáveis que compõem a gestão do capital de giro, enquanto o setor industrial mostrou resultados inconclusivos. Estes resultados vêm se somar aos anteriores para ampliar ainda mais as ambiguidades encontradas na gestão financeira de curto, o que mostra o nível de complexidade do tema dadas as inúmeras variáveis internas e externas que afetam simultaneamente as questões inerentes à liquidez, ao risco e rentabilidade das empresas.

Appuhami (2008) analisou o impacto do dispêndio de capital das firmas sobre a administração do capital de giro de empresas tailandesas de capital aberto com dados, de 2000 a 2005. Os resultados mostraram uma relação negativa entre dispêndio de capital e administração de capital de giro, sinalizando que firmas que administram o capital de giro eficientemente tendem a aproveitar as oportunidades de crescimento ao investir em ativos fixos. Este resultado está em linha com a teoria da complementariedade de recursos do capital de giro de Almeida e Campello (2004). Além desses resultados, o estudo encontrou relações de significância positiva e direta entre requerimento de capital de giro e despesas operacionais e financeiras.

Ebben e Johnson (2011) mostram evidências, em pequenas firmas industriais e varejistas norte-americanas, de que a eficiente administração do capital de giro, usando o CCC como *proxy*, impacta diretamente o desempenho, a liquidez e o capital investido nessas firmas.

2.7 Teorias de *trade credit*

Delannay (2005, p. 2) conceitua TC como “uma fonte de financiamento de curto prazo, fornecido e utilizado por firmas não financeiras e conectados à compra e venda de mercadorias e serviços” e, portanto, menos sujeito a problemas de informação e de incentivos (HUYGHEBAERT e VAN de GUCHT, 2006). Por meio deste canal, é permitido que se pague pelas mercadorias ou serviços comprados após a entrega. Esta prática não é recente no mundo dos negócios. No entanto, para tentar compreender o porquê a TC existe, Petersen e Rajan (1996, 1997) questionaram por que empresas industriais e do comércio internalizam funções financeiras, quando estas não compõem o seu *core business*. O *trade credit* tem dupla função: 1) serve tanto como fonte de capital ofertado espontaneamente por fornecedores para

financiar necessidades de giro e 2) como uma estratégia para aumentar vendas ao ofertar crédito para seus clientes.

As imperfeições existentes no mercado financeiro institucional, decorrentes de informações assimétricas e problemas de incentivo, interrompem o fluxo de alocação natural de capital entre agentes econômicos, o que gera restrições financeiras de acesso a fontes de fundos externos para firmas. Esses fatores são especialmente relevantes em economias não maduras, as quais ainda carecem de um ambiente de negócios mais bem consolidados para o aperfeiçoamento das transações.

Nesse aspecto, as empresas localizadas em países com economias emergentes, provavelmente, estão submetidas a condições de mercado mais severas que aquelas instaladas em países desenvolvidos. Ou seja, o nível de fricções de mercado é mais acentuado nesses países, o que, possivelmente, gera barreiras de crescimento e, assim, exige adaptações na aplicação de teorias de finanças criadas em economias maduras de mercado. Esses eventos afetam a seletividade de beneficiados ou a exclusão de interessados em capital, tornando as firmas racionadas em crédito.

Nesse ambiente, surgem tanto as fricções de mercado como as ideias para minimizar seus efeitos sobre as firmas. Assim, as firmas que mais necessitam de assistência financeira são imperfeitamente atendidas pelo mercado de crédito e, assim, as MPEs podem ter que conviver com “paradoxo de sobrevivência” diante de barreiras de crescimento que surgem.

Seguindo Gilchrist e Himmelberg (1995) e Almeida, Campello e Weisbach (2004) que usam o porte como uma dimensão de restrição financeira, as MPEs são restritas pois são tipicamente estreantes, pouco conhecidas e, portanto, mais vulneráveis às imperfeições do mercado de capitais. Carbó-Valverde, Rodrigues e Uddel (2009) identificaram que, na média, um terço das MPEs espanholas são restritas financeiramente e que este porcentual tem se mantido estável.

As pequenas empresas têm problemas crônicos para aumentar o financiamento externo tanto por razões devidas à seleção adversa como ao *moral hazard* (RICE e STRAHAN, 2010). Para Antov e Atanasova (2006), a opacidade das informações nas MPEs é motivo para o mercado financeiro restringir o acesso destas firmas a fundos externos, em virtude da presença dos altos custos das informações assimétricas e da agência, decorrentes do risco moral *ex-post* e de incentivo e controle de propriedade. verificar, as questões inerentes à assimetria informacional, seleção adversa e ao risco moral podem ter um efeito relativamente grande, quando as firmas são jovens e pequenas, o que pode explicar por que elas encontram dificuldades para contratar empréstimos no mercado (PETERSEN e RAJAN, 1994).

As firmas não atendidas pelo sistema financeiro e, portanto, com de risco superior são atendidos por um canal de crédito interfirmas e entre firmas e clientes, conhecido como créditos comerciais – *trade credit* - (TC). Sob condições de restrição financeira, o *trade credit* pode ser a única fonte de financiamento, quando as firmas são jovens e, deste modo, a sua utilização pode se dar muito mais por necessidade que por escolha (PETERSEN e RAJAN, 1994).

Diante de tais restrições, como reconheceram Berger e Udell (1998), as MPEs apresentam comportamentos muito específicos quanto à gestão dos seus recursos e, para sobreviverem, buscam alternativas de recursos financeiros junto aos parceiros comerciais. Estes parceiros comerciais podem transformar-se, às vezes, nas únicas fontes de financiamento das operações. Para Marotta (2006), as MPEs se adaptam passivamente às condições de políticas de oferta e de demanda de TC.

As finanças comerciais exercem papel econômico e financeiro significativo no meio empresarial decorrente de sua importância estratégica e comercial. Evidências internacionais, reportadas por Petersen e Rajan (1996, 1997), Frank e Maksimovic (1998), mostram o amplo uso do financiamento não bancário nas relações comerciais interfirmas e entre firmas e clientes. Alphonse, Ducret e Séverin (2004) destacam que 85% das firmas espanholas estudadas usavam o *trade credit* como o principal meio de financiamento das suas operações mercantis.

Para Carbó-Valverde et. al. (2009), o amplo uso do *trade credit* por firmas com este perfil talvez se justifique pelo fato deste aliviar as restrições financeiras a empréstimos bancários, permitindo-lhes manter suas operações. Complementarmente, o TC ofertado pode facilitar vendas a prazo incrementado, assim, a carteira de recebíveis. O volume de recebíveis tem impacto econômico representativo no resultado das firmas e representam parcela substancial de demanda de investimento do ativo total: 25% (MANNES e ZIETLOW, 2002) e 35% (SUMMERS e WILSON, 2000). Ricci (1999) identificou que as contas a receber eram o principal ativo de corporações americanas.

Soufani e Poutziouris (2004) enfatizam o importante papel desempenhado pelos recebíveis como garantia colateral para firmas racionadas de crédito institucional. Como estas precisam de liquidez, os recebíveis são negociados nas operações de desconto para antecipação de valores perante bancos e *factorings*.. Em relação ao total de vendas, as feitas a prazo a clientes nos Estados Unidos da América foram, em média, 70% (PETERSEN e RAJAN, 1997) e de 80% no Reino Unido (ATASANOVA e WILSON, 2002).

No entanto, Frank e Maksimovic (1998) argumentaram que embora as teorias se apliquem em circunstâncias específicas, elas são incapazes de explicar o amplo uso do TC e

dos seus padrões empíricos. Portanto, o tema ainda carece de estudos complementares para se tentar compreender por que o financiamento comercial interfirmas e entre firmas e clientes ainda continua sendo o meio preferido de contrato de crédito, tanto para empresas com restrição financeira como por aquelas não restritas.

O TC é um componente financeiro inerente ao construto da gestão do capital de giro das firmas, cuja política de crédito é de natureza complexa em razão das inúmeras variáveis influentes e conflitantes que estão associados com este tipo de decisão. Nesse sentido, firmas estabelecem políticas para concessão de crédito por meio dos termos de crédito. Para os autores, termos de crédito são soluções contratuais para problemas de informações assimétricas relacionadas à qualidade dos produtos e do crédito dos clientes. Neles, são fixadas as regras de prazos do crédito, penalidades por atraso e porcentagem de desconto de incentivo para pagamento antecipado.

O TC compreende o estudo tanto da demanda por prazos e recursos de fornecedores – *trade debit* - (TD), como a oferta de prazos e de recursos para clientes – *trade credit* (TC). Embora seja uma prática antiga, só recentemente este tema passou a ser explorado como uma corrente de pesquisa em finanças corporativas de curto prazo. Os motivos principais de oferta e demanda de TC são de natureza financeira, devido a custos de transação e de informação, a aspectos de discriminação de preços e à existência de informações assimétricas. As decisões sobre padrões de uso de TC dependem de vários fatores. Dentre estes, Michalski (2003) destaca:

- Nível de competição de mercado;
- Tipo de mercadoria ou serviço ofertado;
- Sazonalidade e elasticidade de demanda;
- Preço;
- Tipo de cliente e
- Margem de lucro das vendas.

Assim, parece que existem diferentes motivos e circunstâncias para se usar TC. Nessa direção, várias teorias foram construídas visando entender e explicar a existência da presença das finanças comerciais no ambiente de negócios. No Capítulo 5, são apresentados o modelo e utilização das múltiplas dimensões da gestão do crédito como antecedente da gestão de estoque, mediado pela gestão de caixa.

Para Bastos e Pindado (2005), o financiamento interfirmas via *trade credit* é uma prática antiga no ambiente de negócios, porém ainda pouco compreendido nos dias atuais. Um dos argumentos para isso deve-se ao fato de que o *trade credit* é um construto financeiro

dependente de muitos fatores e, portanto, complexo devidos às dimensões conflitantes que o compõem.

Além disto, os resultados empíricos das diferentes teorias explicativas do *trade credit* têm gerado resultados ambíguos no mundo real. A política de oferta e demanda de *trade credit* são associadas aos fenômenos de seleção adversa pelos clientes, diante de informações assimétricas, *ex-ante* transação comercial, sobre características e qualidade de produtos do fornecedor e do *moral hazard* existente *ex-post* transação comercial sobre as garantias e risco de não recebimento do crédito concedido (BASTOS e PINDADO, 2005). Esses autores propuseram e testaram um modelo de agência com estes dois fenômenos e identificaram padrões empíricos de que as firmas menores e as menos lucrativas oferecem mais créditos comerciais, enquanto aquelas com altas porcentagens de custos variáveis e de dívidas incobráveis ofertam menos volumes de créditos comerciais para seus clientes.

Schiozer e Brando (2011) categorizam as diversas teorias de TC por suas hipóteses em três grupos: 1) TC como ferramenta estratégica das empresas; 2) TC como complemento de financiamento bancário; e 3) TC como substituto de financiamento bancário. Como o foco desta tese é em MPEs, é provável que as teorias inerentes aos grupos 1) e 2) se mostrem mais adequadas para explicar seu amplo uso no mercado.

2.7.1 Uso estratégico de TC

De acordo com esta teoria, a oferta de TC depende da heterogeneidade do poder de mercado, do perfil dos clientes e da confiabilidade e reputação da firma. A discriminação de preços apoia-se na suposição de que verificar, quando os mercados são altamente competitivos por preços, os vendedores lançam mão do TC para discriminar preços. No entanto este mecanismo não é permitido em certos países em função das restrições regulatórias. Adicionalmente, a oferta de desconto como incentivo para o pagamento antecipado é um também uma das razões teóricas utilizadas para discriminar preços nas vendas a prazo. Para Danielson e Scott (2000), firmas que enfrentam racionamento de crédito são menos prováveis de exercer a opção de aproveitar o desconto ofertado, sugerindo que o racionamento de crédito impõe custos sobre a firma.

Empresas com maiores taxas de desconto disponíveis, também, os aproveitam mais que aquelas com taxas de desconto menores. Isto sugere que as pequenas firmas reconhecem os altos custos de não aproveitar descontos e tentam evitá-los. Entre os fornecedores de

indústrias italianas, a proporção dos que oferecem descontos para pagamentos antecipados está abaixo da média e também há pouca penalização por inadimplência (MAROTTA, 2006). As firmas que ofertam descontos apresentam prazos médios de recebimentos menores.

Para Van Horen (2005), a propensão em fornecer TC das firmas que operam em mercados em desenvolvimento é também dependente do poder de mercado do cliente. Ou seja, quando clientes têm grande poder de mercado, é mais provável que o fornecedor ofereça TC do que em situações nas quais o cliente é uma firma pequena. Este resultado empírico é, no mínimo, contraditório, pois supõem-se que empresas com grande poder de mercado tenham maior capacidade de gerenciamento, e, por serem menos restritas financeiramente, tenham acesso mais fácil a fundos externos e assim, possam obter financiamentos a custos inferiores ao do TC. Evidências deste comportamento foram encontradas em economias em desenvolvimento como a Índia.

As grandes empresas com poder de mercado são usuárias líquidas de TC. Eles fornecem muito menos crédito para os clientes compradores e usam muito mais crédito dos seus fornecedores. Por outro lado, é possível que o custo do TC ofertado não seja superior ao custo de capital do cliente, conforme evidências encontradas por Burkart e Ellingsen (2004) e Marotta (2006). Adicionalmente, Burkart e Ellingsen (2004) também identificaram que a oferta de TC, em países emergentes, está associada positiva e significativamente com o relacionamento e com o tipo de produto comercializado.

O volume de *trade credit* concedido entre as partes é baseado em relacionamentos de longo prazo, o que denota que os fornecedores têm interesse em manter seus clientes em operação e até mesmo induzir seu crescimento. Ao suprir créditos renováveis, entendem que os riscos inerentes aos problemas de *moral hazard* dos empréstimos são minimizados, pois presumem possuir melhores informações dos clientes que as instituições financeiras (LOVE e ZAIDI, 2010). Ao assumir essa função de intermediação, as firmas que têm acesso a financiamentos no mercado de crédito parecem atuar como intermediadores financeiros para aquelas empresas sob restrição. Ainda, as firmas com maior capacidade de obter recursos no mercado de capitais e a um custo menor garantem mais *trade credit* para seus clientes (GARCIA-TERUEL e MARTÍNEZ - SOLANO, 2010) e, possivelmente, obtêm incrementos de vendas por meio de fidelização ou de venda casada de mercadorias com garantia de crédito.

Adicionalmente, compradores demandam TC e exigem prazos para verificar a qualidade do produto antes da data de pagamento quando a qualidade do produto não pode ser comprovada imediatamente. Nessa condição, o relacionamento se estabelece por intermédio

de contratos com termos de crédito para mitigar os problemas de informações assimétricas *ex-ante e ex-post*.

O TC pode ser usado para reduzir os custos de transação (FERRIS, 1981). Quando ocorrem transações frequentes e regulares entre fornecedores e compradores, as partes podem optar por fixarem cláusulas para pagamentos concentrados do crédito ofertado, reduzindo, assim, os custos de gerenciamento de faturas. A construção deste relacionamento implica investimentos de longo prazo, os quais podem ser considerados como “*sunk costs*” para os fornecedores (WILNER, 2000) e pelo qual os clientes estabelecem uma confiança de suprimento contínuo de mercadorias e de extensão automática de crédito, pois o fornecedor tem a vantagem de monitorá-los mais frequentemente por meio de vendedores, supervisores comerciais e entregadores.

Um outro raciocínio inerente a custos de transação refere-se à otimização da gestão de estoque em firmas com demanda sazonal, como, por exemplo, fabricantes de material escolar, de moda e de datas comemorativas. Para manter um nível de operação estável ao longo do ciclo, geralmente, essas firmas incorrem em custos de armazenagem e de financiamento do carregamento de estoques. Nesse caso, umas das alternativas seria a firma oferecer TC para clientes de forma seletiva com o intuito de administrar o fluxo de pedido e, conseqüentemente, seu nível de estoque (EMERY, 1987), transferindo, desse modo, os custos de armazenagem para seus clientes (SCHIOZER e BRANDO, 2011). Por exemplo, um dos dirigentes entrevistados do setor de comércio e distribuição relata que fecha contrato em julho de cada ano, com um fornecedor com grande poder de mercado no segmento de cadernos, para começar a receber, parceladamente, estoques comprados sob programação de outubro a dezembro. O início dos pagamentos ocorre a partir de março do ano seguinte. As indústrias de tintas para construção também adotaram estratégia para reduzir custos de carregamento de estoques ao instalarem pequenas máquinas misturadoras nas lojas de varejo.

O grau de diferenciação do produto também pode estar associado à oferta de TC. Seu papel é semelhante a vários outros instrumentos de promoção comercial, tais como anúncios e publicidades para diferenciar produtos de concorrentes. Para Burkart e Ellingsen (2004), os fornecedores de produtos diferenciados e com singularidades são mais propensos a realizar vendas a prazo, ofertando TC, do que aqueles que vendem produtos padronizados. Fisman e Love (2003) mostraram que os padrões de uso de TC variam amplamente entre as indústrias, sugerindo que as diferenças em características dos produtos e no mercado de atuação são fatores importantes na determinação do TC. Estes resultados são consistentes com os encontrados por Smith (1987), ao associar singularidades e qualidade dos produtos diretamente à oferta de TC.

A idade e o porte das firmas também são preditores de oferta de TC. As firmas mais jovens e as pequenas, possivelmente, pouco confiáveis e ainda com baixa reputação empresarial, e as mais restritas financeiramente tendem a ofertar mais TC para clientes com grande poder de mercado do que quando o cliente é uma firma pequena (DELLANNAY, 2007). Entre as razões, estão os objetivos de crescerem mais rapidamente, ganharem participação de mercado, a necessidade para tornarem-se mais competitivas, conquistarem credibilidade e, também, o perfil de menor risco daqueles clientes. Porém esta relação é não linear. A taxa média de oferta de TC é de 15% ao ano, durante os cinco anos iniciais de vida, e em seguida, declina entre 10 e 15%, quando então se estabiliza após o sétimo ano de vida. Este resultado, parece paradoxal, entretanto justificável, pois os lucros retidos na fase de crescimento são insuficientes para financiar o crescente aumento das vendas acompanhadas de oferta de crédito. Consistente com estes resultados, Cunningham (2005) também identificou padrões de comportamento semelhantes em firmas canadenses.

2.7.2 TC como complemento de empréstimos bancários

A oferta de TC sinaliza informações favoráveis para outros potenciais emprestadores. Dessa maneira, o TC atua como sinalizador de reputação de créditos para bancos e outros fornecedores menos informados ou entrantes, o que suporta a hipótese de complementaridade de *trade banking* ao TC (MATIAS, 2006). Firmas que recebem mais TC garantem financiamentos de bancos relativamente desinformados.

Para Soufani e Poutziouris (2004), firmas de porte diferente apresentam comportamentos de oferta de TC diferente (reputação), ou seja, firmas menores tendem a ofertar mais TC e firmas com idades diferentes também (confiabilidade), ou seja, as mais novas ofertam, proporcionalmente, mais crédito que as mais velhas. Firmas com acesso a fontes de financiamentos externos tendem a ofertar mais TC, atuando, por conseguinte, como intermediadoras de crédito para as firmas racionadas.

Alphonse, Ducret e Séverin (2004) analisaram dados de pequenas empresas americanas e encontraram evidências de que o *trade credit* usado pelas firmas ajuda a melhorar a reputação destas para a contratação de créditos bancários. Os resultados mostraram, ainda, que o *trade credit* funciona como uma sinalização da qualidade de crédito da firma e, desse modo, facilita o acesso a dívidas/empréstimos bancários. Estes resultados estão consistentes com os de Matias (2006) para as MPEs portuguesas e espanholas. Em países onde a regulação

legal é fraca, as firmas têm meios de mitigar os problemas de uso do TC melhor que os bancos, pois as mercadorias vendidas podem ser recuperadas e revendidas no mercado novamente. Os bancos não dispõem dessa habilidade.

2.7.3 TC como substituto de empréstimos bancários

O uso do TC como substituto de financiamentos institucionais pode ocorrer particularmente para aquelas empresas, as quais não têm acesso a crédito bancário pois têm subpadrões de merecimento de créditos, ou operam em períodos de restrição monetária. Empresas que têm problemas de fluxos de caixa negativos ou queda de vendas demandam mais TC. A razão recai na inabilidade das firmas em realizar maior volume de vendas à vista, principalmente em momentos de queda de atividade econômica. O TC ofertado por empresas maiores, que são relativamente menos afetadas pela diminuição de crédito na economia, atua como colchão de liquidez para as empresas tomadoras, suavizando, assim, os efeitos de restrição ao crédito bancário (SCHIOZER e BRANDO, 2011).

Adicionalmente, firmas tendem a oferecer mais TC ao gerarem mais recursos internos. No entanto o desempenho financeiro interno difere por meio do porte da firma. O comportamento aponta que firmas maiores e que fazem mais lucro ofertam menos TC que as pequenas e médias. Ocorrendo prejuízos, são somente as pequenas que reduzem as ofertas de TC. A análise do crescimento de vendas revela resultados distintos, de acordo com o porte: se crescimento é positivo, as pequenas tendem a ofertar mais TC. Se o crescimento é negativo, somente as grandes tendem a ofertar mais TC, pois elas têm mais acesso a financiamentos externos (SOUFANI e POUTIZIOURIS, 2004).

3. DERIVAÇÃO DE HIPÓTESES

O Capítulo 2 mostrou as diferentes teorias que oferecem os fundamentos para a formulação das hipóteses de trabalho deste estudo. Este Capítulo exhibe a derivação das hipóteses de trabalho com base na literatura apresentada. Três hipóteses comparando variáveis entre MPEs brasileiras e britânicas foram desenvolvidas. A primeira compara a frequência média de revisão de rotinas de gestão do capital de giro e a segunda e terceira testam se o nível de créditos comerciais (*trade credit*) ofertado e demandado é diferente entre as MPEs brasileiras e britânicas. Em seguida, as hipóteses de associação entre fatores demográficos, operacionais e financeiros e os estilos de gestão foram elaboradas para identificar os determinantes dos estilos de gestão do capital de giro a fim de comparar os resultados deste estudo com os do Reino Unido. Duas proposições adicionais completam este Capítulo. Uma relaciona os fatores latentes de oferta de crédito a clientes e gestão de caixa e a outra associa o construto de gestão de caixa ao de estoques.

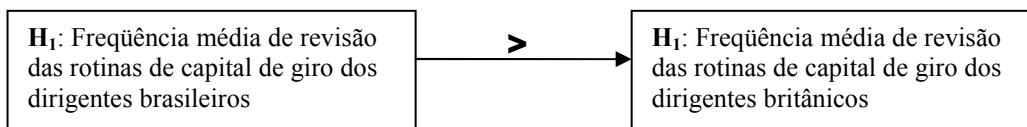
3.1 Hipóteses de trabalho

A revisão das estruturas teóricas apresentada no Capítulo 2 sugere que as MPEs podem não ser entidades homogêneas com relação às suas práticas de administração de capital de giro. Os resultados encontrados por Howorth e Westhead (2003), para as MPEs britânicas, corroboram as previsões daquelas teorias. Essas evidências reforçam a ideia de que a adoção de rotinas particulares de administração financeira por MPEs podem estar associadas a variáveis vinculadas com os diferentes estágios de crescimento da firma (CHURCHILL e LEWIS, 1983; DODGE e HOBBS, 1992), com a disponibilidade e a orquestração de recursos estratégicos (BARNEY, 2011), com os requerimentos informacionais e os conflitos de interesses de partes relacionadas (JENSEN e MECKLING, 1976) e com os custos de transações (WILLIAMSON, 1976) inerentes ao negócio. Com o suporte dessas teorias, que se complementam para explicar as complexas relações da administração do capital de giro, desenvolvem-se, a seguir, as hipóteses a serem testadas neste estudo.

3.1.1 Hipóteses comparando Brasil e Reino Unido

O segundo objetivo deste estudo foi comparar o nível da disposição a controlar as práticas de gestão do capital de giro (frequência com que revisa as rotinas) dos dirigentes brasileiros com os britânicos.

A Figura 2, mostra as variáveis e a direção esperada da hipótese 1.



Fonte: Elaboração própria.

Figura 2: Hipótese entre a disposição a controlar as práticas de capital de giro entre dirigentes brasileiros e britânicos.

As imperfeições de mercado financeiro diferem, consideravelmente, entre países (LEVINE, 2004). Como consequência, o ambiente de negócios e as decisões empresariais ficam dependentes do modelo de sistema financeiro adotado no país de operação da empresa.

O sistema financeiro influencia quem pode iniciar ou não um negócio, gerando, assim, uma desigualdade no nível de crescimento econômico entre os países (DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE, 2009). As teorias sobre desenvolvimento sugerem que melhores sistemas financeiros facilitam o acesso às informações e diminuem os custos de transação (LEVINE, 2004). Para Demirgüç-Kunt e Levine (2009), as MPEs são as empresas que mais se beneficiam do desenvolvimento financeiro, pois este afeta o acesso dessas firmas a recursos para investimento. Na visão de Petersen e Rajan (1994), uma importante medida da eficiência do sistema financeiro é a extensão pela qual as MPEs são criadas e têm acesso ao capital necessário para crescerem.

Assim, as diferenças entre os fundamentos econômicos do Brasil e do Reino Unido, no que se refere ao ambiente legal, fiscal e institucional, grau de desenvolvimento do mercado financeiro e, principalmente, custo de captação no mercado bancário, devem afetar as decisões empresariais.

Dessa forma, dado o maior custo do financiamento bancário das empresas brasileiras, em comparação às britânicas, e maior dificuldade de acesso ao financiamento externo à firma, espera-se que os gestores brasileiros dediquem maior parte de seu tempo a atividades

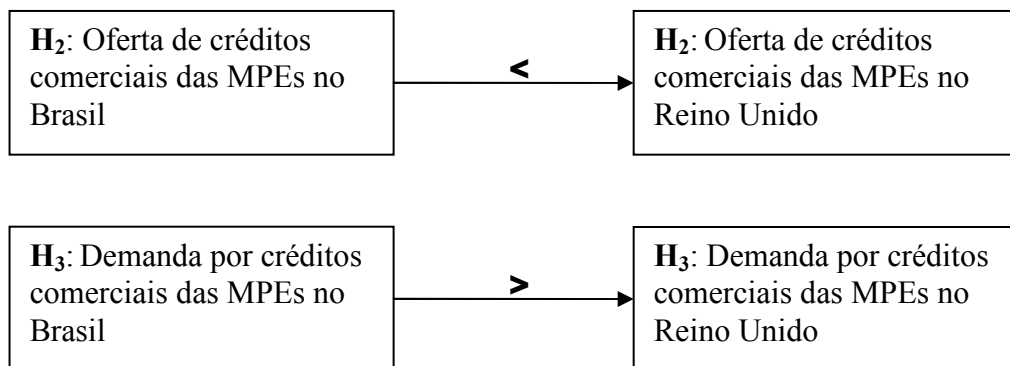
relacionadas à gestão financeira de curto prazo (e portanto, revisem com mais frequência as rotinas de gestão do capital de giro), de forma a otimizar a utilização dos recursos de curto prazo e minimizar o volume e prazo dos financiamentos bancários.

Nesse cenário, como o custo do financiamento externo é muito maior no Brasil do que no Reino Unido, a otimização dos fluxos financeiros de curto prazo tem um maior retorno marginal no Brasil do que no Reino Unido, o que é mais um motivo para crer que gestores brasileiros revisem as atividades de gestão do capital de giro com maior frequência que os britânicos. Assim, com base no exposto antes formula-se a primeira hipótese:

H₁: A frequência média de revisão das rotinas de capital de giro é maior no Brasil do que no Reino Unido.

O terceiro objetivo deste estudo foi confrontar as políticas de oferta e de demanda de créditos comerciais entre firmas brasileiras e britânicas.

A Figura 3, a seguir, exhibe as hipóteses de trabalho sobre a oferta e demanda de créditos comerciais entre MPEs brasileiras e britânicas.



Fonte: Elaboração própria.

Figura 3: Hipóteses entre a oferta e a demanda por créditos comerciais entre MPEs do Brasil e do Reino Unido.

O crédito comercial é uma importante fonte de capital para firmas com pouco acesso a empréstimos bancários. Diante da dificuldade de acesso ao crédito bancário, as firmas podem se valer do crédito comercial decorrente dos relacionamentos com os agentes da cadeia produtiva para sustentar suas operações e, eventualmente, crescerem, podendo ser a única fonte de financiamento externo, quando as firmas são jovens (MELTZER, 1960). Desse

modo, a sua utilização pode ocorrer muito mais por necessidade do que por escolha (PETERSEN e RAJAN, 1994). Assim, a demanda por crédito comercial deve ser tanto maior quanto menor o acesso ao financiamento bancário, ou maior o custo desse tipo de financiamento.

O volume de crédito comercial concedido entre as partes é baseado em relacionamentos de longo prazo. Os fornecedores têm interesse em manter seus clientes em operação e, até mesmo, induzir seu crescimento. Ao suprir créditos renováveis, os fornecedores entendem que os riscos inerentes aos problemas de risco moral dos empréstimos são minimizados, pois presumem possuir melhores informações dos clientes que as instituições financeiras (LOVE e ZAIDI, 2010). Ao assumir essa função, as firmas que têm acesso a financiamentos no mercado financeiro parecem atuar como intermediadores para aquelas empresas com pouco acesso aos mercados.

Assim, uma boa medida do custo marginal de oportunidade do fornecimento de crédito comercial para firmas sem acesso aos mercados de capitais (caso de MPEs) é o custo do financiamento bancário de curto prazo. Já as firmas com maior capacidade de obter recursos no mercado de capitais, e a um custo menor, garantem mais crédito comercial para seus clientes (GARCÍA-TERUEL e MARTÍNEZ-SOLANO, 2010) e, possivelmente, conseguem incrementos de vendas por meio de fidelização do cliente. Em adição, Fisman e Love (2003) mostram que, em países com um sistema financeiro menos desenvolvido, as empresas de setores econômicos que utilizam mais crédito comercial crescem mais do que empresas de outros setores.

Dessa forma, a oferta de crédito comercial deve estar diretamente relacionada ao custo de captação, e, portanto, é de se esperar que as MPEs brasileiras ofertem menos crédito comercial que as britânicas. A partir dessa fundamentação, foi proposta a segunda e a terceira hipótese de trabalho:

H₂: As MPEs brasileiras ofertam menos crédito comercial aos clientes do que as britânicas.

H₃: As MPEs brasileiras demandam mais crédito comercial dos fornecedores do que as britânicas.

O Quadro 2, a seguir, exhibe as três hipóteses comparativas.

<i>Hipóteses</i>	<i>Sinal</i>	<i>Literatura de apoio</i>
H ₁ : A frequência média de revisão das rotinas de capital de giro é maior no Brasil do que no Reino Unido.	>	Levine (1996); (Wilson et. al, 1996)
H ₂ : As MPEs brasileiras ofertam menos crédito comercial aos clientes do que as britânicas;	<	Petersen e Rajan (1977); Love e Zaidi (2010)
H ₃ : As MPEs brasileiras demandam mais crédito comercial dos fornecedores do que as britânicas;	>	Petersen e Rajan (1977)

Fonte: Elaboração própria.

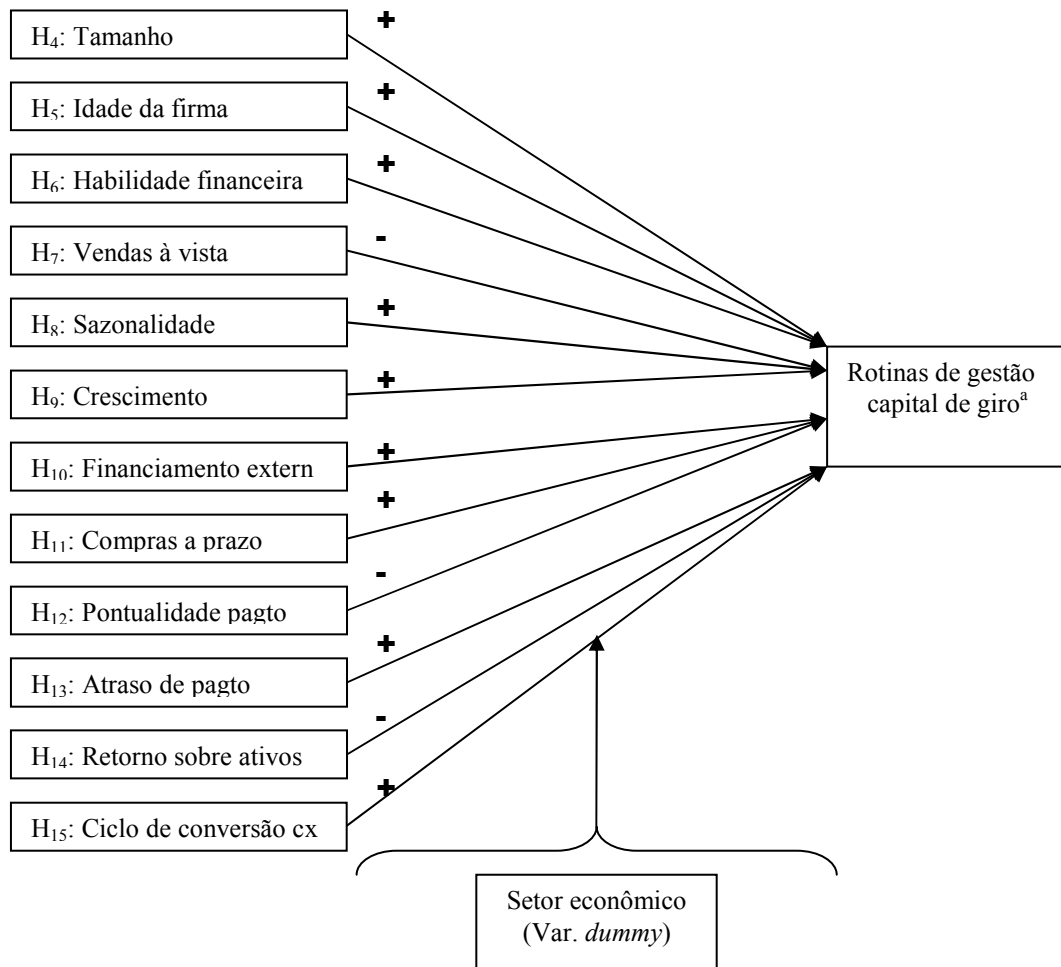
Quadro 2: Hipóteses comparativas entre firmas do Brasil e do Reino Unido, sinal de direção esperada e literatura de apoio.

3.1.2 Hipóteses sobre determinantes do estilo de gestão de capital de giro

Nesta seção, são formuladas as hipóteses de trabalho entre as variáveis independentes escolhidas com apoio da literatura de negócios, conforme revisão mostrada no Capítulo 2 e as práticas de gestão de capital de giro. Estas práticas de gestão também encontram amplo suporte teórico para uso no presente estudo e servirão para classificar as empresas em *clusters* – variáveis dependentes. A identificação da presença de *clusters* na amostra objetiva responder ao quarto objetivo da pesquisa (*identificar os focos de gestão de capital de giro no Brasil*) enquanto as hipóteses apresentadas, a seguir, visam responder ao quinto objetivo - investigar os determinantes dos focos predominantes de gestão do capital de giro. O Apêndice E mostra as 11 rotinas selecionadas, a intuição de cada e a literatura de suporte.

A Figura 4, a seguir, ilustra a direção de cada hipótese de trabalho deste estudo. O modelo por estágios de crescimento das pequenas firmas propõe uma dinâmica de desenvolvimento de acordo com a disponibilidade de recursos da firma. Evidências sugerem que é menos provável que firmas menores adotem rotinas de administração de capital de giro (PEEL e WILSON, 1996) e sistemas formais de planejamento e de controles financeiros (CHURCHILL e LEWIS, 1983; WESTON e BRIGHAM, 1984). Isso se justifica pela alta concentração de direitos de propriedade e pelo fato de o controle da gestão estar centralizado nos proprietários-gerentes das MPEs.

Conforme Berger e Udell (1998) e Sapienza et al. (2000), essas características parecem refletir a existência de um alto nível de conhecimento implícito das operações das firmas desse porte.



Nota. ^aAs 11 rotinas foram reduzidas pela análise fatorial em componentes principais para melhor interpretar os resultados do *survey*. Em seguida, os componentes principais foram usados para agrupar as empresas de acordo com a distância euclidiana entre os centróides dos *clusters*. Fonte: Elaboração própria.

Figura 4: Hipóteses de trabalho e direção da associação entre as variáveis

Como consequência, há pouca assimetria de informações dentro das firmas pequenas (WYNARCZYK et al., 1993). Em oposição, as partes externas relacionadas a essas firmas as consideram como de alto risco, em razão do alto nível de assimetria de informações decorrente do baixo nível de *disclosure* e escrutínio externo e, da falta de transparência da gestão.

À medida que a firma cresce, espera-se que a complexidade das suas operações aumente (DODGE e HOBBS, 1992), exigindo mais tempo, energia emocional e esforço pessoal a ser dedicado à gestão e ao controle (CHURCHILL e LEWIS, 1983). Em linha com esses autores, Khoury et al. (1999) argumentam que o crescimento das firmas induz a contratação

de gerentes especialistas – agentes – e, como consequência, sistemas formais de controle financeiro são requeridos como meio de monitorá-los. Contudo os retornos sobre investimentos em rotinas de administração de capital de giro são mais altos para firmas maiores, primeiro, por uma questão de escala, e, segundo, por reduzirem os problemas de agência (HOWORTH e WESTHEAD, 2003). Com base nesta discussão, deriva-se a seguinte hipótese:

H₄: O tamanho da firma está positivamente associado à revisão mais frequente das rotinas de capital de giro

O modelo teórico de crescimento por estágio (DODGE e HOBBS, 1992; CHURCHILL e LEWIS, 1983) sugere que firmas mais antigas podem adotar um estilo administrativo mais profissional e sistemas de controle mais sofisticados. Na medida que as organizações tornam-se mais maduras e adotam sistemas de planejamento e de controles administrativos e financeiros, a idade pode ser um fator relevante de redução de risco de fracasso para *stakeholders*. Hannam e Freeman (1984, p. 140) afirmam que “organizações mais maduras são menos propensas ao fracasso que as firmas novatas”. Em adição, Howorth e Westhead (2003) asseguram, ainda, que firmas mais jovens são associadas com a falta de experiência de mercado e, geralmente, têm poucos recursos disponíveis para investir em rotinas de administração de capital de giro. Assim, espera-se que:

H₅: A idade da firma está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro

As MPEs têm poucos recursos em termos de capital humano (CRESSY, 1996) e financeiro e são altamente dependentes do tempo e das aptidões do principal proprietário. Aos indivíduos que trabalham em firmas pequenas, é, frequentemente, requerido que tenham múltiplas aptidões e, em firmas ainda menores, a gestão financeira, quase sempre, é uma das responsabilidades do principal gerente-proprietário (MARRIOTT e MARRIOTT, 2000). O tempo do gestor, em pequenas empresas, pode ser um recurso escasso que tem um alto valor por si só. Os gestores de algumas firmas pequenas têm tempo limitado para se dedicar à administração de capital de giro (REID e JACOBSEN, 1988) e fornecer treinamento formal em habilidades de gestão financeira.

Na visão de Howorth e Westhead (2003), um indivíduo com baixo nível de habilidade financeira levará mais tempo para completar uma tarefa específica em relação a um gerente

com treinamento completo e, portanto, os *inputs* de recursos (e custos) podem ser maiores para o indivíduo principal. Assim, com base na discussão anterior, propõe-se a seguinte hipótese:

H₆: O nível de sofisticação financeira da firma está associado positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro.

Como visto no Capítulo de revisão da literatura, as teorias de oferta e de demanda de *trade credit* (PETERSEN e RAJAN, 1994; 1997) estão associadas aos componentes do capital de giro das firmas. Em complemento, tais decisões estabelecem também conexão com as teorias da agência (JENSEN e MECKLING, 1976) e a de custos de transações (WILLIAMSON, 1991), pois as questões de seleção adversa, do risco moral e de custos e benefícios de internalizar determinadas operações emergem como relevantes para as MPes. Nesse sentido, conhecer o perfil do comportamento das vendas da firma torna-se crítico tanto para dimensionar o capital de giro requerido como para decidir a estratégia de financiá-lo.

A proporção de vendas à vista pode afetar positivamente a rentabilidade das firmas. As evidências (DELOOF, 2003) sugerem que firmas com alta proporção de vendas à vista geralmente registram maior liquidez, maior confiança nos fluxos de caixa e poucos devedores para administrar. Assim, sempre que o porcentual de vendas à vista for elevado, a rentabilidade da firma torna-se alta.

Nessas situações, o saldo operacional de caixa da firma tende a ser sempre positivo e, com essa folga de recursos, há pouco incentivo para implementar controles de gestão de capital de giro mais refinados em função do confortável nível de liquidez existente.

Como decorrência, se o giro de estoque estiver suficientemente calibrado e o *trade credit* for demandado, o ciclo de conversão de caixa pode ser negativo, transformando-se numa fonte de financiamento para aquisição de ativos permanentes. Alternativamente, o excesso de liquidez pode ser utilizado para se obter descontos no volume de compras à vista. Em ocorrendo essa decisão, pouco esforço gerencial pode ser despendido para controles de contas a pagar e do fluxo de caixa. Com base nessas discussões, formulam-se as seguintes hipóteses:

H_{7a}: A proporção de vendas à vista está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro

H_{7b}: A proporção de vendas à vista está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de recebíveis e de fluxo de caixa

O comportamento da oferta e da demanda por produtos e serviços sazonais afeta as contas do capital de giro e a sua forma de gestão. A questão central é como financiar essa parcela temporária de capital de giro incremental. Essa decisão pode ser analisada à luz dos fundamentos oferecidos pelas teorias de recursos, dos custos de transação e de relações de agência. As firmas industriais que produzem produtos sazonais, geralmente, têm ciclos de conversão de caixa maiores, pois precisam produzir com antecedência os produtos para distribuir ao varejo. Como consequência, as firmas manufatureiras requerem maiores volumes de financiamento, aumentando, assim, o seu capital de giro, podendo dessa forma elevar os investimentos em estoques de matérias-primas e de produtos acabados. Usando amostra de firmas brasileiras de capital aberto, Palombini e Nakamura (2012) encontraram relação positiva significativa entre dívida e capital de giro, enquanto Schiozer e Brando (2011) reportam relação direta entre dívida e oferta de *trade credit*.

Uma das estratégias para minimizar os custos de transações e de carregamento de estoques é ofertar *trade credit* em condições mais favoráveis aos distribuidores e varejistas, como o incentivo de venda, como o aumento do prazo e da quantidade de parcelas de pagamento para a antecipação de compras e desova de estoques. Isso impõe às firmas a necessidade de implantar rotinas de controle de administração de estoques, de crédito e de cobranças, dado o valor significativo de capital investido em estoques e em recebíveis, respectivamente. Em adição, esses recebíveis têm função estratégica, pois podem também ser usados como colaterais para financiar o acréscimo de capital de giro nesse período (BURKHART e ELLINGSEN, 2004). Tal função dos recebíveis foi verificada empiricamente em empresas brasileiras por Schiozer e Brando (2011).

Por outro lado, o capital de giro das firmas que demandam produtos e serviços sazonais também é afetado pela incerteza de consumo. A aquisição antecipada de compras implica manter maiores volumes de estoques e de contas a pagar. Conforme Howorth e Westhead (2003), empresas com produtos sazonais encontrarão mais dificuldades em prever fluxos de caixa, dívidas e necessidades de estoque. Nesse contexto, espera-se que a adoção de rotinas de gestão de capital de giro por firmas que operam com produtos sazonais – demanda e oferta – esteja associada aos benefícios de redução do risco de falta de liquidez. Com base nessa discussão, formula-se a seguinte hipótese:

H₈: A sazonalidade dos produtos e serviços ofertados ou demandados está positivamente associada com a adoção de rotinas de administração de capital de giro

Conforme a natureza teórica do modelo de estágio de desenvolvimento das pequenas empresas, o crescimento é o centro dos desafios enfrentados pelos proprietários para obterem sucesso (CHURCHILL e LEWIS, 1983). Em adição, crescer implica também administrar os potenciais problemas de agência que surgem em decorrência do aumento da quantidade de relacionamentos, tanto com novos fornecedores e prestadores de serviços como com novos clientes, e ainda dos custos de transação.

O crescimento tem impacto direto no valor do capital de giro requerido para financiar o aumento das operações. Se o ciclo de conversão de caixa for positivo e se os valores dos seus componentes se mantiverem constantes, quanto maior o volume de vendas, maior a necessidade de recursos para financiar esse acréscimo nas contas a receber. Se houver, ainda, simultaneamente, a liberalização na concessão de crédito e nos prazos, visando ganhar mercado com aumento de vendas, esse recursos serão duplamente pressionados por esses valores.

Nesse sentido, aumentar as operações sem dimensionar corretamente o volume adicional de financiamento necessário e garantir esses recursos pode ser um caminho sem volta para uma firma, pois o seu fluxo de caixa se deteriorará rapidamente. Uma das maneiras de mitigar esse risco é estruturar e implementar práticas e rotinas eficazes para administrar os componentes do capital de giro nas firmas. Nesse propósito, espera-se que a adoção dessas rotinas de controle possa beneficiar o crescimento das firmas de maneira sustentável. Com base nessa discussão, formula-se a seguinte hipótese:

H₉: O desejo de crescimento no tamanho do negócio está associado positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro.

Conforme a teoria da agência, embora as pequenas firmas sejam menos influenciadas por acionistas externos (não pertencentes ao grupo de controle), os requerimentos informacionais de fornecedores de financiamento, de estoques e de outros agentes externos podem impactar suas operações. Por exemplo, o crescimento da firma pode ficar comprometido se as informações requeridas não forem fornecidas de modo consistentes e claras para o mercado formal de crédito conceder financiamento por meio de dívida.

Contudo, de acordo com a teoria dos recursos, as MPEs que enfrentam restrições de recursos financeiros, organizacionais e humanos podem enfatizar a satisfação dos

requerimentos das partes externas em detrimento dos seus próprios controles administrativos internos (HOWORTH e WESTHEAD, 2003). Para esses autores, as firmas que utilizam financiamento externo podem investir recursos adicionais em rotinas de administração de capital de giro, de modo a satisfazer os requerimentos dos investidores externos. Em adição, espera-se que as MPEs que se utilizam com maior frequência de financiamento externo do mercado de crédito monitorem os seus fluxos de caixa e também produzam orçamentos de caixa mais frequentemente. Com base nessa discussão, derivam-se as seguintes hipóteses:

H_{10a}: A frequência de uso de fontes externas de financiamento está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro.

H_{10b}: A frequência de uso de fontes externas de financiamento está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de caixa.

Em complemento, os fundamentos de *trade credit* e de agência permitem estabelecer as conexões de influência que fornecedores e clientes individuais podem ter nas operações das MPEs. O poder de mercado de alguns grandes fornecedores pode impor condições rígidas para a concessão de crédito, além de procedimentos de pagamentos formais, e/ou também exigir que os pedidos de mercadorias e/ou de matérias-primas atendam a quantidades mínimas estabelecidas. Estas situações comerciais ocorrem quando grandes fornecedores ofertam crédito para as MPE ou quando estas tornam-se pequenos fornecedores de grandes distribuidoras ou indústrias.

Por outro lado, operar com grandes clientes também pode afetar o capital de giro das MPEs quando se exigem prazos e volumes de compras maiores. Sempre que o volume de vendas aumenta e os prazos são ampliados, o capital de giro requerido para financiar esse nível de operações também evolui. Em oposição, o crescimento de compras a prazo amplia o risco financeiro da firma. Nesse sentido, uma forma de mitigar a exposição ao risco de falta de liquidez é a implementação de rotinas de administração de capital de giro.

Adicionalmente, as teorias dos custos de transação, de *trade credit* e do estágio de crescimento fornecem os fundamentos para se compreender por que os dirigentes priorizam algumas práticas de controle do capital de giro em detrimento de outras. De acordo com Howorth e Westhead (2003), para minimizar os custos totais, as firmas que utilizam crédito comercial mais intensamente e que mostram algum poder de barganha podem perceber potenciais benefícios de retornos financeiros superiores ao ajustar os momentos de pagamentos e o tamanho dos pedidos de mercadorias. Evidências sugerem que pequenas

firmas podem focar recursos em áreas-problemas de administração de capital de giro, particularmente, em que o retorno potencial sobre investimentos pode ser relativamente alto. Isto pode também levar ao aumento da formalização de procedimentos de controle de estoques e de crédito. Com base nessa discussão, formulam-se as seguintes hipóteses:

H_{11a}: A porcentagem de compras a prazo está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro.

H_{11b}: A porcentagem de compras a prazo está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de crédito e de estoques.

As teorias de *trade credit* e de agência têm potencial em explicar o comportamento de clientes inadimplentes e o seu impacto para gestão financeira de curto prazo. Assim, as MPEs com altos níveis de atraso de pagamento por devedores podem ganhar retornos positivos com a administração eficiente de dívidas (HOWORTH e WESTHEAD, 2003). Se a firma tem folga de fluxo de caixa obtida em decorrência da capacidade interna de geração de caixa, os atrasos de pagamentos podem resultar em ganhos financeiros, pois, dado o custo de oportunidade, a manutenção de liquidez em excesso tem valor presente líquido negativo.

Nesse sentido, o recebimento de penalidades legais previstas – multa e juros de mora - pode ser mais interessante que receber os créditos com pontualidade. Como decorrência desse aspecto, a adoção de sistemas formais de controle de administração de contas do capital de giro pode se mostrar benéfica para as MPEs. Em adição, firmas com problemas de fluxo de caixa podem focar seus esforços mais sobre administração de fluxo de caixa do que em outras áreas de gestão de capital de giro. Essa discussão possibilita o desenvolvimento das seguintes hipóteses:

H_{12a}: A maior porcentagem de clientes que pagam no vencimento está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro

H_{12b}: A maior porcentagem de clientes que pagam no vencimento está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de crédito.

Como consequência da inadimplência de clientes, as MPEs, por sofrerem de restrição financeira, ainda podem transmitir esse comportamento para sua cadeia de credores (BOISSAY e GROPP, 2007). Conforme os fundamentos da teoria da agência e dos custos de

transação, esse comportamento oportunista gera o problema de risco moral da firma com seus credores, e a qualidade do crédito para transações futuras pode vir a ficar prejudicada. Uma das maneiras de mitigar esse risco consiste na adoção de rotinas de controle financeiro de capital de giro, e em especial, nas práticas de administração de caixa.

Porém, como as MPEs sofrem restrições financeiras pelo mercado de crédito e uma vez que os recursos internos podem ser insuficientes para pagar seus fornecedores, a alternativa imediata para essas firmas consiste em estender unilateralmente o crédito recebido dos fornecedores, atrasando o pagamento correspondente ao crédito recebido. Howorth e Wilson (1999, p. 307), argumentam ainda que “firmas que pagam seus fornecedores com atraso o fazem por que entendem essa decisão como uma fonte legítima de financiamento” pois, o relacionamento comercial já prevê cobrança de juros de mora e multas por atraso nos pagamentos de títulos de dívidas. Evidências encontradas por Howorth e Wilson (1999) mostram que 84% das firmas britânicas atrasaram, alguma vez, os pagamentos de compras a prazos aos fornecedores.

Esses resultados sugerem que o problema de agência do risco moral é visto como uma atitude legítima e que a reputação de crédito não será comprometida em razão do relacionamento profícuo e à confiança existente entre fornecedor e comprador. Por outro lado, pode-se também postular que essas atitudes oportunistas não são voluntárias e sim decorrentes da falta de conhecimento quanto ao uso de instrumentos gerenciais de controle. Nesse caso, é razoável também supor que firmas que se comportam dessa maneira (atrasando o pagamento de obrigações com fornecedores), o fazem porque a administração de crédito e de cobrança dos fornecedores são ineficientes e o TC é para estas firmas uma fonte de financiamento flexível e barata quando comparada à condição de racionamento de crédito a que são submetidas as MPEs. Com base nesses argumentos, outras duas hipóteses são propostas:

H_{13a}: A frequência de atraso no pagamento a fornecedores está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro

H_{13b}: A frequência de atraso no pagamento a fornecedores está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de caixa.

De acordo com a teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1991) quanto maior a incerteza associada a uma transação, maiores são seus custos. Em complemento, a teoria dos estágios de crescimento (CHURCHILL e LEWIS, 1983) prevê que as MPEs novatas experimentam altos níveis de incerteza sobre a sua trajetória futura e que essa variável limita a

firma em alcançar a expansão. Por outro lado, parte dessas firmas consegue superar as dificuldades desse estágio, acumulam recursos financeiros próprios e/ou os obtêm de terceiros e passam a vivenciar o estágio de sucesso. A sua base de ativos e de recursos se amplia e mensurar a produtividade do capital passa a ser um requerimento necessário para se avaliar o desempenho do negócio.

Nesse cenário, muitas optam pela estratégia de sobrevivência. Nesse estágio, inevitavelmente, começa a ocorrer a delegação de responsabilidades com a contratação de agentes profissionais e o uso de sistemas administrativos mais elaborados começa a fazer parte da rotina da organização. Dentre esses sistemas, um dos primeiros a ser implementado são os controles financeiros.

O retorno econômico da adoção de técnicas de administração do capital de giro são, comparativamente, mais elevado para firmas que lidam com maiores incertezas e fluxos de caixa menos previsíveis (HOWORTH e WESTHEAD, 2003). Medidas de eficiência do uso do ativo e de seus componentes são utilizadas tanto como parâmetros de avaliação da gestão financeira de curto prazo quanto para a decisão de fixação de políticas de estoques e de concessão de crédito. Firms que são mais consistentemente rentáveis que outras terão mais lucros retidos disponíveis e, portanto, menos incertezas do comportamento das entradas no fluxo de caixa para financiar suas operações. Com base nesses argumentos, deriva-se a seguinte hipótese:

H₁₄: Firms com maiores retornos sobre ativos totais são negativamente associadas com a adoção de rotinas de capital de giro.

A duração do ciclo de produção afeta positivamente a necessidade de capital de giro. Quanto maior for o ciclo de produção, maiores serão os volumes de capital investidos em estoques de matérias-primas e de produtos acabados (DELOOF, 2003). Como consequência, o financiamento desse ativo pode tornar-se crítico para as MPEs que sofrem de restrições financeiras no mercado de crédito. Nesse sentido, espera-se que as MPEs com ciclos de produção mais longos tenham o potencial de aumentar os benefícios dos recursos investidos em sistemas de controle, ao adotar rotinas tanto de administração de capital de giro como dar foco naquelas inerentes à gestão de estoques. Essa fundamentação oferece suporte para a formulação das seguintes hipóteses:

H_{15a}: Firms que reportam ciclos de produção longos são positivamente associadas com a adoção de rotinas de administração de capital de giro.

H_{15b}: Firms que reportam ciclos de produção longos são positivamente associadas com a adoção de rotinas de administração de estoque.

Além das características das firmas utilizadas no desenvolvimento das hipóteses, os resultados deste estudo também foram controlados pela influência do setor de atividade econômica à qual a firma pertence: indústria, prestação de serviço, construção civil e comércio/distribuição. Conforme Howorth e Westhead (2003), a atividade industrial principal de uma firma pode impactar o desempenho dos negócios. Embora as características específicas da indústria possam impactar a adoção de rotinas de administração de capital de giro, é esperado ainda que a influência da indústria seja associada com a duração do ciclo de produção, com as normas da indústria, e com a duração do crédito comercial dado.

<i>Hipóteses</i>	<i>Sinal esperado</i>	<i>Literatura de apoio</i>
H ₄ : O tamanho da firma está positivamente associado à revisão mais frequente das rotinas de capital de giro.	+	Petersen e Rajan (1994, 1997); García-Teruel e Martínez-Solano (2010)
H ₅ : A idade da firma está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	+	Petersen e Rajan (1994, 1997)
H ₆ : O nível de sofisticação financeira da firma está associado positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	+	Howorth e Westhead (2003)
H _{7a} : A proporção de vendas à vista está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	-	García-Teruel e Martínez-Solano (2010)
H _{7b} : A proporção de vendas à vista está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de recebíveis e de fluxo de caixa	-	García-Teruel e Martínez-Solano (2010)
H ₈ : A sazonalidade dos produtos e serviços ofertados ou demandados está positivamente associada com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	+	Howorth e Westhead (2003)
H ₉ : O desejo de crescimento no tamanho do negócio está associado positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	+	Dodge e Hobbins (1992)
H _{10a} : A frequência de uso de fontes externas de financiamento está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	+	Deloof e Jegers (1999); Camargos et al. (2010)
H _{10b} : A frequência de uso de fontes externas de financiamento está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de caixa	+	Deloof e Jegers (1999); Camargos et al. (2010)

Continua na próxima página.

Continuação da página anterior.

H _{11a} : A percentagem de compras a prazo está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	+	García-Teruel e Martínez-Solano (2010)
H _{11b} : A percentagem de compras a prazo está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de crédito e de estoques.	+	García-Teruel e Martínez-Solano (2010)
H _{12a} : A maior percentagem de clientes que pagam no vencimento está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	-	Howorth e Westhead (2003)
H _{12b} : A maior percentagem de clientes que pagam no vencimento está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de crédito.	-	Howorth e Westhead (2003)
H _{13a} : A frequência de atraso no pagamento a fornecedores está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro.	+	Wilson et al. (1996)
H _{13b} : A frequência de atraso no pagamento a fornecedores está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de caixa.	+	Wilson et al. (1996)
H ₁₄ : O retorno sobre o ativo total está associado negativamente com a adoção de rotinas de capital de giro.	-	Howorth e Westhead (2003)
H _{15a} : A duração do ciclo de produção está associada positivamente com a adoção de rotinas de capital de giro.	+	Deloof (2003); García-Teruel e Martínez-Solano (2010)
H _{15b} : A duração do ciclo de produção está associada positivamente com a adoção de rotinas de estoques.	+	Deloof (2003); García-Teruel e Martínez-Solano (2010)

Fonte: adaptado de Howorth e Westhead, (2003).

Quadro 3: Hipóteses dos fatores determinantes sobre os estilos de gestão de capital de giro em MPes

O Quadro 3 resume as hipóteses de trabalho, o sinal esperado do relacionamento e a literatura de apoio dos determinantes do estilo de gestão de capital de giro.

3.1.3 Proposições entre os construtos de oferta de créditos comerciais e de estoques

As duas proposições formuladas nesta seção intenta ao sétimo objetivo desse estudo - investigar a relação entre os construtos de gestão de oferta de crédito comercial e de estoques.

A Figura 5, a seguir, ilustra o modelo entre as variáveis e a direção da associação.



Fonte: Elaboração própria.

Figura 5: Associação entre construtos.

O capital interno é a principal fonte de fundos para financiar investimentos corporativos (ISLAM e MOZUNDAR, 2007). Testes diretos realizados por esses autores mostram que existe um relacionamento fortemente negativo entre o desenvolvimento do mercado financeiro sobre a sensibilidade de investimento ao fluxo de caixa. Lamont (1997) estimou que, no período de 1981-1991, os fundos internos financiaram mais de 75% dos dispêndios de capital de firmas não-financeiras norte-americanas. Isto mostra confiança na geração de caixa próprio. Em especial, nas firmas que são restritas financeiramente pelo mercado de crédito. Baum et. al., (2011) encontraram resultados em linha com a teoria de *pecking order* de Myers (1977), a qual sugere que firmas preferem financiamentos internos a externos. Se seu fluxo de caixa gerado é maior que o dispêndio de capital, a firma pode investir em ativos líquidos e vice versa.

Firmas que são capazes de gerar mais fundos internos tem ciclos comerciais líquidos de maior duração (BAÑOS-CABALLERO, GARCÍA-TERUEL e MARTÍNEZ-SOLANO, 2010). Myers e Majluf (1984), mostram evidências de que firmas preferem fundos internos a externos e, também, dívidas a aumento de capital. Em adição a esta preferência na ordem de fontes de financiamento, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) sugerem ainda que os investimentos das firmas dependem de outros fatores financeiros, tais como disponibilidade de recursos internos e do nível de acesso ao mercado de capitais ou do custo de financiamento. Assim, o nível de investimento em capital de giro mantido pelas firmas também pode ser sensível a estes fatores. Nesse sentido, as condições de negociação envolvendo prazos de recebimento, porcentuais de desconto para pagamento antecipado e volume do crédito ofertado, tornam-se críticas para a adequada gestão de liquidez das firmas.

No entanto, as MPEs não têm poder de barganha para negociar com grandes fornecedores e parecem utilizar-se de uma política de administração de capital de giro agressiva. As evidências apontam que as firmas que são capazes de gerar mais fundos internos têm um ciclo comercial mais longo, o que é consistente com o argumento de Fazzari e

Petersen (1993) de que o investimento em capital de giro pode ser restringido pela falta de fundos internos. Assim, fundamentado nesses argumentos formula-se a seguinte proposição:

P₁: O construto de gestão de oferta créditos comerciais está associado positivamente ao construto de gestão de caixa nas MPEs.

Diferenças em aspectos como cultura, sistemas de leis (LA PORTA et. al, 1997), barreiras de proteção de mercado, grau de desenvolvimento do sistema financeiro e da indústria podem induzir os empresários a focar a gestão do capital de giro de maneira também diversa (ETIENNOT, PREVE e SARRIA ALLENDE, 2011), pois ela pode ser influenciada pelas características do ambiente local de operações das firmas. No entanto, ainda pouco se sabe a respeito da percepção dos empresários quanto ao foco destes em relação à administração do capital de giro. Howorth e Westhead (2003) identificaram quatro tipos de foco gerencial em MPEs do Reino Unido: 1) foco em administração de caixa; 2) foco na gestão de estoques; 3) foco na gestão crédito e de contas a receber; e 4) aquelas sem foco específico ou com atenção homogênea das rotinas de gestão.

Uma diferença fundamental é que as MPEs, especialmente as brasileiras, podem ter pouco acesso aos empréstimos bancários e, quando os têm, os custos da transação financeira são altos, e assim dependem mais intensamente tanto da geração de caixa interno como do financiamento de seus fornecedores. Conseqüentemente, o aumento no volume de concessão de crédito a clientes, visando ao aumento das vendas ou ganho de participação de mercado, passa a depender tanto do fluxo de recursos internos gerados pelas operações das empresas como das condições de *trade credit* estabelecidas (tanto ofertado como demandado).

Para Howorth (1999), as exigências de fornecedores de financiamentos e de outros agentes externos podem impactar negativamente as operações das empresas de menor porte, ao fazerem exigências e solicitar informações sobre aspectos de governança. Diante de contingências dessa natureza e de outras, como incerteza de demanda (REID e SMITH, 2000), condições ambientais (GORDON e MILLER, 1976) e de variáveis de produção (HAYES, 1977), espera-se que as firmas invistam em recursos de tecnologia e humana para estruturar tanto a gestão financeira como a de estoques, a fim de melhor monitorar a gestão de prazos. Em decorrência, a escassez de recursos e custos de financiamentos caros provocados por choques exógenos podem levar a uma maior atenção da gestão dos ativos e passivos de curto prazo.

Isso requer sistemas de controle cada vez mais sofisticados e integrados sobre as ações gerenciais, bem como a avaliação dos impactos das decisões de agentes no desempenho dos

negócios. No entanto, as empresas de pequeno porte podem apresentar recursos insuficientes para implantar sistemas formais de controle ampliando, assim, a percepção de risco por parte de credores.

Dessa forma, ao mesmo tempo em que sistemas mais sofisticados facilitam o acesso ao crédito, seu custo pode não ser viável por falta de escala. Por outro lado, imposições legais e tributárias (por exemplo, a compulsoriedade da implantação da nota fiscal eletrônica integrada ao fisco no Brasil) obrigam os gestores a adotar níveis mínimos de sistemas de informação.

No entanto essas empresas têm poucos recursos humanos capacitados (CRESSY, 1996) e, em geral, são altamente dependentes de habilidades e do tempo disponível do proprietário principal (HOWORTH e WESTHEAD, 2003). Ainda de acordo com Agyei-Mensah (2010), os gestores das MPEs têm educação formal limitada e pouca habilidade administrativa e financeira.

Colpat, Martinewsky e Villela (2007), ao analisarem se produtos em estoque são geradores ou tomadores de caixa, encontraram que, em função da necessidade de capital de giro positiva, os produtos são tomadores de caixa. Uma vez que as MPEs têm baixo poder de mercado e atuam, principalmente, no comércio e em serviços, parte relevante delas apresenta necessidade de capital para financiar os estoques, recebíveis e, dessa maneira, parecem adotar uma política de capital de giro agressiva. Ng, Smith e Smith (1999), investigaram as práticas e as políticas de *trade credit* em indústrias norte-americanas e identificaram que estas raramente usam os termos de crédito para administrar estoques. Resultado contraditório foi encontrado por Bougheas et. al., (2008) que relatam a existência de um canal de estoque como preditor de *trade credit*.

Nesse contexto de falta de convergência empírica, pode-se questionar também se os recursos internos gerados e acumulados poderiam atuar como antecedente direto da gestão de estoque, moderado pela gestão de *trade credit* ou vice versa. Essa associação foi testada, porém o efeito moderador foi insignificante. Assim, a partir deste embasamento formula-se a proposição 2.

P₂: O construto de gestão de caixa está associado positivamente ao construto de gestão de estoques nas MPEs.

O Quadro 4, a seguir, resume as proposições, a direção e a literatura de apoio entre os construtos de gestão de oferta de créditos comerciais, gestão de caixa e gestão de estoques.

<i>Proposições</i>	<i>Sinal</i>	<i>Literatura de apoio</i>
P₁ : O construto de gestão de oferta créditos comerciais está associado positivamente à gestão de caixa nas MPEs.	+	Fazzari, Hubbard e Petersen, (1988); Islam e Mozundar, (2007)
P₂ : O construto de gestão de caixa está associado positivamente à gestão de estoques nas MPEs.	+	Colpat, Martinewsky e Villela (2007); Ng, Smith e Smith (1999); Bougheas et al., (2008)

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 4: Proposições entre os construtos de gestão de oferta de créditos comerciais, de caixa e de estoques.

O Capítulo seguinte descreverá os aspectos operacionais de coleta de dados e as metodologias de tratamento de dados aplicados neste estudo.

4. PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS E MÉTODOS

O Capítulo anterior apresentou a argumentação para formular as hipóteses de trabalho deste estudo. Este Capítulo descreve os procedimentos de coleta e de tratamento dos dados. A coleta de dados no presente estudo usa tanto o *survey* como a entrevista face a face. Os dados do *survey* foram tratados com técnicas multivariadas: regressão logística simples e multinomial, análise fatorial, análise de agrupamentos e equações estruturais. Para o conteúdo das entrevistas foi utilizada a técnica de análise de conteúdo em profundidade.

Baker, Singleton e Veit (2011) documentam o amplo uso de *surveys* em pesquisas sobre finanças corporativas cujos resultados foram publicados em periódicos de língua inglesa. O Quadro 5, a seguir, mostra as áreas de finanças corporativas e os respectivos pesquisadores. Conforme Baker, Singleton e Veit (2011) a área que recebeu mais atenção de pesquisadores foi a de orçamento de capital com mais de 100 publicações. No Brasil, os *surveys* nessa área foram realizados por Fensterseifer e Saul (1993) e por Fensterseifer, Galesne e Ziegelmann (1987).

Área de investigação	Alguns autores que realizaram <i>surveys</i>
Orçamento de capital	Miller (1960); Istvan (1961); Christy (1966); Klammer (1972); Fremgen (1973); Gitman e Forrester (1977); Scott e Petty (1984); Gitman e Maxwell (1987); Mukherjee (1987); Graham, Harvey (2001); Danielson e Scott (2006); Burns e Walker (2009).
Custo de capital	Pflomn (1963); Christy (1966); Brigham (1975); Gitman e Mercurio (1982); Poterba e Summers (1995); Gitman e Vandenberg (2000); Graham e Harvey (2001); Brounen, Arnold e Hatzopoulos (2004);
Estrutura de capital e decisões de financiamento	Scott e Johnson (1982); Beekhuisen, Wright, Remmers, Toy, Pares, Shapiro, Egan e Bates (1986); Stonehill et al. (1986); Pinegar e Wilbricht (1989); Norton (1991); Kamath (1997); Graham e Harvey (2001); Bancel e Mittoo (2004); Graham, Harvey e Rajgopal (2006).
Dividendos e política de dividendos	Lintner (1956); Harkins e Walsh (1971); Baker, Farrelly e Edelman (1985); Farrelly, Baker e Edelman (1986); Kennedy, O'Brien e Horn (1987); Baker e Farrelly (1988); Pruitt e Gitman (1991); Baker e Powell (2000); Baker, Veit e Powell (2001); Brav, Graham, Harvey e Michaely (2005; 2008).
Administração de risco e derivativos	Nance, Smith e Smithson (1993); Dolde (1993); Bodnar et al. (1995); Phillips (1995); Bodnar, Hayt e Marston (1996; 1998); Bodnar, de Jong e Macrae (2003); Kim e Sung (2005); Alkeback, Hagelin e Pramborg (2006);

Fonte: elaborado a partir de Baker, Singleton e Veit (2011)

Quadro 5: Área de finanças e autores que realizaram *surveys* em finanças corporativas

De maneira geral, as MPEs podem ser caracterizadas como entidades que apresentam estruturas organizacionais simples e níveis de registro de controles operacionais, administrativos e financeiros incompletos e pouco sistematizados. Nesse contexto, qualquer tentativa de estudá-las por meio de documentos e relatórios pode encontrar obstáculos, pela falta de bancos de dados públicos organizados, ou correr o risco de utilizar dados inconsistentes ou incorretos. Portanto, uma das alternativas para gerar conhecimento sobre MPEs pode ser por meio da aplicação de instrumentos de coletas de dados obtidos por conveniência e mediante entrevistas.

Este estudo emprega procedimentos de pesquisa de métodos mistos que, segundo Creswell (2007, p. 211), “foram desenvolvidos em resposta à necessidade de esclarecer o objetivo de reunir dados quantitativos e qualitativos em um único estudo.” A literatura de pesquisa reconhece que tanto os métodos quantitativos como os qualitativos têm limitações. Nesse sentido, os pesquisadores consideravam que os vieses inerentes a qualquer método poderiam neutralizar ou mitigar os vieses dos outros métodos (Creswell, 2007). Ainda conforme esse autor, dessa decisão, nascia a triangulação das fontes de dados – um meio de buscar convergência entre métodos qualitativos e quantitativos.

A estratégia de triangulação de fontes de dados adotada neste estudo é do tipo sequencial. Conforme Creswell (2007), a sequência pode priorizar tanto a coleta quantitativa como a qualitativa. No presente estudo, primeiro, foram coletados os dados quantitativos e, depois, os dados qualitativos. O objetivo é usar os dados qualitativos para auxiliar na explicação e na interpretação de resultados de um estudo primariamente quantitativo. De posse desses dois bancos de dados, e depois de integrá-los, procedeu-se à interpretação de toda análise.

4.1 Procedimentos qualitativos

Conforme ensinam Cooper e Schindler (2003) sobre abordagens qualitativas de comunicação por meio de entrevistas face a face, – um dos procedimentos de coleta de dados adotado neste estudo, deu-se pelo princípio de que,

As principais vantagens da entrevista pessoal são a capacidade de explorar tópicos em profundidade, de haver um alto grau de controle por parte do entrevistador e de fornecer o máximo de flexibilidade ao entrevistador para se adaptar a situações específicas. Porém, esse método custa caro e gasta muito

tempo, e sua flexibilidade pode resultar em influência excessiva do entrevistador. (COOPER e SCHINDLER, 2003, p. 266).

Em adição, as entrevistas face a face apresentam, ainda, vantagens e podem ser úteis quando os participantes não podem ser observados diretamente, mas podem fornecer informações históricas, além de possibilitar ao pesquisador controlar a linha de questionamento (CRESWELL, 2007), e permitem, também, estabelecer empatia e interesse pelo estudo em questões complexas e fornecer altas taxas de respostas (HAIR, JR; BABIN; MONEY e SAMOUEL, 2005).

Conforme recomendam Hair et al. (2005), para obter a cooperação do entrevistado, no caso da entrevista em que o respondente está presente e, assim, coletar informações de qualidade, “o entrevistador deve esforçar-se por criar uma atmosfera descontraída para a realização da entrevista.” (HAIR et al., 2005, p. 163), Quando isso acontece, o entrevistador pede que o respondente descreva a situação ou fenômeno de interesse e responda às perguntas: Por quê? Como? Quando? Onde? Quem?. O conteúdo das perguntas das entrevistas estruturadas face a face podem ser acessadas no Apêndice B.

Por outro lado, há desvantagens geradas pelas entrevistas individuais, como a possibilidade de ocasionar tendenciosidade, ser um processo demorado e oneroso e difícil de conseguir amplo acesso aos respondentes (HAIR et al., 2005), além da limitação de tempo do respondente. Em complemento, Creswell (2007, p. 191) destaca algumas limitações desse procedimento,

[...] como a chance de a presença do pesquisador viesar as respostas, fornecer informações indiretas filtradas através das visões dos entrevistados, além do fato de as pessoas não serem igualmente articuladas e perceptivas. Creswell (2007, p. 191)

4.2 Procedimentos quantitativos

Os procedimentos de coleta de dados quantitativos são empregados, quando o estudo for de natureza descritiva ou que vise a estudar associações entre variáveis. Segundo Gil (2002), estudos descritivos têm como objetivo primordial descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou então, estabelecer relações entre as variáveis. No contexto específico desta pesquisa, o objetivo foi o de estabelecer relações entre as características demográficas, operacionais e financeiras de MPEs e as percepções dos dirigentes sobre as práticas adotadas de administração de capital de giro.

Conforme Hair et al (2005), o tipo e a quantidade de dados a serem coletados dependem da natureza do estudo e dos objetivos da pesquisa. As abordagens quantitativas para a coleta

de dados são usadas quando o pesquisador está utilizando modelos teóricos e problemas de pesquisa bem definidos e o projeto de pesquisa envolve a coleta de informações de uma grande amostra de indivíduos (HAIR et al, 2005). Tendo em mente os objetivos deste estudo, descritos no Capítulo 1, e as prescrições de abordagens quantitativas, os procedimentos de coleta de dados por meio de *surveys* são os que melhor se adaptam aos propósitos desta pesquisa. Entretanto, as pesquisas realizadas com o emprego de *surveys* estão sujeitos a vários problemas, como por exemplo, a presença de vieses e de validação e tradução de escalas aplicadas em mercados desenvolvidos para uso em economias emergentes. Nesse sentido, Balbinotti, Benetti e Terra (2006) chamam a atenção dos pesquisadores quanto ao uso de questionário em culturas diferentes e propõem a metodologia adequada para se realizar a tradução de forma coerente a fim de manter as dimensões teóricas do instrumento de coleta de dados original. Em complemento, as pesquisas *surveys* estão suscetíveis a vieses como: 1) não respondentes; 2) aquiescência; 3) *straight-line* e 4) respostas socialmente desejáveis entre outros e que exige do pesquisador uma atenção especial nas inferências do estudo.

Para isso, o instrumento usado no *survey* foi um questionário adaptado e estruturado (Apêndice D) contendo itens a serem preenchidos e assistidos por entrevistadores ou autoadministrados, seja pela internet, ou ainda, por correspondências enviadas pelo correio pelo respondente. O questionário contém perguntas sobre dados demográficos, operacionais e financeiros, e foi respondido por dirigentes das MPEs.

A percepção dos dirigentes das MPEs do Estado de Minas Gerais e de São Paulo, sobre a frequência da disposição em revisar as 11 rotinas de administração de capital de giro, as quais compõem as variáveis dependentes, foi capturada por meio de uma escala de cinco rótulos para resposta com valores que vai de 1 – nunca até 5 – muito frequentemente.

A pesquisa é do tipo *cross-section*, realizadas em três momentos, na qual o corte temporal utilizou dados e características de MPEs e a percepção dos seus dirigentes sobre a disposição a revisar as rotinas de capital de giro. A amostra foi não probabilística e por conveniência de acesso do entrevistador com adesão e consentimento do dirigente. A confidencialidade dos dados foi assegurada ao respondente.

As unidades de análises dessa tese foram as MPEs dos Estados de Minas Gerais e de São Paulo que aderiram ao levantamento. As unidades de observações foram as informações geradas pelas análises estatísticas dos dados coletados por meio dos *surveys*.

Além do instrumento de coleta de dados (questionário), também foram realizadas entrevistas individuais com 18 dirigentes (roteiro de perguntas estruturado), que se disponibilizaram a participar do estudo. O convite foi formulado a 50 empresários, escolhidos aleatoriamente, por sorteio. Este procedimento de triangulação, tanto de fonte de dados como

metodológica, foi adotado no sentido de compreender, em profundidade, o cotidiano da gestão dos componentes do capital de giro, pois nem sempre o questionário é suficientemente completo em captar todos os aspectos inerentes ao objeto de pesquisa.

As técnicas quantitativos utilizados na pesquisa foram a Análise de Frequência, a Regressão Logística Simples, a Análise de Componentes Principais; a Análise de Clusters, a Regressão Logística Multinomial e a de Equações Estruturais, os quais serão descritos na seção 4.3, a seguir.

4.3 Variáveis Dependentes: Práticas de Administração de Capital de Giro

As rotinas de administração de capital de giro são aquelas usadas para controlar as operações do dia a dia das firmas e compreendem as práticas mais comumente encontradas na literatura financeira de curto prazo sobre gestão de estoques, de contas a pagar, contas a receber e caixa. O questionário continha as seguintes perguntas aos gestores das MPEs:

Quão frequentemente você revisa suas políticas relativas a....(prática listada na segunda coluna do Quadro 6)? A intuição de cada prática e a literatura de apoio está disponível no Apêndice E.

O Quadro 6, a seguir, exhibe o código (ACG1 até ACG11) e as respectivas práticas de administração de capital de giro.

Código	Práticas de administração de capital de giro
ACG1	Giro de estoque
ACG2	Nível de investimento em estoque
ACG3	Ponto de pedido
ACG4	Prazos de pagamento ofertado a clientes para vendas a prazo
ACG5	Política de desconto a clientes para pagamento antecipado ou para pagamento à vista
ACG6	Risco de crédito de clientes
ACG7	Provisão para devedores duvidosos
ACG8	Perdas com incobráveis de recebíveis
ACG9	Prazos de pagamento recebido de fornecedores nas compras a prazo
ACG10	Linhas de financiamento de capital de giro
ACG11	Orçamento de caixa

Fonte: elaboração própria

Quadro 6: Código e Práticas de Gestão de Capital de Giro

4.4 Variáveis independentes

As variáveis independentes são os dados e as características demográficas, operacionais e financeiras das MPEs, conforme Figura 1, exibida no Capítulo 1 e que estão apoiadas na revisão da literatura de finanças corporativas.

4.4.1. Variáveis demográficas

O Quadro 7, a seguir, mostra a definição, a escala de medida e a literatura de apoio das variáveis demográficas usadas neste estudo, as quais são descritas, a seguir.

Variáveis independentes	Código	Definição	Escala de medida	Literatura de suporte
Idade	IDADE	Tempo de atividade da firma em anos	Contínua	Ang (1991); Petersen e Rajan (1994), (1997); Serrasqueiro e Nunes (2011); Ng, Smith e Smith (1999); Danielson e Scott (2000); Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011); Marotta (2006); Antov e Atanasova (2006); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Alphonse; Ducret e Séverin (2004); Banerjee; Dasgupta e Kim (2004); Kapler, Sarria-Allende, Sulla (2002); Kapler, Sarria-Allende, Zaidi (2006); Cuñat (2002); Soufani e Poutziouris (2004); Van Horen (2004); Camargos et al., (2010)
Tamanho	TOTEMP	Quantidade de empregados	Contínua	Petersen e Rajan (1994), (1997); Alphonse; Ducret e Séverin (2004); Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011); Antov e Atanasova (2006); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Kapler, Sarria-Allende, Zaidi (2006); Cuñat (2002); Peel, Wilson e Howorth (2000); Soufani e Poutziouris (2004); Van Horen (2004); Camargos et al., (2010)
Habilidades financeiras	HABIL	Nível de sofisticação no uso de técnicas financeiras	Variável <i>Dummy</i> ¹ : 1 e 0	Howorth e Westhead (2003); Camargos et al. (2010); Marriott e Marriott (2000)
Setor econômico	IND	Principal atividade econômica da firma: indústria, comércio. Construção civil e serviço	<i>Dummy</i> : 1 = sim; 0 = outra	Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Ng et al. (1999); Fisman e Love (2003); Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, Udell (2008); Kapler, Sarria-Allende, Zaidi (2006)

Nota. ¹ 1 = usa técnica de fluxo de caixa descontado para avaliar investimento; 0 = não usa.

Quadro 7: Variáveis demográficas

4.4.1.1. Idade

A idade da firma, em meses, corresponde ao intervalo de tempo desde o início de suas operações até o momento de preenchimento do questionário. Essa variável de controle está associada aos fundamentos do modelo de estágio de crescimento, da teoria de recursos, de *trade credit*, e é usada em diversos estudos empíricos sobre administração de capital de giro (PETERSEN e RAJAN, 1994; NG, SMITH e SMITH, 1999). Essa variável é uma medida contínua.

4.4.1.2. Tamanho

A *proxy* escolhida como variável de controle para o tamanho da firma neste estudo foi a quantidade de empregados. Como a idade, o tamanho das firmas também é amplamente usado nos estudos empíricos e está associado também aos fundamentos do modelo de estágio de crescimento, da teoria de recursos, de *trade credit* e de agência. Embora a literatura disponibilize fartamente o uso de várias medidas para representar o porte das firmas como – valor de ativos, faturamento, valor de mercado, valor de livro, participação de mercado e outros –, optou-se pelo uso da quantidade de empregados, por considerar ser esta variável a medida de porte mais simples, objetiva e consistente com o perfil e a natureza das firmas que compuseram a amostra. Além disso, qualquer dado financeiro que viesse a ser solicitado ao dirigente poderia ser uma barreira para ele responder ao questionário. Ainda, essa decisão de escolha também se justifica, pois testam-se teorias em mercado em distintos estágios de profundidade e de desenvolvimento financeiro, e manter coerência para mensurar as variáveis possibilita comparar os resultados aos de estudo britânico similar. Essa variável é uma medida contínua.

4.4.1.3. Habilidade financeira

A *proxy*, para se identificar o nível de habilidade financeira nas firmas, foi o uso de técnicas de fluxo de caixa descontado na avaliação de investimento. Gitman (2010, p. 369) “classifica essas técnicas como sofisticadas e não-sofisticadas.” Uma técnica para avaliar

investimentos é considerada como sofisticada, quando emprega o conceito de valor do dinheiro no tempo aos valores monetários do fluxo de caixa, os quais são descontados a uma taxa de juros. Exemplos dessas técnicas são: valor presente líquido, taxa interna de retorno, *payback* descontado entre outras. Entre as não sofisticadas, estão o cálculo do *payback* simples e do retorno contábil médio. Essa variável foi capturada na *survey* como variável *dummy*, em que 1 – indicava o uso de alguma das técnicas de fluxo de caixa descontado listadas no questionário e 0 – em caso contrário. Entretanto é preciso considerar que esse modo de mensuração têm limitações para se fazer inferências nos estudos em finanças.

Danielson e Scott (2006) levantaram as práticas do uso de técnicas de investimento em pequenas empresas norte-americanas e os resultados apontam que apenas 12% dos respondentes empregam, exclusivamente, métodos de fluxo de caixa descontado. Por outro lado, descobriram que em firmas desse porte, prevalece as decisões por feeling. Estes autores atribuem esses resultados a fatores como: 1) falta de formação acadêmica dos proprietários; 2) pequenos negócios podem ter equipes administrativas incompletas; 3) os pequenos negócios não operam em mercados perfeitos, o que pode significar que a teoria de orçamento de capital não se aplica e 4) os pequenos negócios têm acesso limitado a capital devido ao tamanho e longevidade.

4.4.1.4. Setor econômico

A *proxy* para o setor econômico foi o principal setor de atuação de atividade econômica da firma. Os setores de atividade econômica principal foram indústria, comércio/distribuição, construção civil e serviços. A variável *dummy* com atributo 1 - aponta que a firma atua naquele setor, e 0 - em caso contrário.

4.4.2. Variáveis operacionais

O Quadro 8, a seguir, resume as informações sobre as variáveis operacionais.

Variáveis independentes	Código	Definição	Escala de medida	Literatura de suporte
% vendas à vista	VENDVIST	Vendas à vista	Porcentagem (1-100)	García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Van Horen (2004); Cunningham (2005)

Continua na próxima página.

Continuação da página anterior.

% compras a prazo	COMPPR	Compras a prazo	Porcentagem de compras (1-100)	García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011); Cunningham (2005)
Crescimento	CRESC	Importância do crescimento para o tamanho da firma	Ordinal: 1 = sem importância a 9 = muito importante	Petersen e Rajan (1994); Deloof (2003); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, Udell (2008); Kapler, Sarria-Allende, Sulla (2002); Kapler, Sarria-Allende, Zaidi (2006); Cuñat (2002); Van Horen (2004); Deloof e Jegers (1999); Cunningham (2005)
Sazonalidade	SAZON	Sazonalidade de produtos	Ordinal: 1 = sem sazonalidade a 9 = extremamente sazonal	Howorth e Westhead (2003); Michalski (2007); Wilson e Summers (2002)

Fonte: elaboração própria

Quadro 8: Variáveis operacionais

4.4.2.1 Porcentagem de vendas à vista

Indica o percentual médio de vendas da firma que são feitas a vista. Essa variável tem um papel relevante como determinante da saúde financeira da firma. Firmas com perfil de vendas à vista elevado, geralmente, são detentoras de fluxo de caixa com folga de saldo em tesouraria, apresentam baixo endividamento e tem pouco incentivo em adotar controles financeiros, dada a confortável situação de liquidez que possuem. Essa folga de liquidez possibilita a essas empresas tomarem decisões estratégicas de gestão de estoque no sentido de discriminarem os preços dos preços ao aproveitarem os descontos em compras com pagamento à vista ou antecipado. O foco central de firmas com esse perfil de vendas parece estar em estoques e fluxo de caixa. Essa variável foi uma medida percentual.

4.4.2.2. Porcentagem de compras a prazo

Esta variável mede a demanda de *trade credit* junto aos fornecedores pelas MPEs. A *proxy*, usada para medir essa variável, foi obtida com base na razão entre a média mensal de

compras a prazo e o total médio de compras das firmas nos últimos três anos. Essa variável foi capturada em porcentagem.

4.4.2.3. Crescimento

O crescimento foi medido de acordo com a importância percebida pelo dirigente desse evento no tamanho da firma. Conforme os fundamentos da teoria de estágio de crescimento e da teoria de recursos, a trajetória de crescimento da firmas pode induzir os gestores a adotar formas de controle e estratégias financeiras e comerciais de maneira consistentes para sustentar essa dinâmica. A importância do crescimento foi medida em escala de 9 pontos, sendo atribuído valor 9 – para situações nas quais os dirigentes consideram essa característica como muito importante, e o valor 1 – para pouco importante. A escolha da escala com graduação até 9 visou oferecer ao respondente maior amplitude de resposta em discriminar esta variável.

4.4.2.4. Sazonalidade

A característica sazonal das vendas de produtos afeta de maneira distinta a gestão do capital de giro das firmas. A sazonalidade ocorre quando há um aumento cíclico previsível e estável da demanda por certos produtos. O efeito depende da posição da firma na cadeia produtiva. Em firmas de comércio varejistas que atuam junto a consumidores finais, o recebimento dos estoques pedidos é postergado para datas próximas ao início do período sazonal. Isso é feito na tentativa de ajustar o giro de estoque e de recebíveis ao prazo de pagamento do fornecedor. Na indústria, a duração do ciclo de produção influencia diretamente o capital de giro, pois há a necessidade de estocar matérias-primas e produtos acabados em curto intervalo de tempo até começar a entrega ao varejista ou distribuidor. Essa característica foi identificada por meio de uma escala ordinal de 9 pontos, na qual o atributo com valor 9 indica produtos extremamente sazonais e 1 para produtos sem sazonalidade.

4.4.3. Variáveis econômicas e financeiras

O Quadro 9, a seguir, apresenta os dados inerentes às variáveis independentes de natureza econômica e financeira.

Variáveis independentes	Código	Definição	Escala de medida	Literatura de suporte
Capital de giro	CCC	Ciclo de conversão de caixa	Contínua: dias	Shin e Soenen (1998); Deloof (2003)
% recebimentos com pontualidade	EMDIA	Clientes que pagam no vencimento	Porcentagem de clientes (1-100)	Howorth e Westhead (2003); Peel, Wilson e Howorth (2000)
Retorno do investimento	ROA	Lucro operacional médio sobre ativo total	Porcentagem (1-100)	Petersen e Rajan (1994); Banerjee; Dasgupta e Kim (2004); Bastos e Pindado (2002)
% pagamentos atrasados	ATRASSO	Frequência de atraso de pagamento a fornecedores	Ordinal: 1 = nunca até 9 = frequentemente	Petersen e Rajan (1994); Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011); Svensson (1997); Peel, Wilson e Howorth (2000); Bastos e Pindado (2002); Camargos et al., (2010)
Financiamento externo	FINEX	Frequência de uso de financiamento externo	Ordinal (agregado) ¹	Petersen e Rajan (1994); Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011); Antov e Atanasova (2006); Deloof (2003); Garcia-Teruel e Martínez-Solano (2010); Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, Udell (2008); Kapler, Sarria Allende, Sulla (2002); Deloof e Jegers (1999); Camargos et al., (2010)

Nota. ¹ 5 = nunca usou qualquer das cinco fontes a 25 = uso muito frequente de todas as cinco fontes

Quadro 9: Variáveis econômicas e financeiras

4.4.3.1. CCC (ciclo de conversão de caixa)

A variável CCC mede o intervalo de tempo entre a data de recebimento das vendas a prazo e a data de pagamento dos fornecedores. Ela é calculada por meio da seguinte equação: $PME + PMR - PMP$, onde: PME é o prazo médio de estoques; PMR é prazo médio de recebimento e PMP é o prazo médio de pagamento a fornecedores. Essa variável é uma *proxy* da medida de eficiência de gestão do capital de giro (DELOOF, 2003). Quanto maior o valor dessa variável, maior o valor do capital de giro requerido para financiar as operações das firmas.

4.4.3.2. Porcentagem de recebimento com pontualidade

Esta variável indica o nível de pontualidade dos clientes que receberam crédito das firmas nas compras a prazo. Mede a proporção média de recebíveis vencidos em atraso e o saldo de contas a receber. Quando esse nível é baixo, a incerteza das entradas do fluxo de caixa aumenta e decisões de captação de recursos podem ser consideradas. Essa informação pode ser útil na avaliação do risco de concessão de novos créditos. Essa variável foi medida em porcentagem.

4.4.3.3. Retorno sobre ativos totais (ROA)

Esta variável mede a relação entre lucro operacional anual médio ao investimento total médio anual, nos últimos três anos de atividade da firma. É usado como *proxy* para medição da lucratividade do negócio. Conforme Howorth e Westhead (2003), essa variável é uma medida adequada de desempenho pois controla o resultado econômico pelo tamanho do investimento total das firmas. Está associada aos fundamentos da teoria dos custos de transação, da teoria de recursos e de agência. Essa variável foi capturada na pesquisa em valores percentuais.

4.4.3.4. Porcentagem de atrasos de pagamento

Essa variável indica o nível de inadimplência da firma em relação aos seus fornecedores. Mede a relação média entre valores de contas a pagar em atraso e total de contas a pagar. O comportamento histórico pode afetar a qualidade da reputação de crédito da firma perante fornecedor. Essa variável pode manter conexão com os baixos níveis de pontualidade de pagamento dos clientes, estabelecendo-se, assim, um canal de transmissão de atrasos de compromissos financeiros na cadeia produtiva. Essa variável foi medida em porcentagem.

4.4.3.5. Financiamento externo

A *proxy* escolhida para capturar o uso de dívidas para alavancagem financeira foi a frequência de uso das principais linhas de recursos bancários disponíveis no mercado financeiro nacional para MPEs. Essa variável mostra-se relevante, pois a literatura empírica de *trade credit* documenta a hipótese de complementaridade entre essas duas fontes de recursos. Desse modo, evidências nacionais mostram que firmas com mais acesso a fontes de financiamento externas também estendem mais crédito comercial para seus clientes (SCHIOZER e BRANDO, 2011; PALOMBINI e NAKAMURA, 2012).

Neste estudo, as linhas de crédito institucionais mais comumente disponibilizadas pelo mercado financeiro foram: cheque especial, contas garantidas, desconto de cheques e duplicatas, empréstimos de capital de giro e financiamento do BNDES. Foi usada uma escala ordinal de 25 pontos, na qual o valor de 25 correspondeu ao uso frequente das cinco linhas de financiamento, enquanto o valor 5 correspondeu ao não uso das cinco fontes. Cada fonte teve o mesmo peso no cálculo do valor médio agregado de frequência de uso das fontes externas de financiamento.

4.5 Método e procedimentos estatísticos

4.5.1 Dados em gestão de capital de giro: UM ESTUDO MISTO

4.5.1.1 O *survey*

O questionário, estruturado por Howorth e Westhead (2003) – disponível no Apêndice C, serviu como âncora para a coleta de dados nesta tese. Como tarefa inicial, o questionário foi replicado no Brasil, objetivando integrar e testar o comportamento de diversas teorias financeiras e administrativas complementares. Inicialmente, procedeu-se à tradução do instrumento original e, em seguida, foi feita o procedimento reverso para se garantir a originalidade dos conceitos e do construto que se desejava medir. Até onde foi possível pesquisar, trata-se da primeira replicação até a presente data em uma realidade econômica e de mercado distinta da de uma economia desenvolvida e madura. A versão final traduzida e usada no levantamento deste estudo (disponível no Apêndice D) foi, assim, adaptada e,

contém itens ajustados, como, por exemplo, a terminologia de linhas de empréstimos e financiamento da realidade do mercado financeiro nacional e as pontuações usadas na escala de medida de variáveis ordinais.

A estrutura do instrumento ajustado e, usado, nesta reedição, para coleta dos dados (disponível ao final do trabalho) é composta por quatro blocos principais contendo itens sobre: 1) características demográficas das empresas; 2) indicadores operacionais sobre estoques, contas a pagar e contas a receber; 3) indicadores de práticas financeiras e 4) onze práticas de gestão das contas de capital de giro.

A amostra possibilitou a formação de um banco de dados, exclusivo, e, original, de 379 MPEs, não financeiras. Estas firmas atuam na indústria manufatureira, construção, comércio e distribuição e de serviços. Estas firmas são vistas, como tendo, informações opacas e, fortemente assimétricas (CARBÓ-VALVERDE; RODRIGUES-FERNÁNDEZ e UDELL, 2009), como sendo pequenas e novatas (BERGER e UDELL, 1995; ALMEIDA; CAMPELLO e WEISBACH, 2004), com valores de ativos fixos baixos para servirem como colaterais e com pouca reputação (CUNNINGHAM, 2005) e são consideradas discriminadas para acessar fontes de empréstimos, pois, sofrem restrições financeiras do mercado bancário.

A coleta de dados, por meio de questionários, aconteceu em três momentos distintos, sendo as duas primeiras aplicadas em cada semestre de 2008 (pré-crise) e a terceira, no segundo semestre de 2010. Embora haja diferenças em relação ao contexto econômico desses três momentos, partiu-se da premissa de que o viés causado por esse fato não seja relevante a ponto de alterar as práticas dos gestores. Em especial, não se espera que os gestores tenham mudado substancialmente suas práticas de gestão de capital de giro (objeto do questionário e das entrevistas) ao longo de dois anos.

A primeira e a segunda coleta de dados foram efetuadas em firmas de micro e pequeno porte sediadas em 32 municípios dos Estados de Minas Gerais e de São Paulo. O Apêndice I traz a relação das cidades que sediam as firmas que participaram deste estudo. Os respondentes (sócios proprietários ou gerentes) foram contatados pelos aplicadores de acordo com a acessibilidade e conveniência. O tempo médio de preenchimento do questionário foi de 25 minutos. Ao fim do dia o aplicador do questionário acessou o endereço eletrônico do *software Moodle* da Universidade Federal de Uberlândia e transcreveu, para a versão eletrônica, as respostas ao questionário impresso. Esse processo permitiu a formação parcial do banco de dados, o qual foi salvo no *MS-Excel* para uso neste estudo.

A terceira coleta, foi realizada, a partir do banco de dados de duas associações comerciais de cidades do Sudeste do Brasil (Uberlândia e Patos de Minas). Uma mensagem, da diretoria das associações, com o endereço virtual para acesso ao questionário foi enviada

aos associados como forma de sensibilização à participação e garantia de confidencialidade dos dados. Além disso, esse procedimento visou, também, assegurar igualdade de participação a todas as empresas associadas às entidades patronais. A taxa de respostas foi de 8%.

Para cada uma das três amostras, calculou-se as médias e os desvios-padrão das respostas, com a finalidade de se verificar o comportamento de diferenças de médias e da variância. O teste *t*, de *Student*, foi aplicado em nível de significância de 0,01, sob o qual, não foram identificadas diferenças estatísticas significantes entre as médias de cada rotina de administração de capital de giro. Este procedimento visou mitigar a existência de vieses entre as amostras. Assim, para executar a metodologia da pesquisa proposta, juntaram-se os dados das três amostras para realizar, posteriormente, os tratamentos estatísticos.

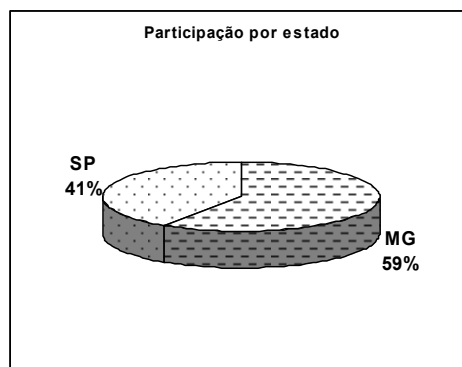
A estratégia de coleta de dados, utilizada neste *survey*, difere da usada pelos autores do Reino Unido. Enquanto esses usaram uma amostra probabilística com coleta em três ondas, neste estudo foram utilizadas três amostras diferentes, sendo a primeira e a segunda por conveniência, coletadas por entrevistadores, em função da acessibilidade aos dirigentes e, uma probabilística, com questionário enviado por meio de correio postal ou com acesso ao instrumento de coleta de dados pela *web*. O respondente também foi o proprietário principal e/ou fundador ou o gerente administrativo. As respostas de empresas de seguros, *factorings* e de consórcios, bem como das empresas públicas e ONGs foram excluídas do banco de dados, assim como os *missing values* das variáveis dependentes.

Além do instrumento de coleta de dados, foram realizadas, também, entrevistas individuais com 18 dirigentes que se disponibilizaram a participar do estudo. O convite, foi formulado a 50 empresários, e a escolha foi aleatória por sorteio. Este procedimento de triangulação, tanto de fonte de dados, como metodológica foi adotado no sentido de compreender, em profundidade, o cotidiano da gestão dos componentes do capital de giro, pois nem sempre, o questionário é suficientemente completo em captar todos os aspectos inerentes ao objeto de pesquisa. A análise dos dados qualitativos e os resultados são apresentados no Capítulo 5.

4.5.1.2 Dados das amostras

No agregado, as coletas foram realizadas em firmas localizadas em 32 cidades dos estados de Minas Gerais e de São Paulo. É importante esclarecer que as firmas dessa amostra não pertencem a *clusters* nem por atividade econômica específica nem sob a forma de arranjos produtivos locais. A participação de firmas (total de 379 após depurado os dados) que compõe este estudo por estado encontra-se na Figura 6. Esses estados são representativos

na economia, pois responderam, em conjunto, em 2010, por aproximadamente 43,0 % do PIB do Brasil.

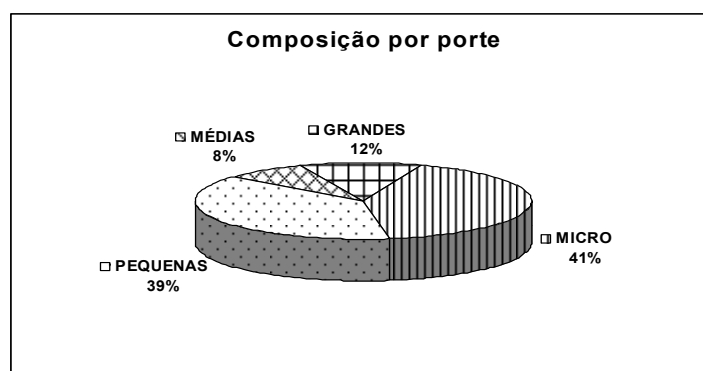


Fonte: Elaboração própria

Figura 6: Participação de firmas respondentes por estado

A maior participação, de firmas mineiras, deve-se ao fato da terceira coleta de dados ter sido feita em três cidades do triângulo mineiro. Embora possa haver também um viés regional derivado da própria construção da amostra, concentrada em empresa das regiões mais ricas e bancarizadas do país, o que, não permite, que os resultados sejam estritamente generalizáveis para o nível nacional (esta é uma limitação dos resultados deste estudo), a amostra, conta com a participação de uma diversidade de empresas em atividade e, pertencentes ao mais amplo espectro de setores da economia, o que dá representatividade importante à amostra. Entretanto estas características regionais podem ser úteis para fins de comparação com os estudos britânicos.

A Figura 7, mostra o perfil das firmas respondentes por porte. Destas, 80% são firmas de micro e pequeno porte e 20% são de médio e grande porte. É importante destacar que, o perfil das firmas desta amostra, é distinto da população de firmas formais no Brasil, tanto, em termos de tamanho, como de regionalização. O perfil de firmas brasileiras é composto por 98% de micro e pequenas empresas (SEBRAE/SP, 2010). No entanto dado o tamanho representativo da presente amostra, é razoável considerar que as conclusões não sejam enviesadas por este fato.



Fonte: Elaboração própria

Figura 7: Composição das firmas da amostra por porte

A Tabela 1, mostra, as médias ponderadas, os respectivos desvios-padrão das rotinas de gestão de capital de giro, por porte, de empresas e a estatística *t*. Não houve diferenças estatísticas significativas em nível de 5%. Assim não há suporte para refutar a hipótese nula de igualdade entre médias (estatística *t* da Tabela 1). Ou seja, é possível que, haja comportamento homogêneo na gestão de rotinas de capital de giro entre dirigentes de MPes nesta amostra.

A Tabela 2, reporta a frequência de respostas dos dirigentes por região geográfica. As porcentagens de frequência de revisão das rotinas de capital de giro dos respondentes são apresentadas para os estados de Minas Gerais e de São Paulo. O giro de estoque e o prazo de pagamento a fornecedores recebem igual atenção, - aproximadamente 90% -, tanto, de respondentes mineiros como de paulistas.

Tabela 1: Média de práticas de gestão por porte de empresas

<i>Práticas de gestão</i>	<i>Micro</i> (<i>n</i> = 195)	<i>Pequena</i> (<i>n</i> = 184)	<i>t</i>
Giro de estoque	3,44 ¹ (1,23) ²	3,49 (1,17)	0,05
Nível de investimentos em estoques	3,15 (1,22)	2,92 (1,29)	-0,22
Ponto de pedido de estoques	3,20 (1,30)	2,87 (1,33)	-0,32
Prazos ofertado a clientes nas vendas a prazo	2,58 (1,22)	2,79 (1,16)	0,20
Política de desconto a clientes para pagamento à vista ou para antecipar prestações	2,55 (1,19)	2,46 (1,11)	-0,09
Perdas com incobráveis	2,55 (1,21)	2,71 (1,26)	0,15
Provisão para créditos duvidosos	2,58 (1,23)	2,72 (1,29)	0,14
Risco de crédito de clientes	2,77 (1,19)	2,83 (1,28)	0,06
Prazos de pagamento a fornecedores nas compras a prazo	2,97 (1,22)	2,97 (1,16)	0,00
Linhas de financiamento de capital de giro	2,23 (1,28)	2,44 (1,28)	0,20
Uso do orçamento de caixa	3,08 (1,32)	3,05 (1,26)	-0,03

Nota: ¹ as médias ponderadas foram calculadas pelo somatório do produto entre a frequência relativa de cada rótulo da escala e a pontuação atribuída pelos respondentes. ² o valor entre parênteses é o desvio-padrão.

Comportamento não esperado, entretanto, refere-se, à rotina de fontes de financiamento do capital de giro. Enquanto a frequência de rotinas de fontes de financiamento de capital de

giro de dirigentes paulistas foi de 87%, a frequência de revisão desta rotina pelos dirigentes mineiros foi de 40%.

Este comportamento pode ser inerente ao perfil conservador e de cautela destes dirigentes que, alegam, ser proibitivo usar capital de terceiros em razão do seu alto custo. Esta percepção foi confirmada na análise de conteúdo das entrevistas, nas quais, os dirigentes mostraram, baixa dependência e confiança nas instituições financeiras, em atender, às necessidades das empresas.

Os dirigentes paulistas parecem dedicar mais atenção aos aspectos de revisão de desconto a clientes para pagamento à vista ou para antecipar prestações, provisão para devedores duvidosos e perdas com incobráveis – em média 85% -, que os dirigentes mineiros – em média -, 75%. Todavia, o teste t em nível de p -valor $< 5\%$ não permite rejeitar a hipótese nula de comportamento homogêneo entre dirigentes.

Tabela 2. Porcentual por região das práticas de gestão de capital de giro por rótulo, médias, tamanho da amostra e teste *t* entre estados

Práticas de gestão ⁽¹⁾	ACG	Nunca		Algumas vezes		Às vezes		Frequente mente		Muito Frequente mente		Média		<i>n</i>		Desvio Padrão		<i>t</i>
		SP	MG	SP	MG	SP	MG	SP	MG	SP	MG	SP	MG	SP	MG			
Giro de estoque	1	9	9	21	6	16	9	44	35	10	41	3,26	4,00	226	322	1,16	1,23	0,88
Nível de investimentos em estoques	2	13	29	22	12	12	15	44	37	9	6	3,14	2,71	208	315	1,23	1,37	-0,53
Ponto de pedido de estoques	3	20	16	13	18	17	16	40	35	10	15	3,07	3,18	205	303	1,31	1,32	0,13
Prazos ofertados aos clientes para pagamento parcelado	4	13	17	28	23	19	16	36	36	4	8	2,90	3,03	208	310	1,15	1,26	0,16
Política de desconto a clientes para pagamento antecipado ou para pagamento à vista	5	17	20	30	28	22	21	29	23	2	8	2,70	2,76	204	302	1,12	1,24	0,07
Créditos incobráveis de clientes	6	15	22	33	15	14	10	36	30	2	24	2,76	3,24	214	306	1,16	1,50	0,57
Créditos duvidosos	7	15	25	26	12	19	8	36	24	4	30	2,87	3,24	205	318	1,17	1,59	0,46
Risco de crédito de clientes	8	14	15	26	14	17	13	36	27	7	32	2,95	3,55	218	320	1,21	1,43	0,72
Prazos de pagamento concedidos por fornecedores nas compras a prazo	9	10	11	26	24	16	20	39	34	9	11	3,10	3,14	210	301	1,19	1,21	0,05
Uso de fontes de financiamento do capital de giro	10	17	60	24	11	17	10	37	13	5	5	2,88	2,03	201	296	1,21	1,30	-1,03
Uso do orçamento de caixa	11	18	15	18	7	16	12	43	39	6	27	3,02	3,59	211	302	1,25	1,35	0,68

Aos dirigentes foi perguntado: “Com que frequência são feitas revisões sobre.....”

Fonte: o autor

4.5.1.3 Entrevistas

O tema capital de giro é complexo para ser completamente entendido por meio de *surveys*, com uso apenas de questionário e/ou pela utilização de dados agregados. Nesse caso, também foram realizadas entrevistas com dirigentes de MPEs, visando realizar a metodologia de triangulação de três fontes: 1) da literatura financeira; 2) do questionário com perguntas fechadas e a completar e; 3) das entrevistas com roteiro semiestruturado. Esta estratégia busca a convergência de dados sobre determinado tema e reforça a relevância e o rigor inerentes aos aspectos científicos do estudo, tanto para fins de validade como de fidedignidade dos resultados. Este procedimento de triangulação metodológica, é também distinto do estudo britânico e, pode ser considerado como uma novidade.

A decisão de entrevistá-los visou ratificar ou não os fundamentos teóricos discutidos no Capítulo 2, bem como obter dados complementares de entendimento sobre detalhes de práticas e de aspectos de gestão financeira de curto prazo e não captados no questionário. Para isto, também foi elaborado um roteiro semiestruturado de perguntas (disponível no Apêndice B), para conduzir as entrevistas face-a-face.

As entrevistas foram realizadas nas dependências das firmas, após agendamento prévio de horário, por email ou por telefone, com o respondente. A escolha foi aleatória e, feita a partir de uma base de dados da Associação Patronal de Uberlândia.

O objeto de pesquisa foi os dirigentes das firmas. Inicialmente, foram sorteadas aleatoriamente, 50 firmas de diferentes setores de atividade econômica, cujos dirigentes foram contatados, via telefone, sobre a finalidade e o objetivo da pesquisa. Destes, 18 se dispuseram a colaborar com o estudo, sendo as entrevistas conduzidas, pelo autor deste estudo, em janeiro e fevereiro de 2011. O perfil dos 18 entrevistados encontra-se disponível no Apêndice J. Imediatamente antes de iniciar a entrevista, uma cópia do roteiro foi entregue ao respondente para conhecimento prévio.

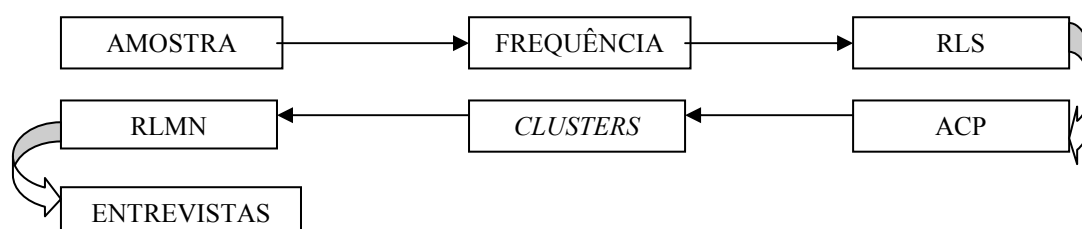
O tempo médio das entrevistas foi de uma hora, e os dados foram registrados no próprio roteiro. Os dados foram sistematizados pela técnica de análise de entrevistas. Esta quantidade pode ser considerada como adequada (conforme recomendam ROSSI e SLONGO, 1998, de 15 a 20 entrevistas são suficientes) para fins de coleta de dados qualitativos, pois, geralmente, a partir da oitava entrevista, começa ocorrer a saturação de dados e os resultados tendem para a convergência de conclusões.

As entrevistas foram analisadas pela técnica de análise de conteúdo (BARDIN, 2002). De acordo com Bardin (2002), análise de conteúdo consiste em um conjunto de técnicas de análise das comunicações, que utiliza procedimentos sistemáticos e objectivos de descrição do conteúdo das mensagens. A intenção da análise de conteúdo é a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção (ou eventualmente, de recepção), inferência esta que recorre a indicadores (quantitativos ou não). Esta técnica possibilita formar um esquema de interpretação dos relatos à luz da estrutura teórica que orienta o estudo. Adicionalmente, procedeu-se, também, à análise horizontal dos relatos dos entrevistados para se estabelecer relações conceituais comuns que emergem das interpretações.

4.5.2 Metodologia de tratamento dos dados

Para atingir os objetivos propostos de 4 a 6 (4 - identificar os focos de gestão de capital de giro no Brasil; 5 - investigar os determinantes desses focos, confrontando com as teorias existentes; 6 - comparar os resultados brasileiros àqueles obtidos no Reino Unido) foram utilizadas, respectivamente, as técnicas multivariadas de análise fatorial da escala, de análise de agrupamentos e de Regressão Logística Multinomial (RLMN). O uso mais comum da RLMN se dá quando as variáveis dependentes são categóricas e as variáveis independentes são de qualquer tipo (contínuas, discretas, categóricas). Este estudo usou, como variável dependente, os estilos de administração das rotinas do capital de giro e, como variáveis independentes, os dados demográficos, operacionais e financeiros das MPEs, conforme a Figura 1, mostrada no Capítulo 1.

O delineamento para tratar os dados do *survey* foi estruturado conforme o roteiro da Figura 8, a seguir:



Nota. O símbolo RLS indica o uso da regressão logística simples, o ACP indica análise de componentes principais, os *CLUSTERS* indica a técnica estatística de análise de *clusters* e o RLMN – regressão logística multinomial. Fonte: Elaboração própria

Figura 8: Procedimentos metodológicos de tratamento de dados

A ilustração na Figura 8, mostra as etapas metodológicas adotadas na pesquisa. Antes da coleta de dados junto à amostra de firmas, foram feitas as adequações do questionário britânico à realidade brasileira. Na primeira etapa, foi efetuada a análise das frequências de respostas e testes de diferenças de médias entre setores econômicos. Na sequência, empregou-se a Regressão logística simples para identificar se características organizacionais determinam a frequência revisão das rotinas de capital de giro. Posteriormente, procedeu-se à análise de componentes principais (ACP), e, em seguida, à análise de *clusters*. Finalmente, o agrupamento das firmas permitiu a realização de regressões logísticas multinomiais (RLMN). Cada etapa do método é comentada nas seções que se seguem.

4.5.2.1. 1ª Etapa: Análise de frequência

Após a análise exploratória dos dados, na qual os dados iniciais foram tratados quanto aos valores faltantes, às respostas inconsistentes (mesma valoração para todas as rotinas, valores fora da faixa de variação) e valores extremos, calculou-se a frequência simples de revisão de cada rótulo da escala para cada rotina de gestão de capital de giro. Esta estatística permitiu conhecer a participação porcentual, em relação ao total, de cada rótulo da escala para cada prática de gestão. Além desta informação, este porcentual servirá para calcular a média ponderada de cada rotina de gestão de capital de giro.

4.5.2.2. 2ª Etapa; Regressão logística simples (RLS)

A regressão logística simples foi escolhida para investigar se as características das firmas determinam a frequência de revisão das rotinas de capital, objeto de algumas das hipóteses deste estudo. Para tal, calculou-se, para cada MPE brasileira, uma pontuação (score) de frequência de revisão de rotinas de capital de giro, dada pela soma simples das respostas dadas às questões 14 a 24 do questionário (utilizando a gradação 1 – “nunca” - até 5 – “muito frequentemente”).

Em seguida, dividiu-se as MPEs em dois grupos: G1) as que revisam as rotinas de capital de giro com maior frequência (pontuação acima da mediana); e G2) aquelas que revisam suas políticas com menor frequência (pontuação abaixo da mediana), criando uma variável *dummy*, que atribui 1 às MPEs do primeiro grupo (G1) e 0 às do segundo grupo (G2).

Para verificar a robustez dos resultados, foram adicionadas mais dois modelos de especificações.

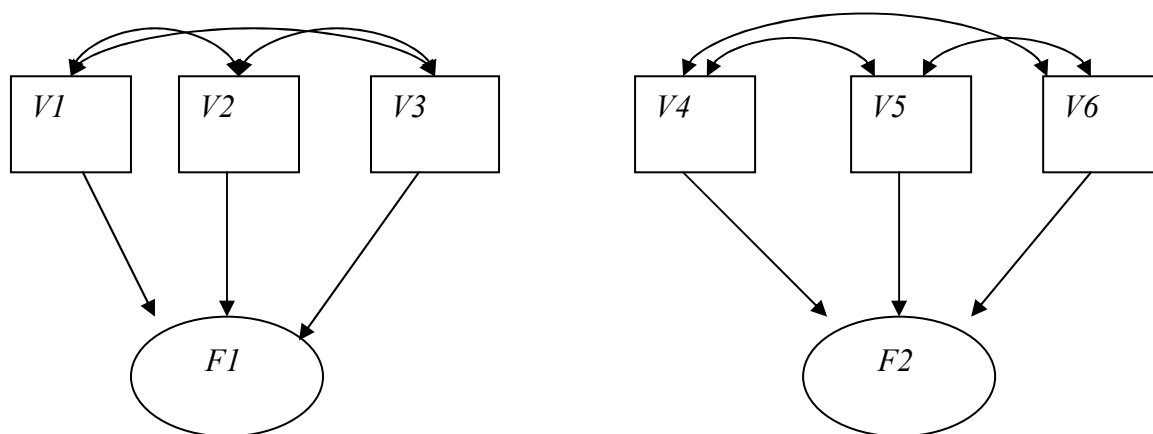
Nas três especificações, as variáveis ROA e CCC foram excluídas em razão do baixo número de observações. A especificação (1) usa a mediana como critério de separação das firmas, enquanto nas especificações (2) e (3), são empregadas definições alternativas para segregar entre as MPEs com maior e menor frequência de revisão de rotinas, utilizando-se respectivamente, o 1º e o 3º quartis de distribuição de pontuação como corte, no lugar da mediana. Tais definições alternativas são usadas como robustez, uma vez que o corte na mediana é um tanto arbitrário. Esse procedimento é distinto do usado em Howorth e Westhead (2003), que recorrem à regressão logística multinomial (e não logística simples) para testar suas hipóteses.

4.5.2.3. 3ª Etapa: Identificação de Componentes Principais (ACP)

O questionário utilizado no *survey* contém 11 itens referentes às rotinas de gestão de capital de giro (Apêndice D – questões de 14 a 24). Essa variedade de variáveis independentes pode ser um complicador na interpretação dos resultados. Em condições de pesquisa como esta e por parcimônia, o pesquisador pode empregar técnicas estatísticas de interdependência para reduzir o número de variáveis observáveis, utilizando variáveis latentes (também chamadas de “variáveis escondidas” ou fatores). Dentre essas técnicas, encontra-se a análise de componentes principais (HAIR et al. 2005; HAIR, JR et al. 2003).

A análise de componentes principais exploratória foi empregada, a fim de identificar os fatores latentes subjacentes ao construto de gestão financeira de curto prazo. Essa técnica multivariada é especialmente útil, quando se deseja resumir grande quantidade de dados para permitir a interpretação conceitual das correlações, além de minimizar os efeitos indesejáveis de multicolinearidade, entre as variáveis. Para isso, a hipótese nula dessa técnica testa se a matriz de correlação de Spearman é uma matriz identidade. A confiabilidade da escala usada foi medida pelo alfa de Cronbach. A validade do modelo fatorial é verificada por meio dos testes de KMO e de Bartlett. Nesse estudo, uma análise dos componentes principais (ACP) foi conduzida visando reduzir o número de variáveis em grupos de variáveis inter-relacionadas. A base de dados final contou com 379 empresas após a exclusão dos *missing values*.

A representação do processo de extração de componentes principais exploratório pode ser visualizado na Figura 9:



Nota: As setas duplas indicam a interdependências entre as variáveis em que V_i são as variáveis independentes e F_i são os fatores latentes extraídos

Fonte: Corrar; Paulo e Dias Filho (2007)

Figura 9: Variáveis latentes e a formação de fatores

O método de extração de fatores utilizado foi o de componentes principais. A decisão de recorrer a este método deveu-se à intenção de identificar um número de fatores que venha a explicar a parcela máxima de variância existente nas variáveis originais.

O modelo matemático de extração de componentes principais é:

$$V_i = \alpha_{i1} F_1 + \alpha_{i2} F_2 + \alpha_{i3} F_3 + \dots + \alpha_{ij} F_j + e_i$$

Na qual V_i são as variáveis padronizadas, α_i são as cargas fatoriais, F_j são os fatores comuns ortogonais (isto é, não relacionados entre si) e o e_i é um termo de erro que representa a parcela de variação da variável i que é exclusiva dela e não pode ser explicada por um fator nem por outra variável do conjunto analisado. As cargas fatoriais são valores que medem o grau de correlação entre a variável original e os fatores. O fator é o resultado do relacionamento linear entre as variáveis e que consegue explicar uma parcela de variação das variáveis originais.

Como há a intenção de criar clusters de casos de acordo com características comuns percebidas pela correlação das variáveis, na etapa seguinte de tratamento dos dados, o tipo de análise que melhor atende a esse propósito é o *Q - mode factor analysis*. O número de fatores será escolhido pelo critério Kaiser, cuja premissa considera que o fator deve ter variância explicada mínima de 1. Esse critério usa o eigenvalue de cada componente principal como parâmetro de escolha. Para se alcançar um nível ótimo no poder de explicação dos relacionamentos, optou-se pelo método de rotação ortogonal - Varimax, por ser o que melhor atende ao objetivo de análise.

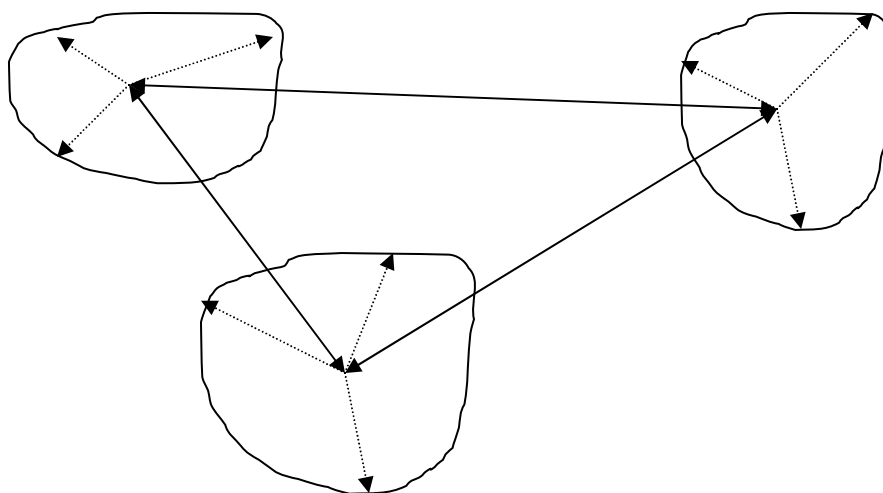
A qualidade de ajuste dos dados ao modelo fatorial foi verificada por meio do teste KMO e de esfericidade de Bartlett. O grau de explicação dos dados a partir do modelo fatorial foi medido pelo teste de Kaiser-Meyer-Olkin - KMO. Este teste mede a adequação da amostra - MSA - à análise de componentes principais. Adicionalmente, o teste de esfericidade de Bartlett será desempenhado para verificar se existem relações suficientes e significantes entre os indicadores para a aplicação da análise fatorial.

4.5.2.4. 4ª etapa: Análise de Clusters

Visando responder à quarta pergunta de pesquisa - como classificar as empresas de acordo com a propensão de uso de rotinas de capital de giro -, desempenhou-se a análise de *clusters* na tentativa de se verificar se as empresas podem se agrupar em conglomerados distintos a partir dos componentes principais das rotinas de administração de capital de giro.

A análise de *clusters* é uma das técnicas de análise multivariada, cujo propósito primário é reunir objetos – firmas, respondentes, produtos ou outras entidades -, baseando-se nas características dos mesmos (CORRAR; PAULO e DIAS FILHO, 2007). Os agrupamentos resultantes devem apresentar alto grau de homogeneidade interna, ou seja, devem ser parecidos entre si, e alta heterogeneidade externa, ou seja, os grupos formados devem manter suficiente distância nas características estudadas.

A representação, a seguir, ilustra a noção do conceito de distância interna e externa usada na formação de conglomerados.



Fonte: Hair et al (2005)

Figura 10: Agrupamentos com alta homogeneidade interna (setas tracejadas unidirecionais) e alta heterogeneidade externa (setas duplas contínuas)

A análise de *clusters* pelo método de Ward foi feita visando identificar a possível existência de heterogeneidade entre as empresas pesquisadas. Para isso, empregou-se a análise de componentes principais ao bloco de itens que identificou as práticas de rotina de gestão do capital de giro com o intuito de reduzi-la para fins de interpretação, com base na otimização da variância explicada. A partir da nomeação dos clusters (variáveis dependentes não-métricas), regressaram-se as variáveis independentes operacionais e financeiras e demográficas (métrica e não-métricas) contra o resultado do agrupamento das empresas, para identificar os efeitos daquelas características organizacionais sobre as escolhas de estilos de gestão do capital de giro. A análise foi realizada pelo método K-means, Hierárquico e Duplo. O método de Ward e a medida da distância euclidiana quadrada foram usados como critérios para agrupamento das firmas.

Esse comportamento dos dirigentes das MPEs foi calculado com base na estimativa de probabilidade do modelo *logit*, pelo qual as empresas podem assumir o status no cluster correspondente ao estilo de gestão financeira.

4.5.2.5. 5ª etapa: Regressão logística multinomial (RLMN)

Como delineado no estudo de Howorth e Westhead (2003), e visando responder à segunda questão de pesquisa, a análise de regressão logística tipo multinomial foi conduzida

para identificar quais as variáveis independentes poderiam ser discriminantes eficazes entre clusters de empresas. A análise de cluster possibilitou a formação de quatro aglomerados de estilos de gestão de capital de giro, os quais atuariam como variáveis dependentes dicotômicas (*dummies*) no modelo. Neste propósito, o modelo desta pesquisa busca testar hipóteses com base na probabilidade de as firmas assumirem um estilo predominante de gestão de capital de giro em função de um conjunto de variáveis independentes, categóricas ou não.

Na regressão logística multinomial (RLMN), os *clusters* são considerados como equivalentes para fins de comparação de variáveis dependentes codificadas como *dummy*. O *cluster* de referência deve ser o *cluster* de escore numérico mais alto. A RLMN fornece um conjunto de coeficientes para as comparações entre os pares de *clusters*. Os coeficientes das variáveis independentes para o *cluster* de referência são todos nulos, ou seja, o coeficiente obtido para uma dada variável dependente numa regressão é a estimativa do efeito relativo dessa variável entre o *cluster* estudado e o *cluster* de referência.

Existirá uma equação para cada um dos grupos definidos pela variável dependente. Cada uma das equações pode ser usada para calcular a probabilidade que um sujeito (unidade observacional) tem de se tornar membro de cada um dos *clusters*. Um caso é previsto pertencer ao *cluster*, se ele estiver associado com a probabilidade mais alta. Membros de clusters previstos podem ser comparados aos membros dos clusters reais para obter uma medida de classificação de acurácia do modelo.

O modelo de previsão pela regressão logística pode ser expresso pela Equação 4.1:

$$\text{Ln} \left(\frac{p}{1-p} \right) = \beta_0 + \sum (\beta_i \cdot x_i), \quad (4.1) \text{ em que:}$$

p = a probabilidade de ocorrência de um certo estilo de gestão;

$(1 - p)$ = a probabilidade de não ocorrência de um certo estilo de gestão;

β_0 = constante do modelo;

β_i = pesos, coeficientes ou efeitos associados a cada variável explanatória;

x_i = as variáveis explanatórias.

Os coeficientes do modelo indicam a mudança que ocorre no lado esquerdo da equação 4.1, dada uma mudança unitária na variável independente ou explanatória. Diversos tipos de testes podem ser desempenhados para se avaliar a qualidade do modelo logístico simples e multinomial.

O teste geral de relacionamento no modelo testa a hipótese nula de não relacionamento entre as variáveis independentes e os clusters de variáveis dependentes categóricas. Esse índice é baseado na redução de valores de probabilidade entre o modelo que não contenha quaisquer variáveis independentes e o modelo que as contenha. Essa diferença em probabilidade segue uma distribuição de qui-quadrado, e é conhecida como modelo qui-quadrado. O teste de significância para o modelo final é a evidência estatística da presença de uma relação entre a variável dependente categórica e a combinação de variáveis independentes.

Outro teste de robustez mais seguro dos relacionamentos entre variáveis é uma medida de exatidão de classificação. Esse teste compara a previsão de chance de um membro pertencer ao grupo baseada no modelo logístico à condição real de pertencer ao grupo de referência da variável dependente. A utilidade de um modelo logístico é avaliada ainda por meio de *benchmark*, ao comparar a chance por si só de pertencer a um grupo com a chance exata medida pelo modelo. O critério que se pode usar, para caracterizar o modelo de RLMN como útil, é um melhoramento de 25% promovido pela chance de acurácia do que a probabilidade de uma classificação aleatória.

A regressão logística multinomial emprega o método da máxima verossimilhança para evidenciar mudanças nas inter-relações dos *logs* da variável dependente. A validade do modelo logístico é verificada por meio de testes estatísticos sobre as principais medidas de avaliação logística. A avaliação geral da regressão logística é o *log likelihood value*, que é um indicador que busca aferir a capacidade de o modelo estimar a probabilidade associada à ocorrência de determinado evento. O teste com a estatística de Wald serve para aferir o grau de significância de cada coeficiente na equação logística e tem por objetivo verificar se cada parâmetro estimado é significativamente diferente de zero. A hipótese nula é que os coeficientes da equação são nulos. Está hipótese não foi suportada pelos dados. Portanto, o modelo parece ser plausível para responder à questão de pesquisa. Adicionalmente, procedeu-se também à correção dos erros-padrão das medidas das variáveis para heterocedasticidade nas regressões.

4.5.2.6. 5ª Etapa: Equações estruturais

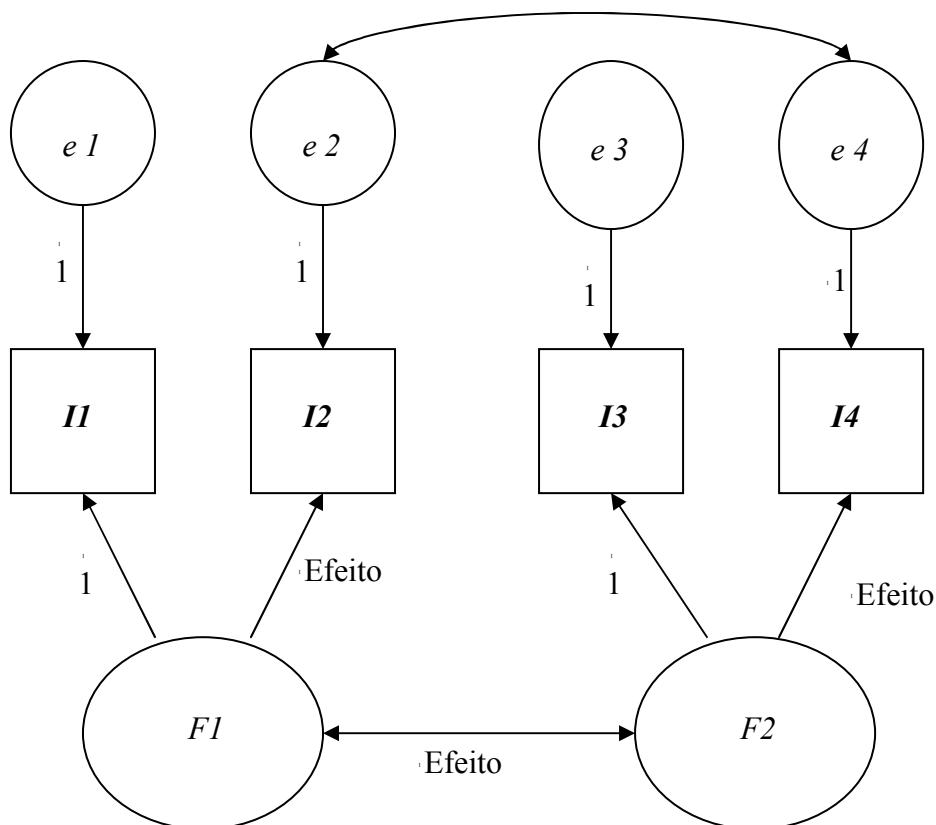
Para alcançar o sétimo objetivo proposto – *avaliar o modelo que relaciona os fatores latentes de gestão de rotinas de oferta de crédito a cliente e de estoques* -, e tendo em mente as relações endógenas entre indicadores da gestão de capital de giro e a simultaneidade de

decisões operacionais e financeiras, no dia a dia das firmas, foi empregada a técnica de modelagem de regressão com equações estruturais, a qual possibilita tanto estimar os coeficientes da regressão como tratar, concomitantemente, os erros de mensuração. A literatura financeira tem documentado a utilização do modelo de equações estruturais em vários estudos em finanças (TITMAN e WESSELS, 1998; ÖRTQVIST; MASLI; RAHMAN e SELVARAJAH 2006; CHANG; LEE e LEE, 2009 e YANG; LEE; GU e LEE, 2010) e em estudos na área de operações, marketing, psicologia e outras áreas de ciências sociais aplicadas.

A decisão de usar a modelagem de equações estruturais (MEE) é porque, conforme destacaram Hair et al. (2005), as técnicas de regressão múltipla, de análise fatorial, de análise de variância e outras avaliam uma única relação entre as variáveis dependentes e independentes, a MEE possibilita a estimação simultânea de um conjunto de equações múltiplas distintas, mas que se inter-relacionam. Em adição, Chin (1998) acrescenta ainda que a MEE têm a habilidade de representar conceitos não observáveis em modelos complexos, o que a torna uma ferramenta de análise multivariada de segunda geração. Neste sentido, e tendo em vista robustez dessa técnica e a natureza de inter-relações simultâneas presente na gestão de itens que compõem o capital de giro e o objetivo a ser alcançado, a MEE é a que melhor reflete o desenho de pesquisa.

A MEE é composta por um modelo de mensuração e por um modelo estrutural (BYRNE, 2001). O modelo de mensuração idealizado e fundamentado pela teoria entre os indicadores e as variáveis latentes é avaliado, utilizando-se a análise fatorial confirmatória (AFC), enquanto o modelo estrutural das relações entre construtos é avaliado por meio de índices de qualidade de ajustes, da significância e da magnitude das estimativas dos coeficientes de regressão (HAIR et al., 2005). Esses índices são calculados com base na matriz de covariâncias dos indicadores observáveis de um construto. O Diagrama 1 , a seguir, ilustra os componentes de modelo estrutural teórico.

Correlação



Nota: $F1$ é uma variável ou fator latente que, teoricamente, causa os escores observados dos indicadores mensurados variáveis independentes ou exógenas - $I1$ e $I2$ e $F2$ é outra variável latente relacionada aos indicadores observáveis $I3$ e $I4$. $F1$ e $F2$ podem ser interpretados como a variância comum compartilhada pelos dois indicadores. Efeito é o efeito causal do fator sobre o indicador e é representado por uma seta de direção única, quando se supõe conhecer o sentido da causa ou por uma seta de dupla direção, quando não se sabe o sentido da associação entre as variáveis. É a estimativa do parâmetro da regressão. ei são as variâncias de erro ou de resíduos dos indicadores. Correlações entre variáveis são representadas por pela curva com dupla direção.

Diagrama 1: Modelo de equação estruturais

O modelo de mensuração compreende o conjunto de relacionamentos teóricos ou os caminhos entre as variáveis observáveis ou indicadores operacionais de um conceito (I_i), os fatores (F_i) e os resíduos (ei), enquanto o modelo estrutural refere-se, exclusivamente, às associações entre fatores latentes.

O sétimo objetivo deste estudo visa testar os relacionamentos entre variáveis latentes da administração do capital de giro, conforme ilustrado na Figura 11 a seguir.

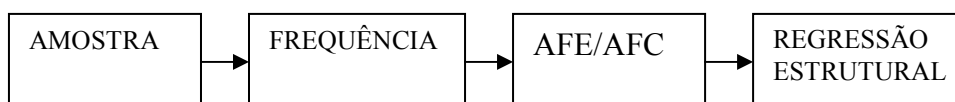


Nota. As variáveis latentes FLUXO DE CAIXA e ESTOQUES são variáveis endógenas no modelo de regressão estrutural.

Fonte: Elaboração própria

Figura 11: Modelo teórico de proposições de relacionamentos

Para atingir o objetivo proposto, delineou-se tratar os dados da amostra conforme roteiro estruturado e apresentado na Figura 12, a seguir:



Nota: Essa Figura mostra as etapas metodológicas adotadas na pesquisa. Na primeira etapa, foram calculadas as estatísticas descritivas da amostra. Em seguida, foram feitas a análise fatorial exploratória (AFE) e a análise fatorial confirmatória (AFC) para validação do construto e da escala de medida. Na sequência, procedeu-se à estimação dos coeficientes das regressões entre variáveis latentes, dos erros e resíduos por meio da regressão estrutural (RE). Utilizaram-se os softwares SPSS e o AMOS v18 para o tratamento estatístico dos dados.

Fonte: Elaboração própria

Figura 12: Procedimentos metodológicos de tratamento de dados.

Inicialmente a escala foi submetida a diversas configurações fatoriais alternativas por meio do modelo de mensuração, para verificar qual era o modelo mais parcimonioso. A partir da identificação das variáveis latentes, as hipóteses foram testadas por meio do modelo de regressão estrutural. A análise do modelo de mensuração da escala foi desempenhada, visando identificar se a escala é válida e confiável em mensurar o construto de gestão de capital de giro. Para isso, empregou-se a análise fatorial exploratória (AFE) aos dados, para se ter uma noção dos possíveis componentes principais.

A análise fatorial confirmatória possibilita avaliar tanto a confiabilidade na consistência interna entre múltiplos indicadores do construto usados na escala, como as validades convergentes e divergentes e a unidimensionalidade. De acordo com Kline (2011, pp. 71-72),

Um conjunto de variáveis, supostamente, para medir, o mesmo construto, mostra validade convergente se suas intercorrelações são pelo menos moderadas em magnitude. Em contraste, um conjunto de variáveis, supostamente, para medir, construtos diferentes, mostra validade discriminante se suas intercorrelações não são muito altas. (Kline, 2011, pp.71-72).

A validade convergente dos construtos é avaliada pela estatística qui-quadrado (χ^2) que mede a confiabilidade composta das escala, em que se busca um valor não significativo, ou seja, a situação empírica na qual os dados se ajustam ao modelo. A validade discriminante entre os fatores latentes é verificada com base nas medidas de variância média extraída (AVE) e pela comparação entre a raiz quadrada da AVE e a correlação entre os construtos (BYRNE, 2001; HAIR et al. 2005, KLINE, 2005).

Com base nesses resultados, realizou-se a análise fatorial confirmatória (AFC) de primeira ordem para testar se realmente os indicadores da escala estão medindo um componente latente particular. Os índices de qualidade de ajuste do modelo estrutural (GFI) são calculados com base na quantidade de variância e covariância da matriz observada, que é reproduzida pela matriz estimada.

As principais medidas comparativas para avaliar a qualidade de ajuste entre a matriz observada e a estimada pelo modelo proposto podem ser de natureza absoluta, incremental ou parcimonioso. Conforme Hair et al., (2005), as medidas de ajustes absolutas - GFI (índice de qualidade de ajuste absoluto, mas não é parcimonioso) e RMSR (raiz do erro quadrático médio) -, indicam qual é a correlação residual média. No entanto, é necessário também os índices incremental e parcimonioso garante aceitabilidade do modelo em outros aspectos.

Os critérios incrementais servem para avaliar o ajuste incremental do modelo proposto comparado-o ao modelo nulo (o modelo nulo é teorizado como um modelo com apenas um fator e sem erro de mensuração). Dois índices são gerados: o de Tucker-Lewis (TLI) e NFI (índice de ajuste normado) e ambos devem ser $> 0,9$ para aceite do modelo.

Os índices de ajuste parcimonioso avalia o modelo proposto pela análise do ajuste versus o número de coeficientes estimados ou pelos graus de liberdade necessários para atingir aquele nível de ajuste. Duas medidas de parcimônia podem ser utilizadas na avaliação do modelo: o AGFI ($> 0,9$) e qui-quadrado normado (χ^2/gl), cujo valor ideal deve estar situado entre 1 e 2.

No sentido de avaliar a adequação do modelo proposto, analisam-se diversos indicadores. Um deles é a raiz do erro quadrático médio de aproximação (RMSEA - *Root Mean Squared Error of Approximation*), cuja relevância é destacada em razão dele corrigir a complexidades dos modelos. Quanto menor seu valor, melhor é o ajuste do modelo aos dados. Um RMSEA menor ou igual a 0,08 significa que o modelo apresenta boa adequação. Em complemento, outros autores como Seagars, Grover (1993), Barki, Hartwick (1994) e Koufteros (1999) também sugerem considerar o Índice de Ajustamento Comparativo (CFI - *Comparative Fit Index*) e o Índice de Ajustamento não Normalizado (NNFI - *Non-normed Fit Index*) na avaliação do modelo. Esses índices devem apresentar valor igual ou superior a 0,90 para o modelo ser considerado adequado. Nesse contexto de avaliação, a análise conjunta dos índices permite, também, avaliar se os resultados são uma representação aceitável dos construtos teorizados.

Adicionalmente, e, com o intento de analisar o modelo proposto neste estudo, foram utilizadas, ainda, as estatísticas de qualidade de ajustes mais comumente empregadas na avaliação de modelos estruturais (BYRNE, 2001; HAIR, 1997) – CMIN (χ^2) e os *Modification Indexes* (MI) -, para se realizarem as reespecificações dos modelos e as reestimações dos coeficientes de regressão e de erros de mensuração dos dados.

5. DADOS E RESULTADOS

5.1. Banco de dados

Primeiramente, a análise exploratória dos dados foi realizada para identificar a presença de medições inconsistentes e para se ter a noção das distribuições das variáveis. A validade dos dados coletados foi verificada por meio de inspeção visual dos gráficos *Box plots* das variáveis que formaram o banco de dados. Esse procedimento permitiu identificar a presença de *missing values*, de *outliers* e de problemas de codificação de variáveis na entrada de dados no software. Os questionários de firmas de consórcio, de cooperativas, de empresas listadas em bolsa, do setor financeiro, empresas públicas, ONGs e aquelas com mais de 50 empregados (107) foram eliminados da base de dados. A decisão de eliminá-las deve-se ao fato dessas não fazerem parte do escopo de interesse central deste estudo.

5.2. *Missing values e outliers*

As questões que apresentavam mais de 5% de dados faltantes foram excluídas do cálculo estatístico. Contudo os questionários que traziam dados inconsistentes, como, por exemplo, respondentes que marcaram a mesma resposta para todas as questões sobre as práticas de gestão do capital de giro também foram eliminadas da base de dados. O mesmo procedimento foi adotado quanto aos questionários que continham dados *outliers*. O critério para identificação de *outliers* foi que o valor limite da medida excedesse a +/- 3 vezes o desvio-padrão. A base de dados inicial foi composta por 447 firmas de micro e pequeno porte (até 49 funcionários) e a final, após depuração dos dados, por 379 respondentes de questionários e por 18 respondentes que foram entrevistados face a face.

5.3. Estatísticas descritivas univariadas

A amostra de empresas com menos de 50 funcionários contou com 379 empresas. A distribuição por porte mostrou-se balanceada entre micro (51,33%) e pequenas empresas (48,67%).

Algumas características organizacionais destas empresas estão na Tabela 3. A proporção de empresas de comércio e distribuição é bastante similar nos dois grupos (próximo de 55%). Há maior concentração de empresas de serviços no subgrupo das microempresas, ao passo que a proporção de empresas industriais é maior entre as pequenas.

Tabela 3: Características organizacionais por porte de firmas

Características organizacionais	Micros (195)	Pequenas (184)
Perfil da amostra (%)	51,33	48,67
Média de funcionários	4,54	19,83
Comércio/Distribuição (%)	55,61	55,44
Serviços (%)	35,30	25,14
Indústria (%)	8,02	17,14
Construção (%)	1,07	2,28

Nota. A Tabela mostra a distribuição de características organizacionais por porte das empresas. Média de funcionários reflete a quantidade média de empregados com vínculo empregatício nos 12 meses anteriores à data em que o dirigente respondeu ao questionário. Porcentagens do perfil da amostra e dos quatro setores de atividade econômica que predomina na empresa é a participação relativa de cada setor por tipo de porte no total de respondentes.

Fonte: elaboração própria

As características descritivas das variáveis demográficas da amostra são exibidas na Tabela 4, em que se separa a amostra em quatro sub-grupos por setor de atuação econômico. As medidas foram obtidas, exclusivamente, a partir do questionário aplicado. De maneira geral, os valores das estatísticas descritivas da amostra evidenciam uma alta variância e assimetria dos dados, conforme pode ser visto quando se analisam as informações da penúltima (média) e da última coluna (desvio-padrão) da Tabela 4.

Tabela 4: Estatísticas descritivas por setor de atuação econômico

Variáveis / Setor	Comércio e Distribuição	Serviço	Indústria	Construção	Todas	D.P.
Quantidade de funcionários	11,72 (187)	10,51 (95)	18,72 (39)	8,00 (4)	12,26* (325)	11,05
Idade (anos)	12,13 (187)	10,03 (94)	13,56 (39)	18,25 (4)	11,75 (324)	8,49
Retorno sobre ativo total (%)	22,19 (89)	24,30 (53)	20,14 (25)	39,00 (3)	22,89 (170)	12,96
Vendas à vista (%)	42,87 (186)	46,38 (89)	27,26 (39)	42,50 (4)	42,00 (318)	27,50
Compras a prazo (%)	68,46 (183)	63,07 (87)	76,41 (39)	72,50 (4)	66,72 (313)	31,21
CCC (dias)	39,12 (89)	31,78 (49)	29,08 (26)	18,50 (4)	34,99 (168)	21,70
Clientes que pagam no vencimento (%)	38,79 (184)	38,31 (90)	32,79 (39)	35,00 (4)	38,44 (317)	24,10
Sazonalidade (1-9)	5,01 (184)	3,64 (88)	4,46 (39)	4,75 (4)	4,44 (315)	2,55
Crescimento (1-9)	7,83 (186)	7,90 (90)	7,95 (39)	6,50 (4)	7,80 (319)	1,89
Atraso nos pagamentos a fornecedores (1- 9)	7,04 (240)	6,95 (139)	7,18 (82)	7,25 (10)	7,13 (369)	2,47
Uso de financiamento externo (5-25)	12,26 (185)	12,40 (91)	13,51 (39)	10,00 (4)	12,41 (319)	6,52

Nota: Essa tabela mostra as variáveis demográficas mais importantes da amostra, separando-as por sub-grupo de acordo com o setor de atividade, bem como para o total de empresas. Os números mostrados são as médias para cada variável/subgrupo, e os valores entre parênteses correspondem ao total de empresas consideradas para aquela variável em cada subgrupo. Retorno sobre ativo total é o retorno médio dos últimos três anos. Crescimento refere-se ao impacto do crescimento das vendas sobre o tamanho da empresa nos últimos três anos. O símbolo (*) indica diferenças de média significativas ao nível de 5% das variáveis entre os setores de atividades. A última coluna traz o valor do desvio-padrão (D.P.) de cada variável.

Fonte: elaboração própria

Os resultados da Tabela 4 mostram que as MPEs empregam em média 12 funcionários (mediana = 9). Essa variável é uma *proxy* do porte das firmas nessa pesquisa. A menor média de funcionários está nas firmas da cadeia do setor de construção civil - média = 8 funcionários, enquanto a maior média de funcionários encontra-se na indústria - média = 19. Como era de se esperar de uma base de dados tão diversificada como essa, a dispersão dos dados agregados é acentuada (coeficiente de variação = 92%), configurando que a distribuição

do porte das firmas, conforme Tabela 4 tem uma assimetria amostral positiva, ou seja, existe uma quantidade maior de micro empresas na amostra.

Quanto ao tempo de atividade das firmas, a média de idade é de 11,75 anos e a mediana é de 10 anos. As de maior maturidade são as firmas do setor de construção civil – média de 18,25 anos. Conforme o modelo de crescimento por estágios, é possível identificar que mais de 50% das firmas dessa amostra sejam constituídos por empresas maduras e que já ultrapassaram as barreiras naturais do estágio inicial de existência. A variabilidade dos dados da amostra é alta (coeficiente de variação = 73%), cuja distribuição dos dados agregados sugere, também, a presença de assimetria amostral positiva.

A habilidade financeira nas MPEs é baixa. Apenas 35,2% delas afirmam utilizar técnicas sofisticadas para avaliar decisões financeiras. Esses resultados estão em linha com os resultados encontrados por Ebben e Jonhson (2011) nos EUA e por Borkowski, Perobelli e Zanini (2009) no Brasil. Coerente com essas evidências, a média do retorno sobre ativo total das MPEs é de 22,89% e pode ser considerada alta, quando comparado ao retorno de firmas maiores e que, supostamente, empregam técnicas sofisticadas de avaliação de investimentos. Ou seja, a magnitude dessa taxa nas MPEs dessa amostra pode estar gerando um conforto de desempenho aos gestores de modo que estes não vejam necessidade de investir em rotinas de controle. Esse retorno é representativo para 98% das firmas da amostra.

Quanto à oferta de *trade credit*, essa opção de financiamento de vendas pelas empresas é disponibilizada, em média, por 58% das firmas. O percentual de oferta de *trade credit* mais alto encontra-se na indústria (72,74%). Esse resultado pode ser explicado pela própria natureza de ofertante de *trade credit* e pela longa duração do ciclo de produção das firmas desse setor.

As firmas da indústria também são as que mais demandam *trade credit* dos seus fornecedores – 76,41%. A média das firmas é de 66,72%. Isso mostra que há, possivelmente, um canal de transmissão de *trade credit* entre as firmas da cadeia produtiva e de distribuição. Há assimetria amostral negativa na *proxy* de demanda de crédito comercial - porcentagem de compras a prazo -, porém a distribuição registra um coeficiente de variação nos dados de 45%.

O CCC (ciclo de conversão de caixa) médio é de 35 dias e a mediana e a moda são de 30 dias. No agregado, os resultados indicam ampla variabilidade nos prazos de CCC (coeficiente de variação = 60%) e uma assimetria amostral positiva na distribuição dos dados. Esse conhecimento pode ser útil na interpretação da eficiência da gestão do capital de giro e

também permite compreender como esse atributo está associado à escolha das preferências por determinadas práticas e não por outras.

O setor que demanda maior prazo é o do comércio/distribuição – média = 39 dias, enquanto o de menor duração está nas firmas do setor de construção civil – 18,5 dias. O perfil do setor de comércio e de distribuição caracteriza-se por apresentar a maior necessidade de financiamento de capital de giro, medido pelo CCC, com maior propensão de sofrer influências da sazonalidade de produtos. Esse comportamento é condizente com a natureza do setor no qual predominam as firmas varejistas, pois terão que ter uma gestão de estoque adequada às datas comemorativas e à variação sazonal do tipo de produto ofertado. A incerteza da demanda pode levar as firmas deste setor a usar diferentes tipos de estratégias financeiras para cumprir suas obrigações. Em relação a esse aspecto, o setor de serviços é o que sofre a menor influência da sazonalidade de receitas.

A porcentagem média de pontualidade de pagamento dos clientes é de 38,44%. Os clientes das firmas evidenciam comportamento financeiro de pagar obrigações no vencimento homogêneo entre os setores. Esse parâmetro é um sinalizador do risco de inadimplência da carteira de recebíveis das firmas que impacta negativamente o fluxo de caixa e corroi a rentabilidade das firmas (HOWORTH e WILSON, 1999). Por outro lado, conhecer esse percentual pode ajudar os gerentes/proprietários a ajustar suas previsões de entradas de dinheiro no fluxo de caixa e também articular formas mais agressivas de política de cobrança.

A variável atraso nos pagamentos a fornecedores é a que apresenta menor assimetria e dispersão de dados (coeficiente de variação = 34%) na presente amostra, indicando um aspecto cultural de inadimplência entre gestores de empresas de micro e pequeno porte de estender o crédito comercial recebido unilateralmente. A mediana (8,0) é próxima da média (7,13). Contudo os altos valores para esses parâmetros sinalizam um aspecto fundamental de *moral hazard* nas relações comerciais e na demanda por *trade credit*, denotando um comportamento oportunista dos gerentes/proprietários das MPEs.

No entanto uma explicação desse fenômeno deve-se ao fato de essas firmas apresentarem falta de liquidez momentânea e também por terem pouco acesso a empréstimos bancários. É também plausível pensar que os fornecedores já são sabedores da magnitude dos riscos de seleção adversa que assumirão quando vendem a prazo a seus clientes, mas que, em razão do investimento específico já feito (NG, SMITH e SMITH, 1999) e ao maior tempo de relacionamento comercial, esse comportamento já esteja institucionalizado, e o fornecimento de mercadorias não seja suspenso quando ocorre a inadimplência do cliente. Esse comportamento de tolerância dos fornecedores é consistente com o observado por Marota

(2006) no contexto italiano. Em complemento, conforme (HOWORT e WILSON, 1999), esse comportamento também pode ocorrer devido às pobres práticas de administração financeira e de crédito e de cobrança do fornecedor ou ao poder de mercado do cliente.

No agregado, apurou-se que 30% das firmas não recorrem a empréstimos bancários. Esse resultado é convergente com os resultados de Câmara et al. (2006), que encontraram que apenas 40% das empresas não utilizam dívidas, e também com sondagens do SEBRAE – SP (2004; 2006), na qual foi identificado que 63% das microempresas paulistas e que 46% das pequenas firmas nunca contrataram empréstimos junto ao sistema financeiro. Adicionalmente, Ebben e Johnson (2011) argumentam que proprietários de pequenas firmas, frequentemente, podem não desejar contratar financiamento externo por várias razões, como: 1) por causa das elevadas exigências que bancos e investidores demandam; 2) porque são inexperientes com essas operações financeiras, e 3) porque eles são avessos a risco quando avaliam contratar empréstimos (CASSAR, 2004; Bhide, 1992).

5.4. Análise de frequência

A distribuição da frequência das respostas de percepção sobre o uso das rotinas de administração do capital de giro encontra-se na Tabela 5. A percepção dos dirigentes foi medida por meio de uma escala intervalar contendo rótulos de cinco pontos. A inspeção visual dos dados da Tabela 5 nos possibilita identificar proporções de frequência de controle das rotinas de capital de giro e comentar o comportamento agregado dos gerentes/proprietários das MPEs da amostra.

Para isso, foram consideradas no cálculo as somas das porcentagens de frequência de utilização das rotinas de gestão de capital de giro dos respondentes que não quantificaram o rótulo 1 – nunca realizam controle de revisão das rotinas descritas. Para 80% dos dirigentes, as rotinas, para rever prazo de pagamentos a credores, risco de crédito a cliente, ponto de pedido, prazo de crédito a clientes, débitos incobráveis e financiamento de capital de giro, são com alguma frequência revisadas.

De acordo com a teoria da firma, tal diferença pode ser explicada pelos aspectos derivados do comportamento gerencial dos dirigentes brasileiros. A história recente de instabilidade econômica e de altas taxas de inflação deixou lições valiosas quanto aos impactos daqueles fenômenos sobre os aspectos de gerenciamento dos negócios, como, por exemplo, a prática de revisão na política de descontos a clientes - 80%, no Brasil, contra 30%

no Reino Unido. Ou seja, as empresas que sofrem restrições financeiras e passam a depender cada vez do comportamento de entrada de fluxo de caixa se utilizam mais intensamente da prática de descontos como meio de fazer caixa ao acelerar a entrada de dinheiro de recebíveis e ao aumentar o giro do estoque e/ou retardar o pagamento a fornecedores.

Conseqüentemente, as questões inerentes à gestão de estoques também apontam comportamentos diversos. O nível investimento em estoque recebeu a atenção de 82% dos dirigentes nacionais, enquanto essa variável foi considerada por 64% dos gestores britânicos.

O prazo de pagamento a fornecedores e o giro de estoques são as rotinas que mais receberam atenção dos dirigentes, estando a frequência brasileira 12,7 e 28,4 pontos percentuais acima dos britânicos, respectivamente. Aspectos inerentes à relevância do *trade credit* podem ser identificados no comportamento da média de cada variável pertinente. Essa análise de frequência foi complementada pela diferença entre médias.

Os resultados sugerem, com base na percepção dos dirigentes brasileiros, que a disposição a controlar desses é diferente da dos dirigentes britânicos, e que aqueles apresentam um nível de gestão de capital de giro superior, exceto quanto às rotinas de prazo médio de recebimento e de orçamento de caixa, cujas médias são estatisticamente indistintas.

Isso confirma a intuição preliminar sobre a existência de um possível comportamento gerencial diferenciado das práticas de administração financeira entre os países em virtude das peculiaridades ambientais e do estágio de desenvolvimento financeiro existente no mercado.

Tabela 5: Frequência de revisão das políticas de administração do capital de giro de firmas do UK e do Brasil

Práticas de gestão	A C G	Nunca		Algumas vezes		Às vezes		Frequentemente		Muito Frequentemente		Média		n		Desvio Padrão		t
		UK	Br	UK	Br	UK	Br	UK	Br	UK	Br	UK	Br	UK	Br	UK	Br	
		Giro de estoque	1	40,8	12,4	27,5	14,2	17,0	14,2	11,1	38,8	3,6	20,4	2,09	3,41	306	451	
Nível de investimentos em estoques	2	36,0	17,7	18,5	18,1	25,3	16,6	13,6	37,7	6,5	9,9	2,36	3,04	308	453	1,74	1,29	3,80**
Ponto de pedido de estoques	3	40,3	20,4	19,0	15,0	20,3	17,3	13,4	36,1	6,9	11,2	2,28	3,03	305	446	1,78	1,33	4,07**
Prazos ofertados aos clientes para pagamento parcelado	4	30,2	19,7	28,6	26,1	20,8	21,3	13,0	27,9	7,5	5,0	2,39	2,72	308	456	1,72	1,21	1,88
Política de desconto a clientes para pagamento antecipado ou para pagamento à vista	5	70,1	20,7	15,8	29,5	7,2	25,1	4,6	21,2	2,3	3,5	1,53	2,57	304	458	2,28	1,14	4,67** *
Créditos incobráveis de clientes	6	38,8	24,6	25,0	28,3	17,8	12,9	10,9	29,2	7,6	5,0	2,23	2,62	304	459	1,80	1,27	2,07*
Créditos duvidosos	7	31,5	24,7	30,2	25,1	20,7	15,7	12,1	26,6	5,6	7,9	2,30	2,68	305	458	1,76	1,31	2,07*
Risco de crédito de clientes	8	28,9	18,1	32,5	24,8	22,7	14,7	11,7	33,3	4,2	9,1	2,30	2,90	308	463	1,76	1,29	3,37**
Prazos de pagamento concedidos por fornecedores nas compras a prazo	9	25,5	12,8	31,9	27,3	27,4	17,4	10,0	33,4	5,2	9,1	2,37	2,99	310	461	1,73	1,22	3,49**
Uso de fontes de financiamento do capital de giro	10	32,5	20,4	31,5	18,9	19,6	14,1	9,6	37,3	6,8	9,3	2,27	2,96	311	461	1,78	1,32	3,82**
Uso do orçamento de caixa	11	29,7	38,0	21,9	19,4	22,6	11,9	12,3	26,1	13,5	4,5	2,58	2,40	310	463	1,65	1,34	-1,09

Nota: A média foi calculada atribuindo-se pontos à escala, da seguinte maneira: 1 para “Nunca”; 2 para “Algumas vezes”; 3 para “Às vezes”; 4 para “Frequentemente” e 5 para “Muito Frequentemente”. A coluna “n” mostra o número de observações válidas para cada país. A penúltima coluna mostra o desvio padrão para o Brasil e a última coluna compara as médias obtidas para Brasil e Reino Unido. O teste-t para diferenças de média foi realizado tanto para variância homocedástica como para a heterocedástica. Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10, 5% e 1%, respectivamente. A coluna ACG corresponde à denominação de cada prática de gestão doravante. Fonte: elaboração própria.

5.5. Regressão logística simples

Os resultados da Tabela 6 mostram que, contrariamente ao previsto nas proposições H_4 e H_5 , não temos evidência para confirmar que idade e tamanho das firmas influenciam a frequência de revisão das rotinas de capital de giro. Com relação à hipótese H_6 , que relaciona positivamente a habilidade financeira à adoção de rotinas de capital de giro, embora a especificação (1) tenha indicado relação positiva e significativa a 10%, não houve significância estatística a níveis usuais nas especificações (2) e (3). Assim, embora haja indícios sobre a existência de tal associação, a evidência não é forte o suficiente para confirmar a hipótese H_6 .

Todas as três especificações mostradas na Tabela 6 dão forte suporte para a confirmação da hipótese H_{7a} , isto é: a proporção de vendas à vista está negativamente associada à adoção de rotinas de gestão do capital de giro (relação estatisticamente significativa a menos de 1%). Os resultados das três especificações também apontam para a confirmação da hipótese H_8 , que associa positivamente a adoção de rotinas de gestão de capital de giro à sazonalidade das vendas (relação estatisticamente significativa a 5% ou 10%, dependendo da especificação). A evidência também confirma (significância de 5% ou 10%, conforme a especificação) a hipótese H_9 , que associa o desejo de crescimento das empresas à maior adoção de rotinas de gestão financeira de curto prazo, de acordo com a teoria do crescimento por estágios. Os resultados não dão suporte às hipóteses H_{10a} e H_{11a} , que relacionam respectivamente o uso de fontes externas de financiamento e a proporção de compras a prazo (quantidade demandada de crédito comercial) à adoção de rotinas de gestão de capital de giro. É possível que, no Brasil, o financiamento bancário seja utilizado pelas MPEs apenas como recurso eventual, ou de última instância, para cobrir descasamento de caixa em períodos curtos, o que descaracterizaria a motivação da hipótese H_{10a} , a qual está baseada na pressuposição de uso contínuo do financiamento externo, explicando tal resultado.

Tabela 6: Regressões logísticas: determinantes da frequência de revisão de rotinas

Variável	Hipótese relacionada	Sinal esperado	(1)		(2)		(3)	
			0 = Abaixo da mediana; 1 = acima da mediana		0 = Abaixo do 1º quartil; 1 = acima do 1º quartil		0 = Abaixo do 3º quartil; 1 = acima do 3º quartil	
			Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
TOTEMP	H ₄	+	0,012	0,96	-0,022	-1,71	0,021	1,50
IDADE	H ₅	+	-0,016	-1,11	-0,017	-1,05	-0,007	-0,41
HABIL	H ₆	+	0,484*	1,80	0,324	1,10	0,489	1,59
VENVISTA	H _{7a}	-	-0,021***	-3,70	-0,020***	-3,12	-0,017***	-2,60
SAZON	H ₈	+	0,094*	1,80	0,120**	2,10	0,097*	1,73
CRESC	H ₉	+	0,187**	2,11	0,123*	1,78	0,208*	1,75
EXFIN	H _{10a}	+	-0,015	-0,68	-0,017	-0,78	-0,007	-0,28
COMPRAZO	H _{11a}	+	-0,001	-0,27	-0,004	-0,75	0,000	-0,07
RECDIA	H _{12a}	-	0,020***	2,82	0,008	1,11	0,010	1,25
ATRPAGTO	H _{13a}	+	0,138**	2,21	0,072*	1,85	0,108*	1,89
IND	controle		-0,900**	-2,15	-0,753	-1,36	-1,061**	-1,99
SERV	controle		0,040	0,14	-0,061	-0,21	-0,510	-1,46
COM	controle		-1,238	-1,14	-1,046	-1,18	omitida	
Constante			-2,672**	-2,46	0,446	0,46	-3,021	-2,30
	Observações		293		293		293	
	Pseudo-R ²		10,20%		8,56%		9,63%	
	% de acerto		74,2%		73,1%		77,4%	

Nota. A tabela apresenta os dados da regressão logística para firmas brasileiras. A variável dependente é uma *dummy* representando alta ou baixa frequência de revisão das rotinas de capital de giro. Na especificação (1), as empresas são divididas em dois grupos com o mesmo número de MPEs (isto é, a divisão é feita pela mediana da distribuição de pontuação de utilização das rotinas). Nas especificações (2) e (3), utiliza-se, em vez da mediana, o 1º e 3º quartis da distribuição de pontuação, respectivamente. As variáveis independentes são definidas como nos Quadros 7, 8 e 9. Os valores entre parênteses são as estatísticas de Wald para cada coeficiente estimado. Os símbolos ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente. Fonte: Elaboração própria

Há alguma evidência, ainda que fraca (isto é, sem significância estatística para as especificações 2) e 3), de que empresas que mais recebem em dia revisam suas políticas com maior frequência, justamente ao contrário do que prediz a hipótese H_{12a}. É possível que tal resultado signifique que a relação causal seja contrária ao pressuposto da hipótese. Isto é, é plausível que empresas que se dediquem mais às atividades relacionadas ao capital de giro (entre elas, a análise de crédito dos clientes) acabem tendo um melhor resultado (leia-se, menor índice de atrasos) para suas vendas. Voltaremos a essa questão na análise da hipótese H_{12b} (que relaciona recebimentos em atraso às rotinas específicas referentes a crédito a clientes) na seção 5.9.

Finalmente, há evidência para suportar a hipótese H_{13a}, que estabelece uma relação positiva entre o atraso no pagamento a fornecedores e a utilização de rotinas de gestão do capital de giro, em linha com os fundamentos teóricos de demanda por créditos comerciais.

5.6. Análise de componentes principais

A análise dos componentes principais (ACP) foi conduzida visando reduzir o número de variáveis originais para um conjunto de fatores, além de tratar do problema gerado por variáveis altamente inter-relacionadas, eliminando, assim, os indesejáveis problemas da presença de multicolinearidade entre dados.

O método de extração de fatores empregado foi o de componentes principais. A decisão de utilizar este método deveu-se à intenção de identificar um número de fatores que expliquem a parcela máxima de variância existente nas variáveis originais. Como há a intenção de se criar *clusters* de firmas de acordo com características comuns percebidas pela correlação das variáveis na etapa seguinte de tratamento dos dados, o tipo de análise que melhor atendesse a esse propósito é o Q - *mode factor analysis*. O número de fatores é escolhido pelo critério Kaiser, cuja premissa considera que o fator deve ter variância explicada mínima de 1. Esse critério usa o autovalor (*eigenvalue*) de cada componente principal como parâmetro de escolha. Para se alcançar um nível ótimo no poder de explicação dos relacionamentos, optou-se pelo método de rotação ortogonal - Varimax, por ser o que melhor atende ao objetivo de análise.

5.6.1 Validade do modelo

A qualidade de ajuste dos dados ao modelo fatorial foi verificada por meio do teste KMO e de esfericidade de Bartlett. O grau de explicação dos dados da amostra a partir do modelo fatorial foi medido pelo teste de Kaiser-Meyer-Olkin - KMO. Este teste mede a adequação da amostra - MSA – ao método de análise de componentes principais. Adicionalmente, o teste de esfericidade de Bartlett foi executado para verificar se existem relações suficientes e significativas entre os indicadores para a aplicação da análise fatorial.

A inspeção visual na estrutura de correlações de Pearson - não reportada aqui -, entre as variáveis operacionais das frequências de revisão de rotinas de capital de giro (ACG1 a ACG12), permitiu identificar coeficientes de baixo valor, o que sinaliza possíveis problemas de ajuste ao modelo fatorial. Três correlações mostraram-se não significativas (p -valor $< 0,05$): ACG1 x ACG10, ACG1 x ACG9 e ACG3 x ACG10. Diante disso, foram realizados testes de desempenho em três modelos exploratórios alternativos, sendo o modelo-base aquele

constituído pelas 11 variáveis de práticas de gestão de capital de giro coletadas conforme constam no questionário. A variância explicada do modelo-base foi de 66,67%, próxima da amostra britânica. Porém quatro variáveis apresentaram cargas compartilhadas superiores a 0,40 em dois fatores. Ou seja, o instrumento de coleta foi projetado com variáveis para medir um determinado construto teórico, mas os respondentes o associaram a outro(s).

Apesar dos testes de KMO e de esfericidade de Bartlett indicarem ajustes estatisticamente significativos dos dados ao modelo-base testado, a comunalidade da variável ACG10 (Financiamento do capital de giro) revelou-se menor que 0,5, portanto foi considerada como não tendo explicação suficiente na solução de componentes principais (Hair et al, 2005), embora Howorth e Westhead (2003) a tenha admitido. Esse resultado está em linha com o comportamento de gerente/proprietários em outros estudos empíricos encontrados na literatura financeira (CASSAR, 2004; Bhide, 1992; EBBEN e JOHNSON, 2011).

Um segundo modelo sem ACG10 foi avaliado e considerado válido pelos testes de ajuste KMO e Bartlett, gerando uma variância explicada com três componentes de 70,00% e confiabilidade de 0,841 no modelo modificado. Nesse modelo, a menor comunalidade foi de 0,557 com quatro variáveis, voltando a apresentar cargas compartilhadas acima de 0,40 entre dois fatores.

A matriz de resíduos de correlações desse modelo indicava níveis não significativos na variável ACG11 (Uso de orçamento de caixa) em nível de p-valor < 5%, a qual foi excluída no terceiro modelo. Esse modelo também apresentou cargas compartilhadas entre dois fatores. Após eliminá-la, um terceiro modelo com nove variáveis foi rodado. A Tabela 7 traz os três componentes desse modelo com autovalores maiores que um, explicando 74,32 % de variância total.

Uma explicação teórica para estas altas cargas compartilhadas pode ser a deficiência em aspectos cognitivos dos respondentes no sentido de distinguir com clareza o real significado da pergunta ou uma lógica própria e clara de gestão, predominante, possivelmente em MPEs.

A análise dos resultados dessa tabela revela que 47,33% da variância dos dados são explicados pelo componente principal 1, cujo autovalor é de 4,26. Esse componente é formado por um conjunto de quatro rotinas de gestão altamente correlacionadas entre si – política de desconto a clientes para pagamento antecipado e/ou para promover vendas, incobráveis, provisão para devedores duvidosos e avaliação de risco a clientes. Como se percebe, a natureza dessas práticas de gestão está essencialmente associadas aos aspectos de

gestão de crédito a clientes. Assim, esse componente foi nomeado como gestão de crédito e codificado por ACGCRED.

Um segundo conjunto de variáveis inter-relacionadas com autovalor de 1,39 e variância explicada de 22,43% é composto pelas práticas de giro de estoque, nível de investimento em estoque e ponto de pedido. Como se observa, o foco dessas práticas de gestão, na amostra, está relacionado aos aspectos de estoque das firmas. Nesse sentido, esse componente foi nomeado como gestão de estoque e codificado por ACGESTOQUE.

O terceiro componente principal é formado pelas práticas de gestão do prazo médio de recebimento de vendas a clientes e prazo médio de pagamento a fornecedores. A variância explicada por esse componente é de 11,49% com autovalor de 1,03. Esse componente foi nomeado como gestão de prazos e codificado por ACGPRAZOS. O Tabela 7, a seguir, resume as características dos componentes principais.

Tabela 7: Características dos componentes principais

Componente principal	Código	Variância explicada	Autovalor	Alfa de Cronbach
Gestão de crédito	ACGCRÉDITO	47,33%	4,26	0,87
Gestão de estoques	ACGESTOQUE	22,43%	1,39	0,67
Gestão de prazos	ACGPRAZOS	11,49%	1,03	0,61

Fonte: elaboração própria

Pelo princípio da parcimônia, optou-se por adotar o terceiro modelo na sequência do trabalho. A confiabilidade de cada componente da escala foi satisfatória, reportando a um alfa de Cronbach de 0,844. A solução fatorial exploratória para a amostra brasileira mostrou diferenças na formação dos três componentes principais em relação ao estudo de Howorth e Westhead (2003). Para a amostra do Reino Unido, o componente 1 - ACGCRED - mostrou carga na variável Período de crédito a clientes, enquanto, no Brasil, esta variável mostrou-se correlacionada ao componente 3. Esse componente que, no estudo original, foi denominado de WCMCASH, foi renomeado para ACGPRAZOS, devido à exclusão de duas variáveis que apresentavam resíduos não nulos.

Para a amostra do Reino Unido, a variável *prazos ofertados aos clientes para pagamento parcelado* mostrou-se associada ao componente de crédito, enquanto que, no Brasil, essa variável mostrou-se mais correlacionada ao componente 3 (prazos). Ainda assim, essa variável teve carga fatorial compartilhada com os componentes 1 (0,502) e 2 (0,516).

Isso expressa que decisões inerentes aos prazos a serem concedidos nas vendas a crédito podem estar associadas tanto ao construto de crédito concedido a clientes quanto ao construto de gestão de prazos. Em contrapartida, para os dirigentes britânicos, aquela variável teve destacada carga fatorial de 0,625 no construto de crédito e carga fatorial reduzida nos demais construtos. O ponto de identidade entre as pesquisas brasileira e britânica foi o conjunto de variáveis relacionadas a aspectos de gestão de estoque que carregaram no componente 2.

A variável remanescente, prazo de pagamentos a fornecedores, apresentou-se correlacionada positivamente com prazo médio de recebimento de clientes, formando, assim, o componente denominado ACGPRAZOS para a amostra brasileira. Essa correlação significativa entre essas duas práticas de gestão, encontrada neste estudo, está em linha e corrobora as evidências encontradas por Shi, Yang e Zhou (2011). Ou seja, quanto maior o prazo de pagamento recebido de fornecedores, maiores são os prazos ofertados aos clientes. Neste estudo, os dirigentes das MPEs entendem que estas duas variáveis inerentes a prazos são consideradas como pertencentes a um só fator, e não a dois, como no estudo britânico.

Essa percepção é coerente, pois essas variáveis são vitais para a elaboração do orçamento de caixa, já que 62% dos dirigentes as utilizam, mesmo esta variável sendo a de menor média entre as demais.

A Tabela 8, a seguir, exhibe os resultados da análise fatorial.

O ponto de identidade entre as pesquisas brasileira e britânica foi o conjunto de variáveis relacionadas a aspectos de gestão de crédito a clientes que carregaram no componente 1, exceto o prazo de recebimento.

Para dirigentes brasileiros, o prazo de recebimento a clientes - variável ACG4 - está associado ao construto de prazos e não no de crédito. Essa variável teve carga compartilhada com os componentes 1 (0,502) e 2 (0,516). Isso quer dizer que a pergunta pode ter sido entendida de maneira ambígua pelos respondentes, ou estes associam o prazo médio de recebimento igualmente tanto à gestão de crédito como à gestão de prazos. Os resultados da análise fatorial confirmatória mostram que essa variável de fato está correlacionada com a dimensão latente de gestão de prazos.

Tabela 8: Análise de componentes principais de administração de capital de giro

Variável	Descrição das práticas de gestão (frequência de revisão)	ACGCRED (componente 1)		ACGESTOQUE (componente 2)		ACGPRAZOS (componente 3)		Comunalidade	
		UK	Br	UK	Br	UK	Br	UK	Br
ACG 1	Giro de estoque			0.842	0,746			0.765	0,721
ACG 2	Nível de investimentos em estoques			0.877	0,688			0.823	0,641
ACG 3	Ponto de pedido de estoques			0.855	0,795			0.755	0,715
ACG 4	Prazos ofertados aos clientes para pagamento parcelado	0.625					0,630	0.472	0,693
ACG 5	Política de desconto a clientes para pagamento antecipado ou para pagamento à vista	0.593	0,582					0.463	0,626
ACG 6	Créditos incobráveis de clientes	0.896	0,913					0.804	0,880
ACG 7	Créditos duvidosos	0.897	0,930					0.810	0,876
ACG 8	Risco de crédito de clientes	0.651	0,844					0.560	0,808
ACG 9	Prazos de pagamento concedidos por fornecedores nas compras a prazo					0.548	0,843	0.546	0,728
ACG 10	Uso de fontes de financiamento do capital de giro		-		-	0.729	-	0.650	
ACG 11	Uso do orçamento de caixa		-		-	0.849	-	0.729	

Total de variância explicada (cargas rotacionadas)

Porcentagem de variância	28.23	47,33	22.43	15,50	16.40	11,49
Porcentagem de variância acumulada	28.23	47,33	50.66	62,83	67.06	74,32
Autovalores	3.105	4,260	2.467	1,395	1.803	1,034

Análise de confiabilidade da escala

Alfa de Cronbach	0.827	0,871	0.867	0,666	0.679	0,611
------------------	-------	--------------	-------	--------------	-------	--------------

Notas: Essa tabela mostra o agrupamento das variáveis primárias (ACG1 a 11) em componentes principais com base na matriz de correlação e rotação varimax. As comunalidades de cada variável nos componentes são apresentadas na última coluna. O comportamento das variâncias explicadas e a confiabilidade da escala completa e das subescalas encontram-se na parte inferior. Os *eigenvalues* são apresentados na antepenúltima linha da tabela. Valores em negritos referem-se aos dados da amostra brasileira. ^a Medida de adequação da amostra de Kaiser Meyer Olkin = 0,806 (UK) e 0,833 (Br). ^b Teste de esfericidade de Bartlett = 1,395, nível de significância = 0.0000 (UK) e 1.496, nível de significância = 0,000 (Br). Fonte: elaboração própria

Para os dirigentes da amostra, decisões inerentes ao prazo a ser concedido nas vendas a crédito estão associadas tanto ao construto de crédito a clientes como ao construto de gestão

de caixa. Em contrapartida, para os dirigentes britânicos, aquela variável teve destacada carga fatorial de 0,625 no construto de crédito e reduzida nos outros. Uma explicação para esse comportamento pode ser que a concessão de crédito depende diretamente de fontes externas de financiamento, por meio de crédito comercial ou do sistema financeiro e das empresas de administração de cartão de crédito. Do ponto de vista teórico, essa relação não é uma surpresa. É provável que as restrições de acesso a recursos do sistema de crédito bancário conduzam os dirigentes para atuarem de maneira oportunista nas suas decisões de financiamento para superar essa falta de recursos financeiros.

5.7. Análise de agrupamentos

Visando responder à primeira pergunta de pesquisa - como classificar as empresas de acordo com a disposição a controlar dos dirigentes pelo uso de rotinas de capital de giro -, efetuou-se a análise de *clusters* com o objetivo de agrupar as empresas em função das distâncias entre médias de frequências das práticas de gestão de contas circulantes. A análise foi realizada pelo método K-means, Hierárquico e Duplo. O método de Ward e a medida da distância euclidiana quadrada foram usados como critérios para o agrupamento das firmas. Os resultados pelos três métodos mostraram-se convergentes, ao agrupar as empresas de acordo com escores padronizados na análise dos componentes principais.

As 379 empresas ficaram classificadas a quatro grupos, após excluídos os *missings values*. O *tradeoff* entre perda de detalhes das empresas e o poder de generalização dos resultados é uma consequência natural em pesquisa e, neste caso, optou-se em privilegiar o segundo aspecto como de maior relevância em um estudo dessa natureza. Os resultados deste procedimento agrupam as firmas da amostra em quatro *clusters*. Esses *clusters* são as variáveis dependentes categóricas do modelo de regressão logística multinomial, cujos resultados são mostrados na próxima seção.

O *cluster* 1 foi formado por 100 empresas (26,39% da amostra) e o foco central das práticas de gestão financeira de curto prazo destas são os prazos de pagamentos a fornecedores e de recebimento de clientes, passando, assim, a ser nomeado como 1PRAZOS. A preocupação central dos gerentes/proprietários das firmas desse *cluster* é sincronizar prazos de recebimento e de pagamento, a fim de garantir a liquidez do negócio por meio da

administração eficiente do fluxo de caixa, pois nem sempre pode dispor de créditos junto ao sistema de empréstimos bancários.

O cluster 2, composto por 79 empresas (20,84%), foca sua gestão financeira prioritariamente nas rotinas de gestão de crédito, ou seja, em definir políticas de taxas de desconto para o pagamento antecipado de clientes, na avaliação de risco de crédito, na política de cobrança de débitos duvidosos para receber devido inadimplência e nas medidas jurídicas e contábeis de perdas com incobráveis. Esse resultado pode explicar a preocupação dos gestores em aspectos do investimento de recursos em recebíveis, pois parte significativa dos poucos recursos administrados pelas MPEs são colocados em risco nas decisões de oferta de *trade credit* aos clientes. Esse *cluster* foi nomeado de 2CRÉDITO.

Para 81 empresas que formaram o *cluster* 3 (21,37%), os escores negativos associados a cada componente principal da Tabela 8 sugerem que é possível que essas firmas não tenham foco específico em algum componente da gestão de capital de giro específico ou que simplesmente, prefiram dedicar pouco esforço e disposição para fazer o controle gerencial, pois não percebem benefícios em investir tempo e recursos na gestão do capital de giro. Isso pode também ser interpretado como uma limitação cognitiva (MICHAELAS et al., 1989) em conceitos de gestão financeira dos gerentes/proprietários dessas firmas. A existência de firmas com esse comportamento corrobora o resultado encontrado por Howorth e Westhead (2003). Esse *cluster* foi nomeado de 3BAIXO e agrupa o conjunto de firmas cujos gerentes/proprietários demonstraram baixa propensão e disposição em adotar rotinas de controle das contas circulantes.

Os gerentes/proprietários do *cluster* 4, formado por 66 empresas (17,41%), focam sua atenção nas rotinas de administração de estoque – giro, ponto de pedido e nível de investimento. Sua denominação passou a ser 4ESTOQUE.

A Tabela 9 apresenta as características dos *clusters* derivados da amostra. O teste F a 0,001 mostrou-se significativo em discriminar as empresas em *clusters* a partir dos componentes principais identificados na seção anterior.

Tabela 9: Foco de administração do capital de giro: análise de *clusters*

<i>Cluster</i>	N		ACGCRED*		ACGESTOQUE*		ACGPRAZOS*	
	UK	BR	UK	Br	UK	Br	UK	Br
1CASH/1PRAZOS	61	100	-0.253	0,004	-0.177	0,276	1.382	1,132
2STOCK/2CREDITO	67	79	-0.530	1,258	0.977	0,171	-0.467	-0,557
3CREDIT/3BAIXO	49	81	1.452	-0,489	0.595	-1,180	0.041	-0,557
4LOW/4ESTOQUE	106	66	-0.190	-0,912	-0.791	0,826	-0.519	-0,786
ANOVA (<i>F</i> prob)			0.000	0,000	0.000	0,000	0.000	0,000

Notas. Essa tabela mostra o agrupamento de empresas em 4 *clusters* de empresas, respectivamente com foco em prazos, crédito, sem foco específico e estoque. O agrupamento foi feito pelo método de Ward, usando-se a medida da distância Euclidiana quadrada. Fontes em negrito referem-se aos dados da pesquisa no Brasil.

* Variáveis são escores padronizados dos componentes

Fonte: elaboração própria

Esses resultados sugerem que a disposição a controlar as rotinas de contas do circulante dos dirigentes nas MPEs não é homogênea. Consistente com o modelo da teoria dos custos de transação e de agência, os gerentes/proprietários dessas firmas enfrentam um *tradeoff* entre as 11 práticas da administração de capital de giro sugeridas pela literatura financeira de curto prazo. Em linha com essa teoria, uma das consequências dessa escolha está associada à eficiência do capital investido em sistemas de controle. Como no Reino Unido, os resultados da amostra brasileira também convergem para confirmar a presença de diferentes tipos de estilos de administração de rotinas de gestão de capital de giro nas empresas de micro e pequeno porte.

5.8. Determinantes do estilo de Administração do Capital de Giro: Regressão Logística Multinomial

A análise de *cluster* possibilitou a formação de quatro grupos de estilos de gestão de capital de giro, os quais atuarão como variáveis dependentes categóricas no modelo. Como o objetivo é encontrar as características organizacionais determinantes dos agrupamentos encontrados, a técnica multivariada da regressão logística multinomial é a mais apropriada para a finalidade proposta. Essa técnica calcula a probabilidade de uma certa característica

organizacional determinar a pertinência de uma firma a um certo *cluster* específico. Visando responder à segunda questão de pesquisa, a análise de regressão logística tipo multinomial foi conduzida para identificar quais as variáveis independentes poderiam ser discriminantes eficazes entre os quatro tipos de *clusters* de rotinas de capital de giro das empresas. Neste sentido, o modelo desta pesquisa busca testar proposições com base na probabilidade das firmas assumirem um estilo predominante de rotinas de gestão de capital de giro em função de um conjunto de variáveis independentes, categóricas ou não.

Para isso, emprega-se a regressão logística multinomial. A validade do modelo é verificada por meio de testes estatísticos sobre as principais medidas de avaliação logística. A avaliação geral da regressão logística é o *log likelihood value*, um indicador que busca aferir a capacidade de o modelo estimar a probabilidade associada à ocorrência de determinado evento. O teste com a estatística de Wald serve para aferir o grau de significância de cada coeficiente na equação logística e tem por objetivo verificar se cada parâmetro estimado é significativamente diferente de zero. A hipótese nula é que os coeficientes da equação são nulos. Essa hipótese não foi suportada pelos dados. Portanto, o modelo parece ser plausível para responder à questão de pesquisa sobre fatores determinantes do estilo de gestão de capital de giro.

A razão entre o tamanho da amostra e as variáveis medidas atendeu ao mínimo recomendado de 10:1 (HOSMER e LEMANSHOVSKY, 1989). O modelo de qui-quadrado, para testar o relacionamento geral entre as variáveis dependentes e independentes, mostrou-se significativo em nível de p-valor < 1%, validando, assim, o modelo proposto ($\chi^2 = 65,53$; d.f. 33). Ainda, os testes de robustez de relacionamento entre membros dos *clusters* e de utilidade do modelo logístico para avaliar a precisão de chance mostraram-se significativos, corroborando, assim, a validade do modelo.

As Tabelas 10 e 11, a seguir, apresentam os dados das regressões logísticas multinomial para os agrupamentos dos focos de gestão do capital de giro.

Tabela 10: Modelo de regressão logística multinomial: grupo de referência
4LOW/3BAIXO e Comércio e Distribuição

Variáveis independentes	1CASH/1PRAZO		3CREDIT/2CRÉDITO		2STOCK/4ESTOQUES	
	UK	Br	UK	Br	UK	Br
TOTEMP	0,52 (2,67)*	-0,01	-0,52 (1,99)	0,03 (3,28)*	-0,70	0,02 (1,88)
IDADE	-0,78	-0,00	-0,17 (0,39)	0,03 (3,56)*	-0,26 (1,14)	0,02 (0,68)
HABIL	1,02 (4,75)**	-0,45	1,00 (4,00)**	0,21 (0,25)	0,42 (0,87)	-0,59 (1,61)
ROA	-0,00 (0,01)	-0,02	-0,03	-0,03 (5,16)*	-0,00 (0,03)	-0,02 (1,78)
VENVISTA	-0,02 (1,01)	0,00	0,00 (0,13)	-0,01 (1,88)	0,01	-0,01 (5,70)**
SAZON	0,37 (2,93)*	0,03	0,09 (0,15)	0,05 (0,42)	0,03 (0,02)	0,19 (5,44)**
CRESC	0,07 (0,15)	0,12	0,30 (2,67)*	0,21 (5,24)**	0,11 (0,51)	0,13 (2,06)
EXFIN	0,17 (3,93)**	-0,04	0,07 (0,71)	-0,03 (1,50)	-0,09 (1,20)	-0,04 (2,06)
COMPRAZO	-0,00 (0,12)	-0,00	0,02 (3,27)	0,00 (1,38)	0,01 (1,62)	0,01 (1,95)
CCC	0,00 (0,04)	0,02	0,00 (3,65)*	0,01 (1,23)	0,07	0,02 (2,87)*
RECDIA	0,00 (0,11)	-0,01	-0,00 (1,23)	-0,01 (1,80)	0,00 (0,96)	0,01 (3,88)**
ATRPAGTO	0,28 (1,89)	0,00	0,14 (0,49)	-0,05 (0,383)	0,00 (0,00)	0,05 (0,32)
CON	1,55 (1,12)	0,30	0,36 (0,15)	19,05	0,85 (0,78)	18,67
MAN	1,89 (1,77)	-0,51	-0,05 (0,00)	-0,69 (0,99)	0,41 (0,31)	-2,46 (6,35)**
SERV	0,86 (0,33)	-0,37	-0,43 (0,16)	-0,80 (1,73)	-0,97 (1,18)	-1,16 (3,07)*
Constant		-0,69	-3,58 (2,77)*	-1,66 (0,26)	-0,08 (0,00)	-2,32 (0,52)
Classificada corretamente	Total: 51,9%(UK)/69,7% (Br) 1CASH: 44,2%/1PRAZOS: 70,0% (Br) ; 2STOCK: 50,9%/4STOCK: 50,0% (Br) ; 3CREDIT: 33,3%/2CREDIT: 88,9% (Br) ; 4LOW: 64,6%/3LOW: 20,0% (Br)					
Modelo qui-quadrado	$\chi^2 = 120,89^{***}$ (d.f. 45) (UK) / $\chi^2 = 65,53^{***}$ (d.f. 33) (Br)					

Nota: Essa tabela mostra os resultados de regressão logística multinomial. As variáveis independentes são aquelas descritas nos Quadros 7, 8 e 9. Os coeficientes de regressão de cada *cluster* contra as variáveis independentes são mostrados. Os grupos de referência foram as firmas de baixo uso de rotinas e as do setor de comércio e de distribuição. O método usado para cálculo dos coeficientes de regressão foi o de máxima verossimilhança. Os valores entre parênteses representam a estatística de Wald. Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10, 5% e 1%, respectivamente

Fonte: para dados do UK: Howorth e Westhead (2003), para dados do Brasil: dados do estudo – elaboração própria.

Tabela 11: Modelo de regressão logística multinomial: referência 1CASH/1PRAZOS e 2CRÉDITO e DISTRIBUIÇÃO

Variáveis independentes	Vs. 1CASH/1PRAZOS				Vs. 3CREDIT/2CRÉDITO	
	2STOCK	4ESTOQUES	3CREDIT	2CRÉDITO	2STOCK	4ESTOQUES
	UK	Br	UK	Br	UK	Br
TOTEMP	-1,22 (9,82) ^{a***}	0,00 (0,09)	-1,04	0,04 (11,63)^{***}	-0,17 (0,20)	0,04 (8,72)^{***}
IDADE	-0,52 (2,91) [*]	0,03 (3,33)^{**}	0,60 (3,83) ^{**}	0,02 (2,03)[*]	-0,08 (0,09)	-0,00 (0,16)
HABIL	-0,60 (1,37)	-0,87 (7,17)^{**}	-0,01 (0,00) [*]	-0,71 (5,67)^{**}	-0,59 (1,30)	0,15 (0,18)
ROA	-0,00 (0,00)	-0,01 (1,17)	-0,03 (5,82) ^{**}	-0,01 (1,11)	0,03	0,00 (0,03)
VENVISTA	0,03 (4,06) ^{**}	0,01 (2,06)	0,02 (1,37)	-0,00 (0,15)	0,01 (1,39)	-0,02 (2,63)[*]
SAZON	-0,34 (2,21)	-0,16 (7,67)^{***}	-0,28 (1,25)	0,01 (0,10)	-0,00 (0,07)	0,16 (6,79)^{***}
CRESC	0,04 (0,05)	0,06 (0,56)	0,23 (1,25)	0,09 (1,49)	-0,19 (1,04)	0,04 (0,24)
EXFIN	-0,26 (7,44) ^{***}	0,01 (0,50)	-0,09 (0,96)	0,00 (0,10)	-0,17 (3,10) [*]	-0,00 (0,01)
COMPRAZO	0,01 (1,74)	0,00 (0,77)	0,02 (3,64) [*]	0,01 (4,66)^{**}	-0,01 (0,96)	0,00 (0,74)
CCC	0,00 (6,89) ^{***}	-0,01 (1,56)	0,00 (3,22) [*]	-0,01 (2,65)[*]	0,00 (0,36)	-0,00 (0,02)
RECDIA	0,00 (0,29)	0,01 (2,75)^{**}	-0,01 (1,73)	0,01 (1,49)	0,01 (3,55) [*]	-0,00 (0,36)
ATRPAGTO	-0,28 (1,54)	-0,10 (2,53)[*]	-0,13 (0,33)	-0,05 (0,84)	-0,14 (0,45)	0,05 (0,50)
CON	-2,40 (2,47)	18,36 (0,00)	-1,18 (0,66)	18,75 (0,00)	-1,22 (1,43)	-0,38 (0,09)
MAN	-1,47 (1,09)	-1,95 (5,10)[*]	-1,94 (1,86)	-0,180(0,11)	0,46 (0,35)	-1,77 (4,45)^{**}
SERV	-1,83 (1,43)	-0,78 (2,40)[†]	-1,29 (0,67)	-0,42 (0,92)	-0,54 (0,25)	-0,36 (0,56)
Constant	4,46 (3,59) [*]	0,36(0,70)	0,96 (0,13)	-1,29 (4,23)^{**}	3,50 (2,46)	-1,65 (7,17)^{**}

Nota: Essa tabela mostra os resultados complementares de regressão logística multinomial. As variáveis independentes são aquelas descritas nos Quadros 7, 8 e 9. Os coeficientes de regressão de cada *cluster* contra as variáveis independentes são mostrados. Os grupos de referência foram as firmas tipo 1PRAZOS e as do setor de comércio e de distribuição (segunda coluna). Na terceira coluna encontram-se os resultados de regressão tomando como referência as firmas tipo CRÉDITO e as de distribuição. O método usado para cálculo dos coeficientes de regressão foi o de máxima verossimilhança. Os valores entre parênteses representam a estatística de Wald. Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10, 5% e 1%, respectivamente

Os resultados e a análise de cada hipótese do modelo logístico multinomial são apresentados e comentados, a seguir, conforme a natureza do grupo de variáveis.

5.8.1. Variáveis demográficas

Tamanho

Essa hipótese objetiva investigar se o tamanho da firma é fator condicionante do foco de preferência dos dirigentes de MPEs da amostra pelas contas do capital de giro, ou seja, entre essas, as firmas de maior porte adotam rotinas de administração de capital de giro. O porte das

firmas, nesta pesquisa, usa a *proxy* TOTEMP – total de empregados - como medida de tamanho. Conforme explica a teoria de estágio de crescimento e de recursos, à medida em que as firmas aumentam de tamanho devido à ampliação do nível de operações, as firmas também passam a administrar maiores volumes de recursos, tanto material como humano. Esse fato implica novas contratações de pessoas para sustentar o crescimento. Uma das consequências desse fenômeno é a elevação dos riscos operacionais e financeiros da firma. Assim, como forma de melhorar o controle da firma, os proprietários contratam mais pessoas para ajudarem na área administrativa e financeira e outras.

Dessa maneira, firmas que experimentam crescimento passam a enfrentar também questões de conflitos de interesses em decorrência do aumento de relações com novos agentes e parceiros comerciais, financeiros e empregados. Nesse cenário, informações podem ser requeridas por parceiros comerciais e por novos financiadores para atender às demandas das firmas. Nesse propósito, a implantação de controles financeiros e de desempenho tornam-se essenciais, pois as firmas passam necessitar de estruturas administrativas mais robustas para dar suporte às transações de mercado.

A análise inicial dos resultados na realidade brasileira aponta apenas indícios (p-valor < 10%) de que as firmas tipo 2CRÉDITO são de maior porte quando comparadas às firmas do grupo referência (3BAIXO e do setor de Distribuição e Comércio). Uma explicação para esse resultado encontra-se no esforço gerencial desenvolvido por gerentes/proprietários de focar sua gestão na oferta de crédito para alavancar vendas e crescer. Nesse sentido, a teoria baseada em recursos orienta que acumular recursos para ampliar a ofertar de *trade credit* pode ser uma questão estratégica para o crescimento das firmas.

Quando comparadas com firmas que priorizam a gestão de prazos, o resultado mostra evidência de que as firmas com preferência em gerir rotinas de crédito tem porte maior. Porém, quando se confrontam firmas tipo 2CRÉDITO com firmas tipo 2ESTOQUE, estas são maiores (ambos os coeficientes são positivos e significantes ao p-valor < 1%). Assim, não há suporte estatístico para rejeitar a hipótese (H_1).

Esse resultado convalida o encontrado por Howorth e Westhead (2003) no Reino Unido, ou seja, as firmas tipo caixa eram as maiores e as empresas 4LOW, aquelas de baixa propensão por controles, não eram as menores. Nesse caso, observa-se que os recursos acumulados pelas firmas que experimentam crescimento por estágio atuam como variáveis condicionantes para explicar a adoção de gestão financeira de curto prazo.

Idade

No que se refere-se à variável tempo de atividade da firma, medida em anos, pode se observar que há apenas indícios de que as firmas tipo 2CRÉDITO tenham mais tempo de atividade que as firmas do grupo de referência e as tipo 1PRAZOS (p-valor < 10%). Contudo, as evidências sugerem (p-valor < 5%) que as firmas que dedicam seu foco de gestão em estoques – 4ESTOQUES - têm mais tempo de atuação de mercado que as tipo 1PRAZOS. Uma explicação desse comportamento gerencial pode ser devido ao fato de que essas firmas já superam as barreiras naturais do estágio de crescimento inicial, como, por exemplo, a falta de recursos para financiar o capital de giro requerido, pois o seu crescimento lhes permitiu acumular recursos internos, e a questão de demanda por *trade credit* já foi, pelo menos, em parte, minimizada.

A teoria dos custos de transação pode explicar a preferência de gestores de firmas maduras focarem sua gestão em estoques em função do retorno marginal gerado por investimentos em controles como giro de estoques, nível de capital investido e ponto de pedido de modo a garantir uma logística regular no fluxo de recebimento de matérias-primas no setor industrial. Nesse sentido, com o passar do tempo, a atenção dos gerentes/proprietários podem se direcionar para os aspectos de oferta de crédito ou de estoques. Adicionalmente, é possível que a política de oferta de crédito adotada por firmas mais idosas seja mais conservadora em decorrência do aumento dos riscos nas operações do negócio.

Como hipotetizado em (H₂), as evidências da amostra nacional também sugerem a sua não rejeição. Ou seja, as empresas tipo 3BAIXO e do setor de Distribuição e Comércio não são as mais velhas. Esses resultados contradizem os encontrados por Howorth e Westhead (2003) para firmas britânicas. No Reino Unido, as firmas com mais tempo de atividade eram as tipo 1LOW, ou seja, aqueles com baixos níveis de controle de contas circulantes. Dessa maneira, os resultados brasileiros tendem a se ajustar melhor às recomendações do modelo de estágio de crescimento da firma, da teoria dos custos de transação e da teoria baseada em recursos que as firmas britânicas.

Habilidade financeira

Quanto à habilidade financeira das firmas usarem técnicas que consideram os conceitos do valor do dinheiro no tempo nas suas decisões de investimento, por meio de uma taxa de desconto, os resultados sugerem, em nível de significância de 5%, que as firmas 1PRAZOS

tendem a ser aquelas firmas que empregam muita habilidade na gestão financeira que as firmas tipo 2CRÉDITO e 4ESTOQUES. Não necessariamente, as firmas 3BAIXO têm pouca habilidade financeira.

As firmas 1PRAZO tendem a serem aquelas do setor de distribuição, com média de vendas à vista de 52,08%, usam 61,31% de crédito comercial nas compras operacionais e têm CCC médio de 40 dias. O foco central de gestão das firmas do *cluster* 1PRAZOS é a disposição a controlar e a garantir a liquidez do negócio. As 2CRÉDITO e as 4ESTOQUES são as que se apresentam com poucas habilidades financeiras (coeficientes negativos, porém sem significância), enquanto, no Reino Unido, foram as empresas tipo 1BAIXO. Assim, como esperado, não há suporte para rejeitar a hipótese (H_3).

Uma possível explicação da significância desse determinante pode ser o fato de essas firmas sofrerem restrição financeira no mercado de crédito de maior intensidade e não terem capital próprio acumulado ou volume de geração de caixa interno suficiente para financiar o capital de giro requerido. Nesse cenário, uma das alternativas residuais é aprimorar a qualidade das informações para o melhor gerenciamento do fluxo de caixa da firma, visando mitigar os riscos de inadimplência e reduzir os custos de transação. Isso só pode ser conseguido por meio da utilização de ferramentas de controle financeiro e de profissionais capacitados no seu uso. E pode ser explicado ainda pelo fato de os dirigentes confiarem fortemente nas fontes de *trade credit* dos fornecedores além de buscarem ampliar os prazos de pagamentos, o que permite alguma folga de caixa.

Setor de atuação

Na amostra dessa pesquisa, a variável demográfica *dummy* do setor de atuação econômica da indústria (construção civil, indústria, comércio e distribuição e serviços) mostra que há indícios (p-valor < 10%) de que, no setor da construção civil, as firmas dedicam mais atenção tanto a rotinas de crédito como de estoques do que as firmas do grupo de referência 3BAIXO e de distribuição comercial.

As firmas tipo 2CRÉDITO parecem depender mais de crédito e financiamento do mercado financeiro para realizarem as vendas de imóveis e produtos da cadeia produtiva a que pertencem, e as tipo 4ESTOQUES dedicam mais atenção às rotinas de controle de mercadorias que as tipo 3BAIXO, pois, normalmente, comercializam produtos com alto grau de especificidades para o setor de construção civil.

Merece destaque o resultado de as firmas industriais e de serviços (apenas indícios) se mostraram menos dispostas em controlar estoques que as firmas que não adotam qualquer forma de controle das contas circulantes (p-valor < 5% e 10%, respectivamente). Mesmo quando o grupo de referência são as firmas tipo 1PRAZOS e tipo 2CRÉDITO, esse comportamento se mantém. Essa preferência de comportamento pode ser justificada pelo fato de essas firmas apresentarem maiores necessidades de prazo devido ao CCC ser mais longo e também pela demanda por maiores volumes de oferta de crédito. O comportamento de firmas da amostra britânica foi distinto, não tendo sido encontradas características preditoras significantes no setor de atividade econômica.

5.8.2. Variáveis financeiras

Retorno sobre ativos - ROA

Para a variável de rentabilidade econômica usada nessa pesquisa - retorno sobre investimento no ativo-, o resultado aponta indícios (p-valor < 10%) de que firmas pertencentes ao *cluster* do tipo 2CRÉDITO são aqueles com desempenho econômico inferior às do grupo de referência 3BAIXO e do setor de Distribuição e Comércio. Esse resultado está em linha com os obtidos por Howorth e Westhead (2003) e podem ser explicados pela teoria dos custos de transação e pelo fato dos gestores considerarem os investimentos em sistemas de controle de gestão como antieconômico, ou ainda, devido à centralização de controle no gerente/proprietário.

Como esperada em H₄, tanto as empresas britânicas como as brasileiras tipo 3BAIXO se comportaram de modo similar, mostrando que a relação teórica entre baixa propensão em adotar rotinas de gestão de capital de giro e altos retornos se sustenta estatisticamente.

Financiamento externo

As variáveis EXFIN e PURCHCR não se mostraram como preditoras eficazes nesse modelo de regressão para as empresas brasileiras, enquanto as britânicas tipo 1CASH são as de menor nível de endividamento, e as tipo 3CREDIT são as maiores, respectivamente. Os dados dos coeficientes positivos, conforme esperado nas proposições H_{10a} e H_{10b} da *proxy* de gestão de capital de giro – CCC -, sugerem que as firmas tipo 1PRAZOS e 4ESTOQUES são as que apresentam os maiores prazos de ciclo de caixa em relação às tipo 3BAIXO e as tipo

2CRÉDITO em relação às tipo 1PRAZOS, enquanto, no Reino Unido, as correspondentes foram aquelas tipo 3STOCK, quando comparadas com as firmas tipo 1CASH e 4LOW.

CCC – Ciclo de conversão de caixa

Essa variável é uma *proxy* da necessidade de capital de giro e está associada ao ciclo de produção das firmas. Ou seja, quanto maior o ciclo de produção, maior o volume de recursos necessários para financiar o capital de giro.

Os resultados evidenciam que firmas que dedicam mais atenção às rotinas de gestão de estoques têm CCC maiores que as firmas do grupo de referência (p-valor < 5%). Tal constatação pode ser interpretada como consequência do baixo giro de estoque associado a prazos médios de recebimento maiores. Esses resultados são consistentes com a teoria baseada em recursos e com a teoria dos custos de transação e corroboram aqueles encontrados por Howorth e Westhead (2003).

Quando se toma como referência o grupo de firmas 1PRAZOS, há indícios (p-valor < 10%) de que as firmas com foco em crédito tenham CCC menores. Com base nesses resultados, as proposições H_{10a} e H_{10b} não podem ser rejeitadas para a presente amostra.

Pontualidade de pagamentos dos clientes

Quando comparadas ao grupo de firmas de referência, essa variável mostra pouca força como discriminante do foco de gestão de capital de giro. Os resultados não são conclusivos para o julgamento da hipótese H_{11a} . Contudo, quando se toma como referência o grupo 1PRAZOS, as evidências indicam que a pontualidade de pagamentos dos clientes é baixa nas firmas que controlam com mais atenção as rotinas de prazos médios de recebimento e de pagamento do que nas firmas tipo 4ESTOQUES (p-valor < 5%). Isso sugere que a percepção dos dirigentes quanto à reputação tanto da firma como dos clientes, é um aspecto relevante nas relações de agência, expondo o oportunismo dos clientes nas relações comerciais com as firmas.

As empresas tipo 1PRAZOS desta amostra são as que têm alta porcentagem no recebimento em dia dos seus clientes, enquanto as tipo 4ESTOQUES são as que têm baixa porcentagem de recebimento dos seus créditos no vencimento em relação às tipo 3BAIXO. No Reino Unido, são as tipo 1CASH, enquanto as tipo 2CREDIT são as que apresentam maior nível de recebimento em dia. As proposições H_{11a} e H_{11b} não se sustentaram.

Atraso de pagamentos a fornecedores

A variável atraso de pagamento de obrigações e de compromissos com fornecedores não parece ser um determinante estatisticamente significativo do foco de gestão do capital de giro, quando se comparam os três grupos de firmas com o grupo de referência 3BAIXO, ou seja, é pouco provável que atrasar o pagamento de obrigações esteja associado à intensidade de controle das contas do circulante. O nível médio de importância da inadimplência das firmas da amostra – 7,25, numa escala de zero a nove -, é alta. Esse resultado pode ser interpretado como decorrência de essas firmas tanto sofrerem restrição financeira como em razão dos altos custos efetivos do capital contratado junto ao sistema bancário. Nessa circunstância, a confiança na geração de caixa próprio pode ser a principal fonte de recursos para pagar as obrigações de curto prazo com credores.

Contudo quando o grupo de referência são as firmas tipo 1PRAZOS, há indícios (p-valor < 10%) de que as firmas tipo 4ESTOQUES registram menor percentual de atrasos de pagamentos de compromisso com credores, apesar de enfrentarem maiores percentuais de atrasos nos recebimentos. Tal constatação é coerente com a natureza desse tipo de firmas, pois, ao priorizarem as rotinas de controle de estoques (giro, nível de investimento e ponto de pedido), seus dirigentes procuram manter ou melhorar a reputação perante fornecedores a fim de garantir o suprimento regular de mercadorias para venda. Isso sugere que dirigentes se preocupam com aspectos de conflitos de agência de seleção adversa e do risco moral enfrentado por fornecedores, quando existem demandas por *trade credit*.

5.8.3. Variáveis operacionais

Vendas à vista

A porcentagem de vendas à vista é um fator inibidor de adoção de rotinas de administração de contas do capital de giro, ou seja, quanto maior a porcentagem de vendas à vista, menos incentivo os gerentes/proprietários das MPEs terão em adotar práticas de controle financeiro. O problema de agência decorrente do fluxo de caixa livre gerado nas firmas desse grupo pode justificar o não investimento em sistemas de informações gerenciais.

A porcentagem de vendas à vista das firmas do *cluster* que dedicam mais atenção à gestão de estoques - 4ESTOQUES- é menor que a porcentagem equivalente nas firmas do grupo de referência 3BAIXO e do setor de Distribuição e Comércio (p-valor < 5%).

Há indícios de que as empresas tipo 2CRÉDITO e 4ESTOQUES são as que tendem a apresentar baixas porcentagens de vendas à vista. Esses resultados são coerentes com a natureza desses *clusters*, pois, ao focar em estender mais *trade credit* aos clientes, há um incentivo estratégico para alavancar vendas a prazo e, assim, a porcentagem de vendas à vista torna-se cada vez menor em relação ao volume total de vendas. As empresas tipo 2CRÉDITO e 4ESTOQUES são que tendem a registrar baixa porcentagem. Esse comportamento se justifica pelo fato de essas firmas terem disponibilidade de vendas à vista e caixa em volumes suficientes para liquidar suas obrigações, não necessitando destinar recursos e esforço gerencial para conceder crédito e gerir estoques.

Nesse sentido, não há evidências estatísticas para rejeitar a hipótese (H_{5a}) em nível de p-valor < 5%, ou seja, as empresas brasileiras que relataram maiores níveis de venda à vista são aqueles que também tendem a ter baixos níveis de gestão financeira de curto prazo. Os resultados no Reino Unido rejeitaram essa hipótese.

Sazonalidade

No que tange à sazonalidade de produtos, tanto demandado como ofertado, essa variável mostrou ser um determinante de rotinas de controle financeiro de curto prazo. Ou seja, firmas que operam com produtos ou mercadorias sazonais são mais propensas em adotar práticas de gestão de contas de capital de giro, pois ter estoque disponível para venda de época (páscoa, dias das mães, natal, início de ano escolar e outras) e *trade credit* aprovado junto aos fornecedores são ações estratégicas para as MPEs que não possuem poder de barganha junto aos fornecedores.

No Brasil, quanto mais sazonal for o produto comercializado, maior a probabilidade das firmas pertencerem ao grupo 4ESTOQUES (p-valor < 5%), quando comparados com o grupo de referência 3BAIXO. Ou seja, as firmas tipo 4ESTOQUES são associadas positivamente (p-valor < 5%) com mais sazonalidade de produtos e de serviços que necessitem de algum mecanismo de controle para decidirem, antecipadamente, sobre volumes de encomenda e investimentos em estoques. Essa característica afeta de maneira mais acentuada as firmas tipo 1BAIXO, suportando, assim H_6 , pois as indústrias carecem de capital de giro incremental para financiar o ciclo de produção e ainda manter estoques até que o varejo aceite receber os

pedidos. Porém, quando comparada às demais categorias de firmas, quanto mais sazonal o produto, maiores a probabilidade de a firma assumir a condição de gestão focada em 1PRAZOS (p-valor <1%).

Crescimento

Como esperado em H₇, ambas as firmas pertencentes ao *cluster* 2CRÉDITO apresentaram comportamentos similares e se destacaram como sendo as mais sensíveis ao crescimento que os demais tipos com significância estatística em nível de p-valor de 5%, mais sensíveis ao crescimento que os demais tipos de firmas. Uma forma de aumentar o faturamento é induzir a compra pelo cliente. Nesse intento, o aumento da oferta de crédito e a flexibilização na concessão de crédito são elementos facilitadores para a expansão do negócio. Quanto maior o volume de crédito ofertado pela firma, maiores são as chances de aumento das vendas. Contudo uma política de crédito liberal e flexível pode implicar maiores riscos de *defaults* por parte dos clientes (*moral hazard*) devido às assimetrias de informações na concessão de crédito. De acordo com esse cenário, as consequências dessas decisões e também aquelas decorrentes da seleção adversa dos clientes que receberão crédito são amparadas pelas relações do modelo de teoria de agência. Esses resultados corroboram os encontrados por Howorth e Westhead (2003) no Reino Unido.

Coerentemente, quanto maior o objetivo de crescimento, maior é a probabilidade de a firma assumir a gestão com foco 2CRÉDITO. Esse resultado corrobora as previsões teóricas revisadas de crescimento por estágio, a de *trade credit*, a de custos de transação e a de recursos.

Porcentagem de compras a prazo - %

Essa hipótese mede o nível de demanda de *trade credit* junto a fornecedores, como determinante da atenção prioritária dos gestores na administração das rotinas de crédito e de estoques. Quando comparadas ao *cluster* de referência, essa variável não mostrou ser um determinante significativo na diferenciação do foco de gestão das contas circulantes. Assim, as evidências não sustentam a hipótese H_{9a}. Uma explicação desse comportamento pode ser a de que os gestores das MPEs consideram que a demanda por *trade credit* é uma variável financeira já negociada com fornecedores e que o relacionamento comercial contínuo garante estabilidade no suprimento de mercadorias. Essa interpretação pode estar amparada também

nas deseconomias dos custos de transação associadas às operações de controle de contas do circulante.

Contudo, quando o *cluster* 1PRAZO é considerado como de referência, o sinal positivo do coeficiente aponta que o percentual de compras a prazo das firmas tipo 2CRÉDITO é superior àquelas (p -valor $< 5\%$), enquanto, para as firmas tipo 4ESTOQUES, o coeficiente é positivo, porem sem significância. O Quadro 10 apresenta o resultado das proposições entre firmas brasileiras e britânicas.

<i>Proposições</i>	Suporte empírico	
	UK	Br
H ₁ : As MPes brasileiras ofertam menos crédito comercial aos clientes do que as britânicas;	-	Sim
H ₂ : As MPes brasileiras demandam mais crédito comercial de seus fornecedores do que as britânicas;	-	Não
H ₃ : A frequência média de revisão das rotinas de capital de giro é maior no Brasil do que no Reino Unido.	-	Sim
H ₄ : O tamanho da firma está positivamente associado à revisão mais frequente das rotinas de capital de giro.	Não	Não
H ₅ : A idade da firma está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Não	Não
H ₆ : O nível de sofisticação financeira da firma está associado positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Sim	Sim
H _{7a} : A proporção de vendas à vista está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Não	Sim
H _{7b} : A proporção de vendas à vista está associada negativamente com adoção de rotinas de administração de recebíveis e de fluxo de caixa	Não	Não
H ₈ : A sazonalidade dos produtos e serviços ofertados ou demandados está positivamente associada com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Sim	Sim
H ₉ : O desejo de crescimento no tamanho do negócio está associado positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Sim	Sim
H _{10a} : A frequência de uso de fontes externas de financiamento está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Não	Não
H _{10b} : A frequência de uso de fontes externas de financiamento está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de caixa	Sim	Não
H _{11a} : A porcentagem de compras a prazo está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Sim	Não
H _{11b} : A porcentagem de compras a prazo está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de crédito e de estoques.	Sim	Não
H _{12a} : A maior porcentagem de clientes que pagam no vencimento está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Não	Não
H _{12b} : A maior porcentagem de clientes que pagam no vencimento está associada negativamente com a adoção de rotinas de administração de crédito	Não	Não
H _{13a} : A frequência de atraso no pagamento a fornecedores está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de capital de giro	Não	Sim
H _{13b} : A frequência de atraso no pagamento a fornecedores está associada positivamente com a adoção de rotinas de administração de caixa	Não	Não

Fonte: elaboração própria

Quadro 10: Proposições e resultados comparativos entre firmas britânicas (UK) e brasileiras (Br)

Os resultados do Quadro 10 são, portanto, inconclusivos para a hipótese H_{9b} . Isso sugere que essas firmas demandam mais *trade credit* para também estenderem mais crédito para seus clientes. Para essas firmas, o *trade credit* pode ser uma importante fonte de financiamento complementar.

O Quadro 11, a seguir, sintetiza os determinantes de cada estilo de gestão do capital de giro.

<i>Grupo de referência</i>	<i>Baixo/Comércio</i>		<i>Prazos/Comércio</i>		<i>Crédito/Comércio</i>
	<i>Crédito</i>	<i>Estoque</i>	<i>Crédito</i>	<i>Estoque</i>	<i>Estoque</i>
TOTEMP	> [*]		> [*]		> [*]
IDADE	> [*]			> ^{**}	
HABILIDADE FINANCEIRA				< ^{**}	
RETORNO SOBRE ATIVOS	< [*]		< [*]		
% VENDAS À VISTA		< ^{**}			< ^{**}
SAZONALIDADE		> ^{**}		< ^{**}	> ^{***}
CRESCIMENTO	> ^{**}				
% COMPRAS A PRAZO			> ^{**}		
CCC		> ^{**}	< [*]		
PONTUALIDADE DE RECEBIMENTO		> ^{**}		> ^{**}	
ATRASO DE PAGAMENTOS				< [*]	
CONSTRUÇÃO	> [*]	> [*]			
MANUFATURA		< ^{**}		< [*]	< [*]
SERVIÇOS		< [*]			

Nota: *** significativo a 1%, ** significativo a 5% e * significativo a 10%.

Fonte: elaborado pelo autor

Quadro 11: Determinantes dos estilos de administração do capital de giro.

5.9. A triangulação metodológica

Os dados dos *surveys*, das entrevistas e dos fundamentos dos domínios teóricos revisados no Capítulo 2, foram articulados e integrados para se analisar e validar o modelo de associação entre os determinantes da administração do capital de giro em MPEs. A Tabela 12, a seguir, exhibe os dados das firmas, nas quais, a disposição a controlar as rotinas de gestão de estoque predomina.

Análises dentro dos casos – Foco em Estoques

Tabela 12: Dados das firmas com foco em estoques que participaram da fase qualitativa

CASO	1	3	4	5	10	12	15	16	Média
SETOR	Com	Ind	Ind	Com	Com	Serv	Com	Com	
IDADE	23	14	19	19	7	17	8	18	15,63
TOTEMP	6	8	6	28	6	15	12	5	10,75
PROF	1	0	0	1	0	0	0	1	0,37
HABIL	1	0	0	1	1	1	0	0	0,5
ROA	10	20	40	5	20	22	18	NC	19,29
VENVISTA	70	20	50	50	28	40	15	80	44,13
COMPRAZO	80	35	100	95	100	100	100	90	87,5
PERDAS	0,5	0	10	0	0	0	10	0	2,56
PMR	28	75	60	60	30	30	45	35	45,38
PMP	45	60	60	60	28	30	28	15	40,75
PME	15	7	15	48	21	7	30	7	18,75
SAZON	6	1	1	3	1	2	3	2	2,38
CRESC	6	2	8	9	7	7	7	9	6,88
FINEX	5	10	10	0	10	15	10	5	8,13
ATRPAGTO	9	9	9	9	9	3	3	9	7,5
COMPRAS	25000	20000	35000	480000	36000	120000	55000	110000	110125
DESCONTO	1	1	1	1	0	0	1	1	0,75
ANALCRED	1	0	0	1	0	0	1	0	0,37
FCAIXA	1	1	0	1	1	1	1	1	0,87
ORÇACAIXA	1	1	0	1	0	0	1	0	0,5
FINCG	0	1	1	0	1	1	1	1	0,75
SIGEST	IP	MV	MV	IP	IP	MV	IP	IP	na
TX. JUROS	NA	4	3,5	NA	5	3	3	2,8	3,55

Fonte: Elaboração própria

O caso 1 atua no comércio varejista de lubrificantes. A gestão financeira da empresa é feita de maneira conservadora pelo sócio-gerente, que adota ferramentas de gestão como fluxo de caixa, orçamento de caixa e o controle de estoque é informatizado. O volume de oferta de *trade credit* é pequeno (30%) e o termo médio é de 28 dias. O CCC médio é de -2 dias. O *trade credit* é claramente um substituto de empréstimo bancário. A resistência do sócio-gerente em usar recursos do sistema financeiro é bastante acentuada. Para o entrevistado (E1), os custos de transação no mercado financeiro para MPEs parece proibitivo e elevado, como pode ser visto no relato, a seguir:

Eu procuro administrar meu negócio de acordo com os recursos financeiros próprios e acumulados ao longo do tempo porque senão todo o lucro que se faz vai para os bancos. Se você não tiver um controle financeiro mínimo....você vira um escravo dos bancos!. O pequeno empresário não têm linhas de financiamentos de giro com

custos compatíveis para o seu tamanho. Por isso, eu procuro negociar e conversar bastante com meus fornecedores para conseguir melhores preços e prazos. Nessas negociações, eu sempre procuro comprar um pouco à vista para conseguir outras vantagens. (E1)

Comportamento semelhante de gestão financeira conservadora pode ser observado no caso 5, uma empresa comercial de materiais de construção. Ambas nunca atrasaram pagamentos a credores. Por conseguinte, gozam de reputação junto aos seus fornecedores. O controle de estoque, de faturamento, de contas a pagar e receber são informatizados e integrados. Em linha com a literatura financeira, ambas apresentam os menores retornos sobre investimento quando comparadas às demais. Nunca recorreram a recursos do sistema financeiro, porém demandam 95% de *trade credit* nas compras a prazo, ou seja, o *trade credit* é também um substituto de empréstimos bancários. A trajetória de crescimento da firma permitiu acumular recursos financeiros suficientes para alcançar a porte que tem atualmente.

Quando eu era empregado, eu aprendi com meu patrão que usar dinheiro que não é seu é muito arriscado. Eles sempre te oferecem quando você menos precisa e te pedem de volta nos momentos mais difíceis, nas crises.....! eu dei muita sorte quando montei a firma. Lembra do plano Real.....! pois é, meu patrão resolveu fechar a firma. Naquela época faltava material de todo tipo...e um dos meus clientes.....uma prefeitura...me ligou pedindo pelo amor de Deus para conseguir um lote de telhas de amianto para um conjunto de casas. Aí eu consegui convencer o representante da fábrica a me vender esse lote! A venda foi à vista e paguei a prazo! Fiz muito lucro naquela época. Era tudo que eu precisava para alavancar o que tenho hoje! (E5)

Em contraste, as demais firmas têm práticas de concessão de crédito e de gestão financeira pobres. Todas elas fazem uso de alguma forma de empréstimos bancários de curto prazo – conta garantida e/ou cheque especial, desconto de cheques e/ou duplicatas – e, geralmente, com taxas de juros contratados elevados – média de 3,55% ao mês. Chama a atenção, o caso 15 – firma do comércio de menor idade apresenta indícios de boas práticas de gestão financeira de curto prazo, porém atrasa rotineiramente seus compromissos financeiros com fornecedores, mesmo fazendo uso de empréstimos bancários. Das vendas totais, a oferta média de crédito é de 85% com termo médio de 45 dias. Assim, a demanda por *trade credit* é importante para esse dirigente e representa uma fonte complementar de recursos. O capital de giro requerido nessa firma deve ser suficiente para financiar 47 dias de vendas. O relato de

E15 reflete seu modelo de gestão financeira de curto prazo como pode ser observado, a seguir:

o meu gargalo são os prazos que eu tenho que bancar. Como eu sou pequeno e preciso vender, eu tenho que acompanhar o mesmo padrão de prazos que os maiores oferecem. Isso estrangula meu caixa, pois o lucro retido não é suficiente para financiar o aumento das vendas. A venda à vista é pequena! Assim, eu preciso contar com a compreensão dos fornecedores quando eu não consigo pagar as duplicatas. Normalmente, eles entendem e renegociam a dívida e continuam a me vender, mas não tenho poder de barganha nessas situações. (E15)

Análises dentro dos casos – Foco em Prazos

Tabela 13: Dados das firmas com foco em prazos que participaram da fase qualitativa

CASO	6	7	8	11	Média
SETOR	Com	Com	Com	Ind	
IDADE	10	25	37	13	21,25
TOTEMP	3	10	10	11	8,5
PROF	0	0	1	0	0,25
HABIL	1	0	1	1	0,75
ROA	6	NC	NC	15	10,5
VENVISTA	30	50	30	80	47,5
COMPRAZO	80	100	70	60	77,5
PERDAS	1	15	5	10	7,75
PMR	45	60	60	75	60
PMP	45	60	60	45	52,5
PME	120	30	60	15	56,25
SAZON	7	6	3	6	5,5
CRESC	9	9	6	9	8,25
FINEX	10	5	10	15	10
ATRPAGTO	9	9	9	9	9
COMPRAS	15000	200000	10000	30000	63750
DESCONTO	1	1	1	1	1
ANALCRED	1	1	1	0	0,75
FCAIXA	1	0	0	1	0,5
ORÇACAIXA	1	0	0	0	0,25
FINCG	1	1	1	1	1
SIGEST	IP	IP	IP	MV	na
TX. JUROS	2,5	4	3	4,5	3,5

Todas as firmas desse grupo usam recursos de operações financeiras de curto prazo com bancos e *factorings*. A taxa média de juros é de 3,5% ao mês. Nenhuma delas atrasa o pagamento a fornecedores e credores. Apenas o caso 6 (E6) – uma loja de varejo de

confecções - mostra boas práticas de gestão do capital de giro. Seus controles são informatizados e oferta crédito, em média, de 70% das vendas totais com prazos médios de recebimento de 45 dias.

Como a concorrência é grande nessa área e sempre temos que considerar os lançamentos de cada estação, muitas vezes temos que fazer compras programadas com antecedência para poder ter as novidades da moda...e isso nos leva sempre a acompanhar de perto os prazos que os fornecedores oferecem. Geralmente, para os pequenos, os prazos são mais curtos. (E6)

Análise dentro dos casos – Foco Baixo ou sem foco

Tabela 14: Dados das firmas com baixo foco que participaram da fase qualitativa

CASO	2	13	14	17	18	Média
SETOR	Serv	Serv	Com	Com	Com	
IDADE	25	12	25	8	15	17
TOTEMP	4	3	8	7	11	6,6
PROF	0	0	0	0	0	0
HABIL	0	0	0	0	0	0
ROA	NC	40	20	NC	NC	30
VENVISTA	15	60	70	5	80	46
COMPRAZO	90	20	100	90	20	64
PERDAS	0	0	2	5	5	2,4
PMR	15	30	30	75	30	36
PMP	20	30	45	45	30	34
PME		90	75	60	30	63,75
SAZON	6	1	1	3	6	3,4
CRESC	9	4	4	4	9	6
FINEX	10	5	10	10	5	8
ATRPAGTO	9	9	2	8	9	7,4
COMPRAS	1000	5000	30000	30000	15000	16200
DESCONTO	1	0	0	0	0	0,2
ANALCRED	0	0	0	1	0	0,2
FCAIXA	0	0	1	0	1	0,4
ORÇACAIXA	0	0	1	0	0	0,2
FINCG	0	0	1	1	0	0,4
SIGEST	-	MV	IP	IP	IP	na
TX. JUROS	NA	NA	4	4	NA	4

Essas firmas requerem maiores volumes de capital de giro, em decorrência de também apresentarem os maiores ciclos de conversão de caixa. O ciclo de conversão de caixa das firmas desse grupo varia de um mínimo de 60 dias até um máximo de 120 dias. Como

consequência, a rentabilidade dessas MPEs é impactada negativamente, sugerindo menores retornos sobre investimento no ativo total.

Como esperado pelos resultados dos *surveys*, os conteúdos das entrevistas revelam que os dirigentes dessas MPEs não adotam as boas práticas encontradas para administração do capital de giro. O retorno médio desse grupo de firmas é o mais alto de todos os demais grupos de firmas, e isso pode gerar um conforto financeiro e acomodação para adotar práticas de gestão. Em complemento, as limitações conhecimento gerencial desses dirigentes sobre gestão de contas de capital de giro se mostram evidentes. A sócia-gerente do caso 2 (E2) – uma firma de serviços de saúde - afirma que sempre administrou o negócio sem se preocupar muito com esses aspectos e também por não ter formação e conhecimentos na área financeira.

Porém, todas fazem uso de empréstimos bancários de curto prazo e não apresentam indícios de uso de habilidade financeiras nas suas decisões. Das MPEs desse grupo, o caso 18 – um mini-supermercado -, apresenta o menor volume de vendas e de compras a prazo (20%), o que mostra uma possível situação de folga de caixa, enquanto que, o sócio-gerente do caso 17 (E17) – um varejo de auto peças -, não se preocupou muito com esses aspectos de gestão financeira, pois a perspectiva de crescimento é de importância intermediária, e o negócio está estável. Porém o *trade credit* recebido e ofertado é alto, 90% e 95%, respectivamente.

Em síntese, os resultados da análise das entrevistas mostram convergências com os encontrados pela análise quantitativa. Com base nesses resultados, é possível afirmar que há sim diferenças na administração do capital de giro das MPEs.

5.10. Resultados dos testes de proposições

Esta seção apresenta os resultados dos testes de proposições inerentes ao construto da administração do capital de giro e seus fatores latentes: oferta de crédito, gestão de estoque e controle de caixa. O objetivo é compreender o relacionamento entre esses três fatores latentes.

A amostra com 379 MPEs foi analisada, aplicando as técnicas de modelagem de equações estruturais (SEM). Os modelos de mensuração e de regressão estrutural foram utilizados para identificar as validades convergentes e divergentes e as confiabilidades da escala usada e estimar os parâmetros das regressões de segunda ordem que formam o construto teórico de gestão de capital de giro, e para testar as proposições formuladas, respectivamente.

O objetivo da SEM é testar quão bem os dados da amostra se ajustam adequadamente ou não ao modelo hipotetizado, empregando a matriz de correlações e/ou de covariâncias entre as variáveis. Para isso, é preciso verificar se o modelo proposto é multidimensional e plausível, ou seja, como sendo composto por três sub-dimensões, a fim de compará-lo contra os modelos alternativos concorrentes com um ou dois fatores latentes. A relação crítica recomendada na literatura, entre respondentes/quantidade de itens da escala de 10:1 e de 5:1 (HAIR et al., 2005) foi alcançada (BYRNE, 2001). Nesse estudo, a relação foi de 39:1.

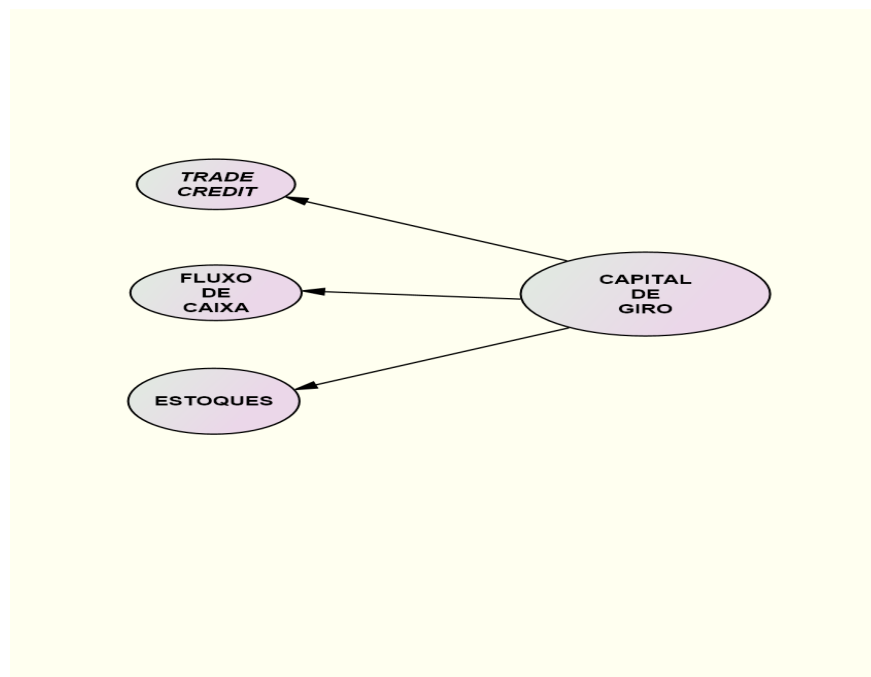
5.10.1 Análise fatorial confirmatória

A análise fatorial confirmatória (AFC) foi realizada para se demonstrar os ajustes de adequação do modelo aos dados e estabelecer tanto a validade convergente entre os itens da escala e seus fatores correspondentes, como também a validade divergente entre as respectivas variáveis latentes. Para isso, a escala de 11 itens foi reduzida, inicialmente, pela análise fatorial exploratória (AFE) com componentes ortogonais e autovalores maiores que 1 e após re-especificação do modelo, confirmada pelo modelo de mensuração por meio de diagrama de caminhos.

Conforme Hair et al., (2005) é recomendável que o tamanho da amostra para se desempenhar uma AFC deve ter entre 100 e 200 elementos. Essa condição foi plenamente satisfeita (quantidade útil de 379 MPEs). Os resultados se mostraram significativos para representar o construto de gestão de capital de giro com três variáveis latentes, assim nomeados e simbolizados – Gestão de oferta de crédito (*trade credit*); Gestão de caixa (fluxo de caixa) e Gestão de estoques (estoques) –, com um mínimo de dois indicadores por componente principal. O método de estimação usado foi o da máxima verossimilhança.

Os itens da escala - giro de estoques, financiamento externo e orçamento de caixa - foram excluídos do modelo inicial, pois estes apresentaram valores de comunalidades inferiores a 0,30, altos valores de resíduos e de variâncias explicadas inferiores a 0,20. Estas exclusões têm suporte teórico substantivo, pois a gestão da rotina ponto de pedido reflete o conhecimento do giro do estoque na decisão de compra de mercadorias e matérias-primas. Para dirigentes das empresas amostradas, a gestão do giro dos produtos está contida no ponto de pedido.

A Figura 13 mostra o construto de gestão de capital de giro e as variáveis latentes.



Fonte: elaborado pelo autor

Figura 13: Construto de gestão de capital de giro e variáveis latentes

O indicador - financiamento externo - foi deletado, pois, como a amostra é composta por MPEs e estas são naturalmente restritas e discriminadas em relação ao acesso a crédito bancário em economias emergentes (LOVE, PREVE e SARRÍA-ALLENDE, 2007), a captação de financiamento torna-se pouca atrativa e, conseqüentemente, o crédito comercial passa a ser a principal fonte de recursos externos. Os dirigentes entrevistados relatam pouca confiança nos bancos e forte resistência em buscar empréstimos em razão do alto custo de capital.

O item orçamento de caixa não foi reconhecido pelos dirigentes das MPEs da amostra como instrumento de gestão financeira significativo. Possivelmente, os dirigentes têm conhecimentos gerenciais limitados sobre esse instrumento de gestão e, como o *trade credit* ativo e passivo é a principal fonte e destino de recursos financeiros, as condições de prazos de pagamento e de recebimento, junto com descontos promocionais ofertados a clientes, passaram a compor a variável latente gestão de controle de caixa.

Após re-especificação do modelo com oito indicadores, os resultados indicam que o ajuste mínimo de discrepância na matriz de covariância da amostra com a matriz de covariância implícita do modelo foi alcançado ($\chi^2 = 30,81$; graus de liberdade = 23; $p < 0,001$), sugerindo, com isso, que a solução baseada no modelo de mensuração é plausível. Os

graus de liberdade apontam que o modelo é superidentificado (HAIR et al., 2005) assegurando, assim, que uma solução ótima de ajuste do modelo re-especificado aos dados da amostra foi possível.

As estimativas de correlação entre os pares de dimensões latentes são de valores moderados, variando entre - 0,426 e 0,644 -, os quais sugerem a existência de validade discriminante das variáveis observadas na formação do construto. Da mesma maneira, e após a re-especificação do modelo inicial, as cargas estimadas dos itens indicadores da escala nas variáveis latentes foram de valores significantes ao nível de p - valor $< 0,001$, evidenciando, assim, que a escala utilizada tem validade convergente na medição dos fatores latentes.

O alfa de Cronbach foi de 0,851, indicando, portanto, o grau de confiabilidade da escala em medir diferenças entre respondentes e entre as variáveis latentes (ANOVA: $F = 14,106$; 0,000). A variância explicada pela solução fatorial foi de 75,90%, com comunalidade mínima de 0,671 e máxima de 0,820. Os índices de ajuste $KMO = 0,840$ e de esfericidade de Bartlett = 1570,84 (Graus de liberdade = 28; 0,000) foram significativos a 0,1%, apontando uma boa adequação de possibilidade de tratamento dos dados com a análise fatorial.

Na análise fatorial confirmatória, as duas medidas complementares de confiabilidade também foram calculadas para avaliar o modelo de mensuração: a confiabilidade composta (CC) e a variância extraída de cada sub-dimensão. A CC é uma medida de consistência interna dos indicadores de cada construto e descreve o grau em que eles indicam o mesmo fator latente. Conforme Hair et al. (2005), valores acima de 0,7 são aceitáveis e, abaixo deste, podem sê-lo, se o estudo for exploratório. Neste estudo, os resultados, como apresentados na Tabela 15, a seguir, sugerem que os indicadores usados para medir as dimensões de gestão de oferta de crédito e de controle de caixa são mais consistentes que os indicadores usados para medir o componente latente de gestão de estoques.

A variância média extraída revela a quantidade de variância nos indicadores explicada pela variável latente. Valores maiores estimados ($> 50\%$) desse parâmetro indicam que os indicadores são verdadeiramente representativos do construto latente. Coerente com os resultados da CC, os indicadores do construto latente de gestão de estoque parecem ter pouca representatividade para explicá-lo ($< 50\%$) quando comparados aos indicadores dos fatores de gestão de crédito e de controle de caixa. Ou seja, aproximadamente 62,5% (100% - 37,52%) da variância dos indicadores nível de investimento em estoque e ponto de pedido não é explicada pelo fator latente de gestão de estoque. É possível que outros aspectos de gestão não contemplados nesse estudo expliquem essa variação.

Tabela 15: Confiabilidade composta (CC) e variância explicada por fator latente

	Gestão de Crédito	Controle caixa	Estoque
CC	0,88	0,74	0,55
Variância explicada (%)	71,28	49,74	37,52

Nota: Essa tabela mostra as medidas complementares de confiabilidade da escala por cada sub-dimensão do construto de gestão do capital de giro.

Fonte: elaborado pelo autor

A análise conjunta dos índices aponta que o modelo tem ajuste razoável aos dados e estão na Tabela 16, a seguir.

Tabela 16: Principais índices de qualidade de ajuste

Índices de ajuste	MM1FAT ^a	MM2FAT	MM3FAT-BASE	MM3RE
CMIN (χ^2)	451,33 (DF = 44) (0,000)	319,3 (DF = 43) (0,000)	262,24 (DF=41) (0,000)	22,42 (DF = 13) (0,049)
NFI (PNFI)	0,751 (0,601)	0,824 (0,644)	0,852 (0,635)	0,986 (0,458)
CFI (PCFI)	0,768 (0,615)	0,843 (0,659)	0,871 (0,649)	0,994 (0,461)
RMSEA	0,147	0,122	0,113	0,041

Nota: Essa tabela mostra o conjunto de índices de ajuste aplicado na análise dos modelos de mensuração. O CMIN é um índice que mede a discrepância entre as matrizes de covariâncias dos modelos e serve para testar a extensão pela qual as cargas fatoriais, o fator de variância/covariância e variância dos erros dos modelos especificados são válidos. NFI é um índice de ajuste normado. PNFI é um índice de ajuste normado de parcimônia do modelo. O CFI é um índice de ajuste comparativo, que leva em conta o tamanho da amostra, e o PCFI corresponde ao índice CFI de parcimônia. RMSEA é um índice que mede a raiz quadrada média do erro de aproximação na população a partir da matriz de covariância. Fonte: resultados dos testes estatísticos

^a MM é a representação do modelo de mensuração. 1FAT, 2FAT e 3FAT-BASE são especificações de modelos alternativos e concorrentes com um fator, dois e três fatores, respectivamente. 3RE é o modelo base com três fatores que sofreu reespecificação de covariâncias entre indicadores.

Portanto, com base nos índices de ajustes, não há suporte para rejeitar as proposições nulas inerentes à parte de mensuração do modelo. Assim, ele será usado como base para testar as proposições com regressão estrutural. A suposição de erros de mensuração não-correlacionados foi relaxada, e alguns erros de medição de indicadores, como, por exemplo, ponto de pedido e giro de estoques foram permitidos covariarem (KLINE, 2011; BYRNE,

2001) nos modelos re-especificados, pois, além de fazerem parte da mesma dimensão (gestão de estoques) apresentavam raciocínios teóricos e empíricos substantivos.

5.10.2 Equações estruturais

A Figura 14, a seguir, exibe o diagrama de caminhos entre indicadores e construtos, as cargas fatoriais e o coeficiente de regressão entre os construtos.

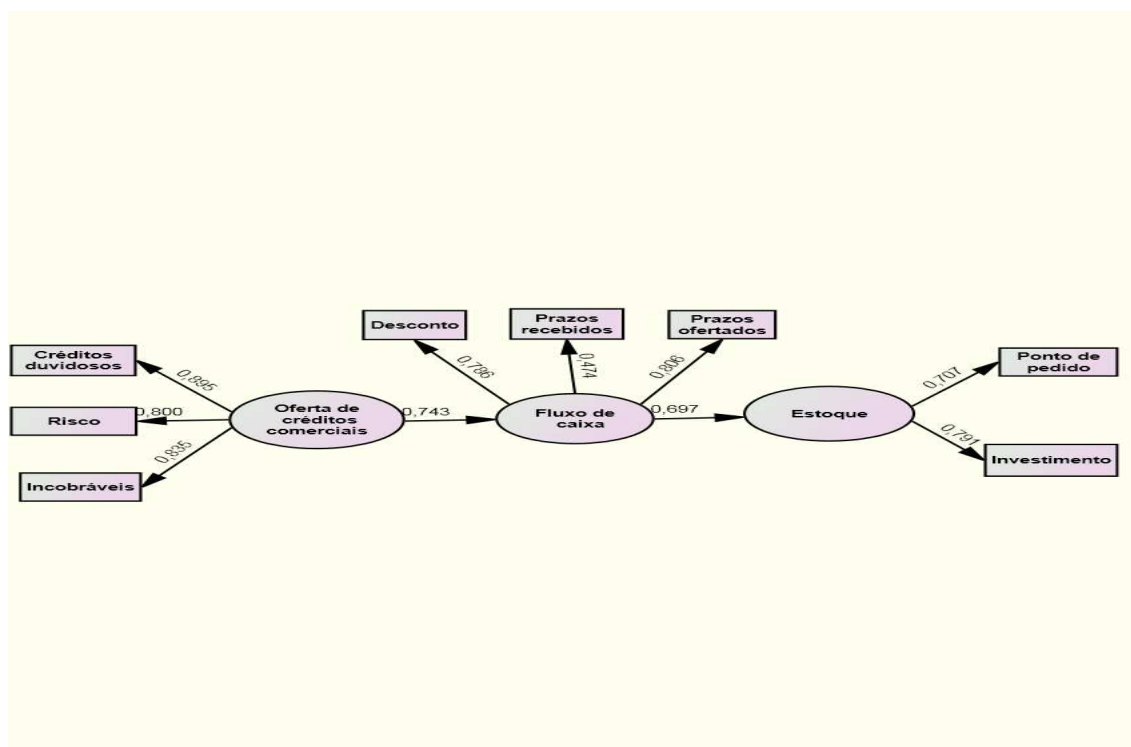


Figura 14: Coeficientes de regressão observados no sistema de equações estruturais

O modelo fatorial de 3 fatores re-especificado – MM3RE - foi utilizado como referência para testar as proposições de relacionamento entre as variáveis latentes nomeadas. Para estes testes, aplicou-se a parte de regressão estrutural do SEM aos dados da amostra, visando estimar os coeficientes e sua significância, como também avaliar os efeitos entre gestão de crédito (CRED), de controle de caixa (CX) e de estoques (EST). Os resultados estão reportados na Tabela 17, a seguir.

Tabela 17: Sumário dos resultados dos testes de proposições de cargas de caminhos

Modelo 1 (CX)	Coefficientes	Modelo 2 (CRED)	Coefficientes
P ₁ : CX <--- CRED	0,743 ^{***}	P ₁ : CRED <--- CX	0,576 ^{***}
P ₂ : EST <--- CX	0,697 ^{***}	P ₂ : EST <--- CRED	0,230
INC <--- CRED	0,835 ^{***}	PMP <--- CX	0,465 ^{***}
RISCO <--- CRED	0,800 ^{***}	PMR <--- CX	0,887 ^{***}
PMP <--- CX	0,474 ^{***}	DESC <--- CX	0,701 ^{***}
PMR <--- CX	0,806 ^{***}	INC <--- CRED	0,874 ^{***}
DESC <--- CX	0,786 ^{***}	PDD <--- CRED	0,870 ^{***}
PP <--- EST	0,707 ^{***}	RISCO <--- CRED	0,794 ^{***}
NIVEL <--- EST	0,791 ^{***}	PP <--- EST	0,712 ^{***}
PDD <--- CRED	0,895 ^{***}	NIVEL <--- EST	0,786 ^{***}
p-valor	1,5%		5%
Proposições	Ambas suportadas		P ₁ : suportada P ₂ : não suportada

Nota: Essa tabela mostra os resultados dos coeficientes padronizados de caminhos da regressão estrutural para os dois modelos de relacionamentos. A variável dependente é a gestão de estoques. A variável mediadora no modelo 1 é a gestão de caixa e no modelo 2 é a gestão de crédito, respectivamente. O símbolo ^{***} indica significância a 1,5% no modelo 1 e de 5% no modelo 2.

Fonte: resultados dos testes estatísticos

As evidências empíricas suportam a proposição 1 e sugerem que a geração de caixa interna das operações das empresas da amostra desempenha um papel mediador positivo e significativo em nível de p-valor < 0,015, entre a variável antecedente gestão de oferta de crédito e a gestão de estoque nas MPEs. Esse resultado está em linha com a teoria de *tradeoffs* de custo-benefício e corroboram os achados por Goyal e Frank (2000) para as pequenas empresas, exatamente onde a teoria da *Pecking Order* da hierarquia de fontes de financiamento deveria prevalecer devido às acentuadas assimetrias informacionais. Além do mais, reforça a importância do *trade credit* ofertado e demandado como a alternativa mais relevante para as MPEs financiarem seus clientes por meio de recebíveis, enquanto são financiados, simultaneamente, pelos fornecedores via contas a pagar.

Nas MPEs, o *trade credit* parece funcionar como um substituto natural do crédito bancário, conforme Petersen e Rajan (1994). Para dirigentes de MPEs, a sincronização entre prazos médios de recebimento e de pagamento e a adoção de política de oferta de descontos promocionais e como incentivo para antecipar pagamentos de parcelas são relevantes para se garantir a liquidez das firmas, e esse modelo pode servir em trabalhos futuros como *proxy*

para a gestão de caixa. Em contraste, a gestão de crédito não se mostrou uma mediadora significativa, quando a gestão de caixa foi considerada como uma variável antecedente da gestão de estoques. Assim, a proposição 2 não foi suportada.

A mudança em uma unidade na dimensão de gestão de crédito provoca uma alteração direta de 0,743 na gestão de controle de caixa. Ou seja, melhorias na política de avaliação para concessão de crédito podem minimizar o volume de créditos incobráveis e reduzir as potenciais perdas por insolvência do cliente. Como consequência, o volume adicional de recursos financeiros gerado internamente devido a essas melhorias do nível de risco do investimento em recebíveis aumenta a disponibilidade de caixa das firmas e a sua liquidez.

O efeito indireto padronizado da gestão de oferta de crédito sobre a gestão de estoque, quando mediado pela gestão de caixa, é de 0,518. Os resultados complementares das cargas de caminhos entre variáveis indicadoras e latentes fornecem informações importantes para gestores e *stakeholders*. Por exemplo, a carga de caminho entre PMP <--- CX (0,474) é a de menor valor, e isso informa que firmas têm alta propensão em atrasar os pagamentos a fornecedores e que, em decorrência do 1) relacionamento comercial contínuo, 2) da pobre gestão de oferta de crédito e de cobrança e 3) do poder de barganha do cliente, as renegociações de débitos são realizadas naturalmente devido às informações conseguidas e ao contínuo monitoramento do cliente pela área comercial das empresas fornecedoras.

As seguintes implicações gerenciais podem ser derivadas dos resultados. Pela Tabela 17, pode-se ver que o coeficiente entre o fator gestão de caixa e de estoque é positivo e significativo. Isso quer dizer que uma melhor propensão de gestão de caixa é um importante determinante para que os dirigentes possam tomar melhores decisões sobre aspectos de gestão de estoques como a propensão a controlar o nível de investimento e, conseqüentemente, sobre o giro dos estoques. Se essas duas decisões, que são imbricadas uma na outra pela própria natureza conceitual, forem tomadas de maneira correta, o ponto de pedido de cada item de estoque será uma decisão ajustada ao ciclo operacional do negócio.

Nesse sentido, a gestão para sincronizar prazos médios de recebimento e de pagamento assume papel importante na gestão do fluxo de caixa das firmas. Os altos valores dos coeficientes de prazo médio de recebimento (0,806) e de desconto (0,786) revelam ainda como esses indicadores são críticos para firmas com pouco acesso a financiamentos bancários como são as MPEs. Isso explica porque a disposição a controlar o fluxo de caixa é essencial para a gestão de fundos internos nessas firmas, pois quaisquer atrasos nos recebimentos da carteira de recebíveis pode comprometer a liquidez do negócio. Em situações de necessidade de caixa, a adoção de descontos promocionais via discriminação de preços e para incentivar

vendas, passa a se constituir numa estratégia comercial e financeira a ser implementada para acelerar a entrada de fundos. Essa estratégia está em linha com a teoria estratégica de oferta de *trade credit*.

O baixo valor do coeficiente de prazo médio de pagamento (0,474) mostra que esse indicador tem importância secundária na disposição a controlar dos dirigentes. Isso pode indicar o grau de segurança das firmas no relacionamento com fornecedores tanto pela confiança da continuidade de entrega de mercadorias como no financiamento comercial. Eventuais atrasos de pagamentos a fornecedores são considerados como normais entre parceiros comerciais nas firmas desse porte. Esse comportamento está em linha com as evidências encontradas por Marota (2006) com firmas italianas de micro e pequeno porte. Talvez isso possa explicar por que esse indicador tem um baixo coeficiente no fator de caixa.

Os resultados também indicam a forte influência da gestão de crédito sobre gestão de caixa. Nessas circunstâncias, as evidências induzem que a gestão de fundos internos assume um papel endógeno e simultâneo entre gestão de crédito e de estoques. Os altos valores estimados dos coeficientes do fator de gestão de crédito sobre os indicadores sugerem a relevância da oferta de *trade credit* pelas MPEs. Isso pode ser explicado pelo fato de essas serem tanto sub-capitalizadas como terem acesso a fontes bancárias, porém a altos custos e, assim, perdas financeiras em recebíveis podem impactar negativamente a saúde financeira e a liquidez do negócio. Nesse sentido, a magnitude dos coeficientes dos indicadores de **risco de crédito de clientes, provisão para devedores duvidosos (pdd) e perdas com incobráveis** dão a entender que as preocupações percebidas dos dirigentes na definição da política de crédito a ser aplicada nas vendas a prazo bem como a maior disposição em controlar tais práticas de gestão. Consequentemente, flexibilizá-la pode gerar maiores vendas e, ao mesmo tempo, maiores riscos de inadimplência, de incobráveis e de perdas de recebíveis. Nesse contexto, as decisões de oferta de crédito influenciam indiretamente as decisões sobre os estoques. A mediação entre o relacionamento destas duas dimensões é feita pela eventual folga financeira obtida internamente na gestão de *float* dos prazos médios de pagamento e de recebimento.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou se há diferença no estilo de administração do capital de giro entre as MPEs. Nesse propósito, diversas características organizacionais identificadas na literatura de negócios foram associadas à disposição a revisar as rotinas de capital de giro dos seus gestores. Para isso, foi aplicado um *survey* em 447 organizações dos estados de Minas Gerais e de São Paulo e realizadas 18 entrevistas com gestores de MPEs. O desenho de pesquisa utilizou, parcialmente, o modelo desenvolvido e aplicado no Reino Unido por Howorth e Westhead (2003). Para isso, o instrumento de coleta de dados foi adaptado às peculiaridades e à realidade do ambiente financeiro e de negócios no Brasil e foi possível traçar um perfil demográfico das MPEs, no que se refere às rotinas de gerenciamento do capital de risco, por setor de atividade, tamanho e idade, entre outros.

Outro objetivo deste estudo foi identificar se havia diferença na disposição a revisar as práticas de capital de giro e na oferta e demanda por créditos comerciais entre gestores de MPEs que operam em uma economia emergente com aquelas que atuavam em uma economia desenvolvida. Acredita-se, conforme teorias substantivas revisadas no Capítulo 2, que as diferenças legais, institucionais, de desenvolvimento e de profundidade do mercado financeiro entre economias podem ser fatores determinantes que influenciam a prática gerencial dos dirigentes. Adicionalmente, exploram-se também as relações existentes entre os fatores latentes de oferta de créditos comerciais, de caixa e de estoques, os quais formam o construto de gestão de capital de giro.

O presente estudo pode contribuir para acadêmicos, gestores de MPEs, bem como a seus fornecedores, instituições financeiras com foco em financiamento às empresas de pequeno e médio porte e seus clientes, e, em especial, para os reguladores e formuladores de política de apoio às MPEs e desenvolvimento de microcrédito. Em especial, esta pesquisa contribui nas seguintes frentes principais:

- a) por descrever as práticas de gestão de capital de giro das MPEs brasileiras e as percepções de seus gestores acerca do assunto. Até onde foi possível pesquisar, trata-se do primeiro estudo *cross-country* a trazer este tipo de informação, que permite traçar uma demografia das nossas MPEs com relação às suas práticas de gestão de ativos e passivos circulantes;

- b) comparar os resultados com os obtidos em uma economia desenvolvida (Reino Unido);
- c) identificar quais características organizacionais são fatores determinantes do estilo de gestão de capital de giro nas MPEs em decorrência da frequência da disposição a revisar as práticas pelos gestores;
- d) mostrar as estimativas dos coeficientes de regressão simultâneas entre indicadores e variáveis latentes; e
- e) estimar os efeitos da influência da gestão de oferta de créditos comerciais sobre a gestão de estoques.

A comparação com o estudo britânico permitiu que se entendesse as implicações que as diferenças legais, institucionais e de desenvolvimento e profundidade dos mercados financeiros trazem sobre a prática gerencial. Os resultados mostraram que as frequências médias de gestão das rotinas de capital de giro dos dirigentes brasileiros é superior à dos britânicos, exceto quanto à prática de uso do orçamento de caixa. Os dirigentes brasileiros revelam especial atenção às rotinas de dos prazos de pagamento, de recebimento e de política de descontos. Além desses resultados, as evidências mostram que as MPEs brasileiras ofertam e demandam menos créditos comerciais que as suas contrapartes britânicas.

Os resultados empíricos relativos às rotinas de administração de capital de giro entre as duas realidades evidenciam que há convergência quanto à heterogeneidade das empresas desses portes, pois elas foram agrupadas em quatro modos distintos de estilo de gerenciamento do capital de giro. No Brasil, identificou-se a existência de quatro estilos de gestão do capital de giro: 1) foco da gestão em prazos; 2) foco em crédito; 3) foco em estoques e 4) outras sem foco específico ou com baixa disposição em revisar as suas rotinas de administração. Já no Reino Unido, o componente prazo (justamente aquele com maior concentração de empresas no Brasil) não se mostrou importante, ao passo que o orçamento de caixa se mostrou um componente importante.

As MPEs brasileiras revisam suas rotinas de capital de giro com mais frequência que as britânicas. Esse resultado está em linha com a ideia de que as atividades relacionadas à otimização dos fluxos de caixa de curto prazo tenham retorno marginal superior no Brasil, em virtude do maior custo do dinheiro (Wilson et. al., 1996). Também há evidência de que as empresas brasileiras ofertam menos crédito comercial que as britânicas, em linha com Petersen e Rajan (1997) e há evidência, embora fraca, de que as MPEs brasileiras se financiam menos com crédito comercial do que as britânicas. Talvez esse último resultado

derive do fato de que a cadeia produtiva dessas empresas envolva, especialmente, empresas de pequeno porte, com pouca capacidade de fornecimento de crédito comercial.

Além disso, o acesso limitado ao mercado de crédito e/ou os altos custos de transação do capital financeiro para as empresas brasileiras pode ser, sim, uma barreira para se aplicar as rotinas de gestão, pois coincidem com as que têm pouca habilidade financeira (assim, os resultados empíricos nacionais estão alinhados aos pressupostos da perspectiva da *Resource Based View* – RBV e com a teoria dos custos de transação e de créditos comerciais).

Os altos custos de financiamento, o pouco acesso (ou acesso limitado) ao crédito bancário e a baixa profundidade do sistema financeiro brasileiro podem ser as causas pelas quais os dirigentes brasileiros se comportam de maneira diferente da dos dirigentes britânicos, quando se trata de fontes de financiamento externo via sistema financeiro.

Os conflitos de agência entre principais e credores parecem se sobressair com maior intensidade no Brasil. Os dirigentes locais parecem também privilegiar as operações ativas e passivas oriundas do crédito comercial, como meio de obter financiamento nas compras a prazo e de conceder crédito ao parcelar as vendas para os clientes.

Tomando como base os resultados das entrevistas individuais realizadas com dirigentes, foi possível identificar o impacto que as inovações tecnológicas e financeiras recentes tiveram nas finanças das empresas, inclusive das MPEs. A adoção das tecnologias de informação e dos cartões de débito e de crédito têm reduzido a necessidade de captação de financiamento via bancos por estas empresas, pois as administradoras de cartões de crédito já aprovam limites automáticos de antecipação de recebíveis para empresas conveniadas. Ou seja, o relacionamento comercial entre fornecedores e clientes, e não o bancário, parece ser um recurso valioso e relevante para os dirigentes brasileiros.

A análise fatorial confirmatória e exploratória evidencia a formação de três variáveis latentes para os resultados empíricos brasileiros, porém com cargas em fatores diferentes daqueles encontrados no Reino Unido. Estes resultados sugerem que dirigentes de MPEs percebem estas variáveis de maneira diferente em uma economia emergente, refletindo-se na política financeira que adotam na gestão do negócio. Os indicadores de giro de estoques, financiamento externo e orçamento de caixa não foram significativos como variáveis dos fatores latentes de gestão de estoques e de caixa.

Na percepção de alguns dirigentes entrevistados, a rotina de ponto de pedido foi um indicador que emergiu como relevante pois, ao conhecê-lo, o giro já foi considerado na informação, e não o contrário. Isso pode ser reflexo da baixa formação técnica dos dirigentes e da falta de clareza entre os dois conceitos. A exclusão de financiamento externo pode ser

devido às barreiras de acesso das MPEs ao financiamento bancário e à resistência e pouca confiança dos dirigentes nas instituições financeiras. Como decorrência deste comportamento, reconhecem, tanto no *trade credit* demandado como na geração de caixa interna, o seu *porto seguro* para continuidade das operações. Nesse sentido, o casamento entre prazos de recebimento e de pagamentos e a adoção de políticas de desconto para antecipação de recebíveis ou para recebimento à vista das vendas emergiu como indicadores de gestão de caixa.

Conforme o modelo idealizado, a hipótese de relacionamento entre gestão de oferta de crédito e gestão de estoques, quando mediado pela gestão de geração de caixa, foi suportada. Estas estimativas podem ser úteis nas decisões inerentes à definição de políticas dos componentes do capital de giro, pois este é o primeiro estudo a medir os efeitos diretos e indiretos entre indicadores e fatores latentes do construto de gestão de capital de giro. Assim, é bastante plausível que a MPE “típica” brasileira apresente ainda mais diferenças em relação às empresas britânicas. Essa é uma possível extensão para pesquisa futuras.

Finalmente, é clara a evidência de motivos para interpretar os resultados do presente estudo com cautela. Primeiro, em relação à comparação com os resultados da pesquisa em empresas britânicas, deve ser destacado que há uma diferença temporal de 6-8 anos entre o *survey* aplicado no Reino Unido e no Brasil. O desenvolvimento tecnológico dos últimos anos, em especial, o barateamento dos custos de *softwares* de gestão, pode dar origem a realidades bastante distintas quando se comparam as rotinas adotadas no início da década às de seu final. Em especial, tomando como base os resultados das entrevistas individuais realizadas com dirigentes, foi possível identificar o impacto que as inovações tecnológicas e financeiras recentes tiveram nas finanças das empresas estudadas.

A adoção das tecnologias de informação e dos cartões de débito e de crédito têm reduzido a necessidade de captação de financiamento tradicionais via bancos por essas empresas, pois as administradoras de cartões já aprovam limites automáticos de antecipação de recebíveis para as empresas conveniadas, ou seja, o relacionamento comercial entre fornecedores e clientes, e não o bancário, parece ser um recurso valioso e relevante para os dirigentes brasileiros.

Segundo, a amostra brasileira restringe-se aos estados de São Paulo e de Minas Gerais, duas das regiões mais ricas, bancarizadas e com maior grau de escolaridade do país. É de se supor que as MPEs dessas regiões tenham, portanto, gestão financeira mais sofisticada e maior acesso a crédito externo (bancário e/ou comercial), quando comparadas a MPEs de

outras regiões do país. Assim, é bastante plausível que a MPE “típica” brasileira apresente diferenças ainda mais acentuadas em relação às empresas britânicas

Como enfatizaram Howorth e Westhead (2003), ainda são muitas as questões que ainda permanecem sem respostas, quando se trata de capital de giro, principalmente aquelas relativas à direção de causalidades entre o capital de giro, ao perfeito entendimento dos relacionamentos endógenos das contas de curto prazo e ao desempenho das firmas.

Esse trabalho é uma contribuição à literatura financeira de curto prazo aplicada a MPEs, que evidenciou resultados originais até então não identificados em uma economia emergente e com nível de desenvolvimento financeiro distinto daquele presente nas economias maduras, ampliando assim os conhecimentos e a literatura de finanças corporativas de curto prazo, além também de possibilitar melhor compreensão acerca das práticas de gestão.

Como sugestão para estudos futuros, sugere-se estender a enquete para as outras regiões do Brasil e da América Latina. A relação entre a oferta e a demanda por créditos comerciais e desempenho é outra linha de pesquisa a ser investigada para entender como essas variáveis se comportam. Em adição, outra frente de pesquisa, ainda inexplorada, é pesquisar quanto custa efetivamente estender o crédito em decorrência do atraso de pagamento de títulos.

REFERÊNCIAS

ADNER, R.; HELFAT, C. E.. Corporate effects and dynamic managerial capabilities. *Strategic Management Journal*, v.24, p. 1011–1025, 2003.

AGARWAL, R.; AUDRETSCH, D. B.. Does entry size matter? The impact of the life cycle and technology on firm survival. *The Journal of Industrial Economics*, v. 49, n. 21, p.43, 2001

AGYEI-MENSAH, B. K. *Working Capital Management Practices of Small Firms in the Ashanti Region of Ghana*. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?>. 2010. Acesso em: 20 abr. 2011.

ALMEIDA, J. R. de. *Gestão do capital de giro, acesso a financiamentos e valor da empresa*. Dissertação de Mestrado, EAESP/FGV, 2010.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, v. LIX, n. 4, aug. 2004.

ALPHONSE, P.; DUCRET, J.; SÉVERIN, E. *When trade credit facilitates access to bank finance: Evidence from US small business data*. Social Science Research Network. 2004. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 jan. 2011.

ANG, J. S; COLE, R.A; LIN, J.W. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, v.55, n.1, p.81-106, 2000.

ANTONIALLI, L. M.; OLIVEIRA, L. Uso da estrutura de capital em empresas agroindustriais. *Organizações Rurais e Agroindustriais*, v. 6, n. 2, p. 134-148, 2004.

ANTOV, D. S.; ATANASOVA, C. V. *Trade Credit Financing: How Expensive Is It Really?* Social Science Research Network. 2006. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 jan. 2011.

APPUHAMI, B.A.R. The impact of firm's capital expenditure on working capital management: an empirical study across industries in Thailand. *International Management Review*, v. 4, n. 1, p. 11-24, 2008.

ASHBY, A.. Do's and Don't's for Good Cash Management. *Financial Executive*, v. 21, n. 8, p. 58-60, 2005.

BALBINOTTI, M. A. A.; BENETTI, C. e TERRA, P. R. S.. Translation and validation of the Graham-Harvey survey for the Brazilian context. *International Journal of Managerial Finance*, v. 3, n. 1, p. 26 – 48, 2006.

BACEN. *Juros e spreads bancários*. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%201-Juros%20e%20Spread%20Banc%C3%A1rio.pdf>>. Acesso em 12 janeiro 2012.

BAILLY, N. et al.. UK Corporate Use of Derivatives. *The European Journal of Finance*, n. 9, p. 169-193, 2003.

BALESTRIN, A.; ARBAGE, A. P.. A perspectiva dos custos de transação na formação de redes de cooperação. *RAE- eletrônica* - v. 6, n. 1, Art. 7, jan./jul. 2007.

BAÑOS-CABALLERO, S.; GARCÍA-TERUEL, P.J.; MARTÍNEZ-SOLANO, P.M (2010). Working Capital Management in SMEs. *Accounting & Finance*, v. 50, n. 3, p. 511-527, September 2010

BARBERO, J. L.; CASILLAS, J. C. e FELDMAN, H. D.. Managerial capabilities and paths to growth as determinants of high-growth small and medium-sized enterprises. *International Small Business Journal*, v. 29, n. 6, p. 671–694, 2011.

BARDIN, L.. *Análise de conteúdo*. Trad. Luís Antero Reto e Augusto Pinheiro. Lisboa: Edições 70, 2002.

BARNEY, J. B.. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, p. 99-120, 1991.

BARNEY, J. B.. Is the resource-based view a useful perspective for strategic management research? Yes. *Academy of Management Review*, v. 26, p. 41-54, 2001.

BARNEY, J.; KETCHEN Jr, D. J.; WRIGHT, M.. The Future of Resource-Based Theory: Revitalization or Decline? *Journal of Management* published online 10 March 2011

BARZEL, Y. Measurement cost and the organization of markets. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 25, p. 27-48, Apr. 1982.

BASTOS, R. R.; PINDADO, J.. Trade Credit Policy: Theory and Empirical Evidence. *Applied Economics*, v. 39, n. 20, p. 2631-2642, 2007.

BAUM, C. F.; SCHÄFER, D.; TALAVERA, O. The impact of the financial system's structure on firm's financial constraints. *Journal of International Money and Finance*, v. 30, p. 678-691, 2011.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BERGER, A. N.; UDELL, G. F. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of business*, v. 68, n. 3, p. 351 -381, 1995.

BERGER, A.; UDELL, G.. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, v. 22, n. 6/8, 613-673, 1998.

BERRYMAN, J. Small business failure and bankruptcy: a survey of the literature. *European Small Business Journal*, v. 1, n. 4, p. 47 - 59, 1983.

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. *Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies*. 2002. MIT Sloan Working Paper No. 4280-02

Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 de janeiro de 2011.

BHIDE, A. Bootstrap finance: the art of start-ups. *Harvard Business Review*, v. 70, n. 6, p. 109-117, 1992.

BLOOM, N.; VAN REENEN, J.. Why Do Management Practices Differ across Firms and Countries? *Journal of Economic Perspectives*, v. 24, n. 1, p. 203–224, Winter 2010.

BOISSAY, F.; GROPP, R.. *Trade credit defaults and liquidity provision by firms*. European Central Bank, Working Papers Series n. 753, 2007.

BOUGHEAS, S.; MATEUT, S.; MIZEN, P.. Corporate trade credit and inventories: new evidence of a trade-off from de accounts payable and receivable. *Journal of Banking and Finance*, n. 33, p. 300-307, 2008.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C.. *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2001.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C.. *Administração Financeira – Teoria e Prática*. 10 ed., São Paulo: Thomson, 2007.

BRISOLA, J.. Teoria do agenciamento na contabilidade. In: Congresso Brasileiro de Contabilidade, 16., 2000, Goiânia. *Anais...* Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2000. 1 CD.

BURKART, M.; ELLINGSEN, T. *In-Kind Finance: A Theory of Trade Credit*. Social Science Research Network. 2004. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 de janeiro de 2011.

BURKOWSKI, E.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A.. A identificação de preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas. *Revista de Administração de Empresas – eletrônica*, v. 8, n. 1, jan/jun. 2009.

BYRNE, B.M.. *Structural Equation Modeling with AMOS: basic concepts, applications, and programming*. Mahwah, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, 2001.

CAMARGOS, M. A.; CAMARGOS, M. S.; SILVA, F. W.; SANTOS, F. S.; RODRIGUES, P. J.. Fatores condicionantes da inadimplência em processos de concessão de crédito a micro e

pequenas empresas do Estado de Minas Gerais. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, v. 14, n. 2, 2010, p. 333 - 352.

CAOUCETTE, J. B.; ALTMAN, E. I.; NARAYANAN, P.; NIMMO, R. W. J.. *Gestão do risco de crédito – O grande desafio dos mercados financeiros globais*. 2. ed. São Paulo: Qualitymark, SERASA, 2009.

CARBÓ-VALVERDE, S.; RODRÍGUES –FERNÁNDEZ, F.; UDELL, G.F.. Bank market power and SME financing constraints. *Review of Finance*, v. 13, p. 309–340, 2009.

CARPENTER, R.E.; PETERSEN, C.B.. Capital market imperfections, high-tech investment and new equity financing. *The Economic Journal*, v. 112, n. 477, p. 54 –72, 2002.

CASSAR, G. The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, v. 19, n. 2, p. 261-283, 2004.

CHEUNG, S. On the New Institucional Economics. In: CHEUNG, S. et al.. *Contract Economics*, p. 48-75, 1990.

CHIN, W. W. Issues and opinion on structural equation modeling, *MIS Quarterly*, v.22, n.1, p. 7-16, 1998.

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

CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; LITZ, R. A.. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 28, n. 4, p. 335 – 354, 2004.

CHRISTENSEN, C.R.; SCOTT, B.R. *Summary of course activities*. IMEDE, Lausanne. In: Scott, B.R. 1971. Stages of corporate development - part 1. Case note n. 9-371-294. Boston: HBS Case Services, 1964.

CHURCHILL, N. C.; LEWIS, V.. Os cinco estágios de crescimento dos pequenos negócios. *Harvard Business Review*, Maio/Junho, 1983.

COASE, R. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COCHIA, C. B. R.; MACHADO-DA-SILVA, C. L.. O ambiente, a interpretação que a estratégia em organizações paranaenses dos setores de vestuário e alimentos. *RAC*. Edição especial, v. 8, 2004.

COLE, R.A.. The importance of relationship to the availability of credit. *Journal of Banking and Finance*, v. 22, n. 6-8, p. 959-977, 1998.

COLE, R. *Bank Credit, Trade Credit or No Credit: Evidence from the Surveys of Small Business Finances*. www.sba.gov/advo. 2010

COLE, R.; WOLKEN, J. D.; WOODBURN, L.. Bank and nonbank competition for small business credit: Evidence from the 1987 and 1993. *National Surveys of Small Business Finances*, Federal Reserve Bulletin, v. 82, p. 983-995, 1996.

CONYON, M. J.; MURPHY, K. J.. The prince and the pauper: CEO pay in the US and UK. *Economic Journal*, v. 110, p. 640-671, 2000.

COLPAT, R.; MARTINEWSKY, A. L. e VILLELA, R. V.. Produtos geradores e tomadores de caixa: análise avançada de capital de giro em uma indústria metalúrgica. *REAd – Revista Eletrônica de Administração*, Ed. 57, v. 13, n. 3, set-dez 2007.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S.. *Métodos de pesquisa em administração*. 7. ed. - Porto Alegre: Artmed, 2003.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M.. *Análise multivariada para cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo: Atlas, 2007.

COX, D.; JAPELLI, T. The effects of borrowing constraints on consumer liabilities. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 197-213, 1993.

CRESSY, R., Are business start-ups debt-rationed? *Economic Journal*, v. 106, n. 438, p. 1253-1270, 1996.

CRESWELL, J. W.. *Projeto de Pesquisa – Métodos qualitativo, quantitativo e misto*. 2. ed. – Porto Alegre: Artmed, 2007.

CRUBELLATE, J. M.; GRAVE, P. S.; MENDES, A. A. A questão institucional e suas implicações para o pensamento estratégico. *Revista de Administração Contemporânea*, edição especial, p. 37-60, 2004.

CUÑAT, V. Trade credit: Suppliers as debt collectors and insurance providers. *The review of financial studies*, v. 20, n. 2, p. 491-527, 2007.

CUNNINGHAM, R. *Trade Credit and Credit Rationing in Canadian Firms*. Social Science Research Network. 2005. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 jan. 2011.

DAFT, R. L.. Learning the craft of organizational research. *Academy of Management Review*, v. 8, p. 539-546, 1983.

DASH, M.; HANUMAN, R.. A liquidity-profitability trade-off model for working capital management, *Alliance Business School*, v. 7, 2009.

DELANNAY, A.. *Trade credit and product market competition: theory and evidence*. Social Science Research Network. 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 jan. 2011.

DEMIRGUC-KUNT, A.; LEVINE, R. *Finance and Inequality: Theory and Evidence*, NBER Working Paper n. 15275, 2009. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w15275>>. Acesso em: 10 abr. 2011.

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

DELOOF, M.; JEGERS, M.. Trade credit, corporate groups, and the financing of Belgian firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, v.26, n. 7/8, p. 945-966, 1999.

DIAMOND, D. W.. *Liquidity, banks and markets*. Policy Research Working Paper No 1566, The World Bank, 1996.

DODGE, H. R.; FULLERTON, S.; ROBBINS, J. E. Stage of the Organizational Life cycle and Competition as Mediators of Problem Perception for Small Businesses. *Strategic Management Journal*, v.15, p. 121-134,1994.

DODGE, H. R.; ROBBINS, J. E. An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival. *Journal of Small Business Management*. v. 30, n. 1, p. 27-37, 1992.

DUNN, P.; CHEATHAM, L.. Fundamentals of small business financial management for start up, survival, growth, and changing economic circumstances. *Managerial Finance*, v. 19 n. 8, p.1-13, 1993.

EBBEN, J. J.; JOHNSON, A. C.. Cash conversion cycle management in small firms: relationships with liquidity, invested capital, and firm performance. *Journal of small business and entrepreneurship*, v. 24, n. 3, 2011, p. 381-396.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

EMERY, G. W. An Optimal Financial Response to Variable Demand. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v. 22, p. 209-225, 1987.

ETIENNOT, H.; PREVE, L. A.; SARRIA ALLENDE, V.. Working capital management: an exploratory study. *Journal of Applied Finance*, n.1, p. 162-175, 2012.

FABBRI, D.; MENECHINI, A. M. Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints. *Journal of Finance Economics*, v. 96, p. 413-432, 2010.

FAMA, E. F. ; JENSEN, M. C.. Agency Problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, v.26, n. 2, p.327-350, jun.1983a.

FARINA, E.M.M.Q.; AZEVEDO, P.F.; SAES, M.S.M.. *Competitividade: Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo: Singular, 1997.

FAZZARI, S.; PETERSEN, B.. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constrains. *RAND Journal of Economics*, v. 24, p. 328-42, 1993

FENSTERSEIFER, J. E. ; GALESNE, A. ; ZIEGELMANN, J.. A Utilização de Técnicas Analíticas nas Decisões de Investimento de Capital das Grandes Empresas no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 22, n.4, p. 70-78, 1987.

FENSTERSEIFER, J. E. ; SAUL, N.. Investimentos de Capital nas Grandes Empresas. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 28, n.3, p. 3-12, 1993.

FERRIS, J. S.. A Transaction Theory of Trade Credit Use. *Quarterly Journal of Economics*, v. 94, p. 243-270, 1981.

FILBECK, G.; KRUEGER T. An analysis of working capital management results across industries. *Mid-American Journal of Business*, v. 20, n. 2, p. 11-18, 2005.

FORBES, D.; MILLIKEN, F.. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 3, p. 489-505, 1999.

FRANK, M.; GOYAL, V. K. *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*. 2000. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>. Acesso em: 20 abr. 2011.

FRANK. M.; MAKSIMOVIC,V.. *Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection*. UBC Working Paper, 1998.

FRASER, J.. The art of cash management. *Inc*. v. 20, n. 1, p. 124-125, 1998.

GARCIA-TERUEL, P.J.; MARTÍNEZ-SOLANO, P.M. Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, v. 3, n. 2, p. 164-177, 2007.

_____. Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal* v. 28, n. 3, pp. 215–233, 2010.

GE, Y.; OIU, J. Financial development, bank discrimination and trade credit. *Journal of Banking & Finance*. n. 31, p. 513–530, 2007.

GIANNETTI, M.; BURKART, M.; ELLINGSEN, T.. What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts. *Review of Financial Economics*, 2007.

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

GILCHRIST, S.; HIMMELBERG, C. Evidence on the role of cash flow in reduced form investment equations. *Journal of Monetary Economics*, v. 36, p. 541–572, 1995.

GORDON, L.A.; MILLER, D. A contingency framework for the design of accounting information systems. *Accounting, Organizations and Society*, n.1, p. 59-70, 1976.

GREENWOOD, R.; HININGS, C. R. Understanding strategic change: the contribution of archetypes. *Academy of Management Journal*, v. 36, n.5, p. 1052-1081, 1993.

GREGORY, B.T.; RUTHERFORD, M. W.; OSWALD, S.; GARDINER L.. An Empirical Investigation of the Growth Cycle of Small Firm Financing. *Journal of Small Business Management*, v. 43, n. 4, p. 382–393, 2005.

GREINER, L. E. Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review*, July–August 1972.

HAIR et al., *Análise multivariada de dados*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005

HAIR et al., *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman, 2003.

HAMBRICK, D.; MASON, P. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, v. 9, n. 2, 193-206, 1984.

HARRIS, M; RAVIV, A. Capital Structure and the Information Role of Debt. *Journal of Finance*, v. 45, p. 321-349, 1990.

HARRIS, M; RAVIV, A. The Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, v. 46, n.1, p. 297-353, 1991.

HARRISON, A. W.; RAINER Jr, R. K. The Influence of Individual Differences on Skill in End-User Computing. *Journal of Management Information Systems I Summer 1992*, v. 9, n.1, p. 93-111,1992.

HAWAWINI, G.; VIALLET, C.; VORA, A. Industry influence on corporate working capital decisions. *Sloan Management Review*, v.27, n. 4, p.15-24, 1986.

HAYES, D. The contingency theory of managerial accounting. *The Accounting Review*, n. 52, p. 22, 1977.

HELFAT, C. E. et al.. *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations*. Wiley-Blackwell, 2007.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. V.. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HIMMELBERG, C. et al.. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HOLCOMB, T. R.; HITT, M. A.. Toward a model of strategic outsourcing. *Journal of Operations Management*, v. 25, p. 464-481, 2007.

HOLCOMB, T. R.; HOLMES, R. M.; CONNELLY'S, B.. Making the Most of What You've Got: Managerial Ability as a Source of Resource Value Creation. *Strategic Management Journal*, v. 30, n. 5, p. 457-485, 2009.

HOSMER, D., LEMANSHOVSKY, S.. *Applied Logistic Regression*. John Wiley & Sons: New York, 1989.

HOWORTH, C. A.; WESTHEAD, P. The focus of working capital management in UK small firms. *Management Accounting Research*, v. 14, n. 2, p. 94-111, 2003.

HOWORTH, C.A. Late payment and cash flow problems: an empirical investigation of working capital management and finance in small UK firms. Ph.D. thesis, *University of Bradford*, 1999.

HUBBARD, R. G.. Capital Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, v. 36, p. 193 - 227, 1998.

HUTCHINSON, P.. *How much does growth determine SMEs' capital structure?* 16th Annual Conference of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand. Ballarat, 2003.

HUYGHEBAERT, N.; VAN GUCHT, L. M.. *The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups*. Social Science Research Network. 2008. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 15 jul. 2011.

ISLAM, S. S.; MOZUMDAR, A.. Financial market development and the importance of internal cash: evidence from international data. *Journal of Banking and Finance*, v. 31, p. 641-659, 2007.

JAWAHAR, I. M. e MCLAUGHLIN, G. L.. Toward a descriptive stakeholder theory: an organizational life cycle approach. *Academy of Management Review*, v. 26, n. 3, p. 397-414, July 2001.

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

KAPLER, L. F.; SARRIA-ALLENDE, V.; ZAIDI, R. *A Firm-Level Analysis of Small and Medium Size Enterprise Financing in Poland*. Social Science Research Network. 2006. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 jan. 2011.

KETS de VRIÉS, M. F. R., MILLER, D.. *The neurotic organization*. Jossey-Bass: San Francisco, 1984.

KHOURY, N. T.; SMITH, K. V. e MACKAY, P. I.. Comparing working capital management practices in Canada, the United States and Australia: a note. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, v.16, n.1, p. 53–57, 1999.

KIESCHNICK, R.; LAPLANTE, M. e MOUSSAWI, R.. *Corporate working capital management: determinants and consequence*. Working paper, 2006.

Disponível em: <http://www.fma.org/SLC/Papers/cwcmf_fma.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2011.

KIRTON, M. J.. Adaptors and innovators, a description of and measure. *Journal of Applied Psychology*, v. 61, p. 622-629, 1976.

KHOURY, N. T.; SMITH, K. V.; MACKAY, P. I.. Comparing working capital management practices in Canada, the United States and Australian: a note. *Canadian Journal fo Administrative Sciences*, v. 16, n. 1, p. 53 -57, 1999.

KOLE, S.. Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data, *Journal of Corporate Finance* v.1, p. 413-435. 1995.

KRAAIJENBRINK, J.; SPENDER, J. C.; GROEN, A. J.. The Resource-Based View: A Review and Assessment of Its Critiques. *Journal of Management*, v. 36, p. 349-372, 2010.

LA PORTA et al.. Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, n. 52, p. 1131-1150, 1997.

LAMBERSON, M. Changes in working capital of small firms in relation to changes in economic activity. *American Journal of Business*, v.10, n.2, p.45-50, 1995.

LAMONT, O.. Cash flow and investment: evidence from internal capital markets . *The Journal of Finance*, v. 52, n. 1, p. 83-109, 1997.

LANG, L.; OFEK, E.; STULZ, R. S.. Leverage, investment, and firm growth, *Journal of Financial Economics*, v. 40, p. 3-29, 1996.

LEE Y. W.; STOWE, J. D.. Product risk, asymmetric information and trade credit. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, n. 28, p. 285-300, 1993.

LEVENSON, A.; WILLIARD, K. Do firms get the financing they want? Measuring credit rationing experienced by small business in the U.S. *Small business Economics*, v. 14, n. 2, p. 83-94, 2000

LEVINE, R.. Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Philippe Aghion and Steven Durlauf, eds. *Handbook of Economic Growth*. The Netherlands: Elsevier Science. 2005.

LOCKETT, N. et al.. Multiple perspectives on the challenges for knowledge transfer between higher education institutions and industry. *International Small Business Journal*, v. 26, n. 6, p. 661-681, 2008.

LÖFSTRÖM, E.. Cognitive style and experiences of working environment in small and medium-sized enterprises. *Studies for the Learning Society*, n.1, 2008.

LONGENECKER et al.. *Administração de pequenas empresas*. São Paulo: Thomson, 2007.

LOVE, I.; ZAIDI, R. Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis. *International Review of Finance*, v. 10, n. 1, p. 125 -147, mar, 2010.

LOVE, I.; PREVE, L. A.; SARRIA-ALLENDE, V.. Trade credit and trade banking: evidence from recent financial crises. *Journal of Financial Economics* v. 83, p. 453-469, 2007.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FONSECA, V. S.. Estruturação da estrutura organizacional. *Organização & Sociedade*. v. 1, n. 1, p. 07-32, Abril 1993.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.. O impacto da internacionalização nos esquemas interpretativos dos dirigentes do banco Bamerindus. IN: *21º Encontro Anual da ANPAD*, Rio de Janeiro, v. 1, p. 15, 1997.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.. Nota técnica: estratégia e organizações: conversa necessária. *Handbook de estudos organizacionais*, v. 3, p. 251-256, São Paulo: Atlas, 2004.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FONSECA, V. S.. Competitividade organizacional: conciliando padrões concorrenciais e padrões institucionais. In: M. Vieira & L. M. Oliveira (Orgs.), *Administração contemporânea*, p. 27-39, São Paulo: Atlas, 1999.

MAJCHRZAD, A.; COTTON, J.. A longitudinal study of adjustment to technological change. *Journal of Occupational Psychology*, v. 61, p. 43–66, 1988.

MARRIOTT, N.; MARRIOTT, P.. Professional accountants and the development of a management accounting service for the small firm: barriers and possibilities. *Management Accounting Research*, v.11, n. 4, p. 475-492, 2000.

MAROTTA, G.. *Is trade credit more expensive than bank loans? Evidence from Italian firm-level data*. 2006. Social Science Research Network. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 20 jan. 2011.

McCOLGAN, P.. *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. Working Paper No. 06/0203, Department of Accounting and Finance, University of Strathclyde, UK, 2001.

McGUIRE, J.W.. *Business and Society*. New York: McGraw Hill, 144, 1963.

MELTZER, A. H. Mercantile credit, monetary policy, and size of firms. *Review of Economics and Statistics*, v. 42, p. 429-37, 1960.

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, v. 83, p. 340-363, 1977.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F; POUTZIOURIS, P. A model of structure capital decision making small firms. *Journal of Small Business and Enterprises Development*, v. 5, n. 6, 1989.

MICHALOPOULOS, S.; LAEVEN, L.; LEVINE, R. NBER *Working Paper* n. 15356, 2009. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w15356>>. Acesso em: 10 abr. 2011.

MICHALSKI, G.. Portfolio management approach in trade credit decision making. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, v. 3, 2007.

MILLER, G.A.. The cognitive revolution: a historical perspective. *Trends Cognition Science*, 7, p. 141-144, 2003.

MILLER, D.; FRIESEN, P.. A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, v. 30, p. 1161-1183, 1984.

MINTZ, S.. The working capital survey in details. *Chief Financial Officer*, v. 15, n.7, p. 55-68, 1999.

MINTZBERG, H.. *Safári da estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico*. Porto Alegre: Bookman, 2000.

MOLINA, C. A.; PREVE, L.. Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress. *Financial Management*, Autumn, p. 663-686, 2009.

MORROW, J. L.; SIRMON, D. G.; HITT, M. A.; HOLCOMB, T. R.. Creating value in the face of declining performance: Firm strategies and organizational recovery. *Strategic Management Journal*, v. 28, p. 271-283, 2007.

MYERS, S.. The Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, p. 147-75, 1977.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N.. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-221, 1984.

NAYAK, A.; GREENFIELD, S.. The use of management accounting information for managing micro businesses. In: Hughes, A., Storey, D.J. (Eds.), *Finance and The Small Firm*. Routledge: London, 1994.

NAZIR, M. S.; AFZA, T.. *On the factor determining working capital requirements*. Proceedings of ASBBS, v. 15, n. 1, p. 293-301, 2008. Disponível em: <http://asbbs.org/files/2008/PDF/N/Nazir.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2009.

NDOFOR, H. A.; SIRMON, D. G.; HE's., X.. Firm resources, competitive actions and performance: Investigating a mediated model with evidence from the in-vitro diagnostics industry. *Strategic Management Journal*, v. 32, p. 640-657, 2011.

NELSON, R.; WINTER, S. An evolutionary theory of economic change. *Cambridge: Belknap Press of Harvard University*, 1982.

NG, C., SMTH, J.; SMITH, R.. Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade, *Journal of Finance*, v. 54, n. 1, p.109-129, 1999.

NOSSA, V.; KASSAI, S.; KASSAI, J. R.. *A teoria do agenciamento e a contabilidade*. In: ENANPAD, 24, 2000, Florianópolis. Anais em CD-ROM. Disponível em: <<http://www.fucape.br/artigos/download/2000%20-%20Agency%20Theory.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2012.

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

NORTH, D. C. Custos de transação, instituições e desempenho econômico. Trad. Elizabete Hart. Rio de Janeiro: *Instituto Liberal*, 1994. 37p.

OPIELA, N.. Keeping small business cash flow on track. *Journal of Financial Planning*, v. 19, n. 7, p. 26-32, 2006.

ÖRTQVIST, D., MASLI, E. K., RAHMAN, S. F.; SELVARAJAH, C.. Determinants of Capital Structure in New venture: Evidence from Swedish Longitudinal Data, *Journal of Development and Entrepreneurship*, v.11, n. 4, p. 277-296, 2006.

PADACHI, K.. Trends in working capital management and its impact on firm's performance: an analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers*, v. 2, n. 2, p. 45-58, 2006.

PALOMBINI, N. V. N.; NAKAMURA, W; The Determinant factors of working capital management in the Brazilian Market. *RAE*, v. 52, n. 1, p. 055-069, 2012.

PEEL, M.J.; PEEL, N.. Working capital and financial management practices in the small firm sector. *International Small Business Journal*, v. 14, n. 2, p. 52-68, 1996.

PENROSE, E.. *The Theory of the Growth of the Firm*. 1959, Basil Blackwell, Oxford.

PETERSEN, M. A.; RAJAN, R. G.. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, v. 49, n. 1, p. 3-37, mar, 1994.

_____. Trade Credit: Theories and Evidence. *The Review of Financial Studies*, v. 10, n. 3, p. 661-691, aut, 1997.

PETERSEN, M. A.; RAJAN, R. G.. The Effects of Credit Market Competition on lending Relationships. *Quarterly Journal of Economics*, v. 110, n. 2, p. 407-443, 1995.

PEZZI, S. L.. *Acesso ao crédito por parte das micro e pequenas empresas brasileiras no período pós-plano real*. Dissertação (Mestrado), PUCRS, 2005, 133f.

PHILLIPS, M.; VOLKER, J.; ANDERSON, S.J.. Understanding small private retail firm growth using the sustainable growth model. *The Journal of Finance and Accountancy*, v. 3, July, 2010.

PISSARIDES, F.. Is lack of funds the main obstacle to growth? EBRD's experience with small and medium sized businesses in Central and Eastern Europe. *Journal of Business Venturing*, v. 14, n. 5/6, p. 519-539, 1999.

RAJAN, R; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of finance*, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RAFUSE, M. E.. Working Capital Management: An Urgent Need to Refocus. *Journal of Management Decision*, v. 34, n 2, p. 59 - 63, 1996.

RAMOS, S. C.; FERREIRA, J. M. e GIMENEZ, F. A. P.. Cognição do Ambiente Competitivo: um Estudo dos Construtos Mentais Utilizados por Proprietários de Pequenas Empresas. Disponível em <http://www.anpad.org.br/rac>. *RAC*, v. 15, n. 3, art. 2, p. 392-412, Maio/Jun. 2011.

REID, G. C.; SMITH, J. A.. The impact of contingencies on management accounting system development. *Management Accounting Research*, v. 11, p. 427-450, 2000.

REID, G. C.; JACOBSEN L. R.. *The Small Entrepreneurial Firm*. Aberdeen: Aberdeen University Press.1988.

REZENDE, D. C. Integração entre ECT e enfoque evolucionista: um estudo de caso no agribusiness do leite. In: 23º Encontro da ANPAD. *Anais....*, Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999.

RICCI, C. W.. *Extended Days Payable Outstanding: A Cause for Pause?* Social Science Research Network. 2008. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260064>. Acesso em: 12 de janeiro de 2012.

RICE, T.; STRAHAN, P. E.. Does Credit Competition Affect Small-Firm Finance? *The Journal of Finance*, v. LXV, n. 3, jun, 2010.

RODRÍGUEZ- RODRÍGUEZ, O. M.. Trade Credit in Small and Medium Size Firms: An Application of the System Estimator With Panel Data. *Small Business Economics*, v. 27, p. 103–126. 2006.

ROSS, S. A.. The Economic Theory of Agency: the Principal's Problem. *American Economic Review*, v. 63, n. 2, p. 134-139, mai.1973.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D.. *Princípios de Administração Financeira*. 2. ed.. São Paulo: Atlas, 2000.

ROSSI, C. A. V.; SLOGO, L. A.. Pesquisa de satisfação de clientes: o estado-da-arte e proposição de um método brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*. v.2, n.1, Jan./Abr. 1998.

ROSSETTO, C. R.; ROSSETTO, A. M.. Teoria institucional e dependência de recursos na adaptação organizacional: uma visão complementar. *RAE – eletrônica*, v. 4, n. 1, art. 7, 2005.

SAITO, R.; BANDEIRA, M. L.. Empirical Evidence of Trade Credit Uses of Brazilian Publicly Listed Companies. *Brazilian Administration Review*, v. 7, n. 3, art. 2, p. 242-259, jul/sep, 2010.

SAPIENZA et al.. Effects of agency risks and procedural justice on board processes in venture capital-backed firms. *Entrepreneurship and Regional Development*, v. 12, n. 4, p. 331-352, 2000.

SARACHO, O. N.. Research directions for cognitive style and education. *International Journal of Educational Research*, v. 29, p. 287-290, 1998.

SATHYAMOORTHY, C. R.; WALLY -DIMA, L. B.. Working capital management: the case of listed retail domestic companies in Botswana. *The Icfaiian Journal of Management Research*, v. 7, n.5, p.7-24, 2008.

SHANE, S.; CABLE, D.. Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Management Science*, v. 48, p. 364-381, 2002.

SCHIOZER, R. F.; BRANDO, J. A. P.. A oferta de *trade credit* pelas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 9, n. 4, 2011.

SCHRICKEL, W. *Análise de crédito: concessão e gerência de empréstimos*. São Paulo: Atlas, 1997.

SCOTT, W. R. The adolescence of institutional theory. *Administrative Science Quarterly*, v. 32, p.493-511, 1987.

SEBRAE. *Fatores condicionantes e taxa de mortalidade das micro e pequenas empresas 2005*. v. III. Brasília, Disponível em <<http://www.biblioteca.sebrae.com.br/>>. 2007. Acesso em: 18 set. 2010.

SEBRAE. *Cadastro Central de Empresas - CEMPRE 2008*. Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/estatisticas/cadastroempresas/2008/cempre2008.pdf>>2008>. Acesso em: 12 jan. 2010.

SERRASQUEIRO, Z. M. S.; DUARTE, J. E. S.. Bond issues by small and médium-sized enterprises: a survey about Portuguese firms. *In: International Council for Small Business*. Puerto Rico, 2002.

SHI, J.; YANG, R.; ZHOU, X.. The Trade Credit Transfer Activity of Small and Medium-Sized Enterprises - Empirical study based on the sampling survey of the SMEs in China. *International Conference on Economics and Finance Research IPEDR*, v. 4, 2011.

SIMON, H. A.. *Comportamento administrativo*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1970.

SIMON, H. A.. Rational decision making in business organization. *American Economic Review*, v. 69, n. 4, p. 493-513, Sep. 1979.

SIRMON, D. G.; GOVE, S.; e HITT, M. A.. Resource management in dyadic competitive rivalry: The effect of resources bundling and deployment. *Academy of Management Journal*, v. 51, n. 5, p 919 - 935, 2009.

SIRMON, D. G.; HITT, M. A.. Managing resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 27, n. 4, p. 339-358, 2003.

SIRMON, D. G., HITT, M. A., IRELAND, R. D.. Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the black box. *Academy of Management Review*, v. 32, p. 273-292, 2007.

SIRMON, D. G.; HITT, M. A.; ARREGLE, J.-L.; CAMPBELL, J.. Capability Strengths and Weaknesses in Dynamic Markets: Investigating the Bases of Temporary Competitive Advantage. *Strategic Management Journal*, v. 31, p. 1386-1409, 2010.

SIRMON, D. G.; HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; GILBERT, B. A.. Resource Orchestration to Create Competitive Advantage: Breadth, Depth, and Life Cycle Effects. *Journal of Management*, 2010.

SMITH, K. G.; MITCHELL, T. R.; SUMMER, C. E.. Top Level Management Priorities in Different Stages of the Organizational Life Cycle. *The Academy of Management Journal*, v. 28, n. 4, p. 799-820, 1985.

SMITH, C.; WARNER, J.. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

SOENEN, L.. Cash conversion cycle and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, v. 8, n. 2, p. 37- 45, 1993

SOGORB-MIRA, F.. *On capital structure in small and medium size enterprises: the spanish case*. Madrid: Fundación Universitaria, San Pablo, 2002.

SOUFANI, K.; POUTZIOURIS, P. Z.. *Trade Credits and Accounts Payables*. 2004. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=497022>. Acesso em 12 de setembro de 2011.

STEINMETZ, L. L.. Critical stages of business growth. *Business Horizons*, p. 29-36, 1969.

STRISCHEK, D.. A banker's perspective on working capital and cash flow management. *Strategic finance*, p. 38-35, out. 2001.

STULZ, R.. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial economics*, v. 36, p. 3-27, 1990.

SUMMERS, B.; WILSON, N.. Trade Credit Management and the Decision to Use Factoring: An Empirical Study. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 27, n. 1 & 2, p. 37- 68, 2000.

TEECE, D; PISANO, G.. The dynamic capabilities of firms: an introduction. *Industrial and Corporate Change*, v. 3, n. 3, p. 537-556, 1994.

TEECE, D. J.; PISANO, G.; SHUEN, A.. Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, v. 18, p. 509 - 534, 1997.

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

ULLMAN, J.. Structural equation modeling. In: B. Tabachnick & L. Fidell (Eds.), *Using multivariate statistics*. Boston: Allyn & Bacon, 2000.

VAN HOREN, N.. *Do firms use trade credit as a competitiveness tool? Evidence from Developing Countries*. World Bank Working Paper, 2005.

VASCONCELOS, F. C.. A institucionalização das estratégias de negócios. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 8, n. 2, 2004.

WELSH, J. A.; WHITE, J. F.. A small business is not a little big business. *Harvard Business Review*, v. 59, n. 4, p. 18-32, 1981.

WERNERFELT, B.. A resource based view of the firm. *Strategic Management Journal*, v. 5, p. 171-180, 1984.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. P.. *Managerial finance*. 7 ed. Holt-Saunders International Editions, 1981.

WILLIAMSON, O. E.. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

WILLIAMSON, O. E.. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981.

WILLIAMSON, O. E.. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, v. 43, n. 3, p.567-591, 1988.

WILLIAMSON, O. E. Comparative economic organization: The analysis of discrete structural alternatives. *Administrative Science Quarterly*, v. 36, p. 269-296, 1991.

WILLIAMSON, O. E.. Economics and organization: A primer. *California Management Review*, v. 38, n. 2, p. 131-146, 1996.

WILLIAMSON, O. E.. Economic Organization: The Case for Candor. *The Academy of Management Review*, v. 21, n. 1, p. 48-57, 1996.

WYNARCZYK et al.. *The Managerial Labour Market in Small and Medium-Sized Enterprises*, London: Routledge, 1993.

ZUCKER, L. G.. The role of institutionalization in cultural persistence. *American Sociological Review*, v. 42, p. 726 – 743, 1977.

ZYLBERSZTAJN, D.. *Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma aplicação da Nova Economia das Instituições*. Tese de Livre-Docência apresentada no Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), 1995, 238 p.

Apêndice A: Perguntas sobre práticas de administração de capital de giro

Código	Com que frequência você revisa as seguintes práticas de administração de capital de giro.....? Os rótulos para respostas foram: 1-nunca; 2-algumas vezes; 3- às vezes; 4-frequentemente; 5 – muito frequentemente
ACG1	Giro de estoque
ACG2	Nível de investimento em estoque
ACG3	Ponto de pedido de estoque
ACG4	Prazos de pagamento ofertado a clientes para vendas a prazo
ACG5	Política de desconto a clientes para pagamento antecipado ou para pagamento à vista
ACG6	Risco de crédito de clientes
ACG7	Provisão para devedores duvidosos
ACG8	Perdas com incobráveis de recebíveis
ACG9	Prazos de pagamento recebido de fornecedores nas compras a prazo
ACG10	Linhas de financiamento de capital de giro
ACG11	Uso de orçamento de caixa

Apêndice B: Roteiro para entrevista

a) Identificação

- Dirigente
- Empresa
- Cargo
- Formação educacional
- Setor econômico predominante de atuação (com/dist; ind; const; serviços)
- Segmento
- Tempo de vida
- Quantidade média de empregados nos últimos 12 meses

b) Gestão financeira

- Como é feita a gestão financeira na empresa?
- E em relação às contas a receber, a pagar e estoques?
- O controle destas contas é informatizado?
- A empresa elabora e usa controles de pagamentos e recebimentos?
- Qual a importância da oferta de crédito para o faturamento da empresa?
- Qual tem sido o comportamento das vendas?
- Como isto afeta seu ciclo de caixa?
- Quais padrões de prazos a empresa oferece?
- Qual tem sido prazo médio de recebimento realizado?
- Comente sobre a qualidade do crédito e da inadimplência da carteira de recebíveis
- A empresa usa conta garantida?
- Faz empréstimos para capital de giro?
- Usa operações de vendor ou comprar ou com administradoras de cartão?
- A empresa antecipa recebíveis junto a bancos ou *factorings*?
- Que taxa média efetiva de juros mensal você tem pago?
- Comente sobre a escolha de e a negociação com fornecedores?
- Qual é o perfil de idade de contas a pagar?
- Quais os padrões de prazos de débito os fornecedores oferecem?
- Comente sobre como você decide o volume de compra de mercadorias
- Como se dá o controle de investimento em estoques?

Fonte: elaboração própria.

Apêndice C: Questões parciais extraídas do instrumento de coleta de dados criado por Howorth e Westhead (2003)

Questionnaire

A2. What is your main role in the business?

- | | |
|--------------------|--------------------------|
| Chairman | <input type="checkbox"/> |
| Managing Director | <input type="checkbox"/> |
| Finance Director | <input type="checkbox"/> |
| Marketing Director | <input type="checkbox"/> |
| Partner | <input type="checkbox"/> |
| Owner-Manager | <input type="checkbox"/> |
| Credit Manager | <input type="checkbox"/> |
| Credit Controller | <input type="checkbox"/> |

Other (please specify):

A3. Please indicate in which category you would classify your business:

- | | |
|-----------------------|--------------------------|
| Raw material supplier | <input type="checkbox"/> |
| Intermediate producer | <input type="checkbox"/> |
| Final producer | <input type="checkbox"/> |
| Wholesaler | <input type="checkbox"/> |
| Retailer | <input type="checkbox"/> |
| Commercial services | <input type="checkbox"/> |
| Consumer services | <input type="checkbox"/> |
| Other services | <input type="checkbox"/> |

Other (please specify):

A4. When was your business founded? _____ Year

A9. How many people do you employ in your business? Total number of employees:

B1. What are your normal credit terms? ____ days from End of Month

D1. What proportion of your accounts pay at or near the due date without being reminded?

_____ % of sales value

_____ % of customers

E1. For your last year of trading, please would you provide an estimate of your net profit/(loss) before tax for the year? £ _____

If applicable please indicate a loss by writing the figure in brackets.

E3. What were your average trade debtor days in your last financial year? _____ days

E5. What percentage of your purchases (by value) are taken on trade credit? _____%

E6. What were your average creditor days in your last financial year? _____ days

F1. Is the market demand for your primary product line or service?

- Not at all seasonal
- Not very seasonal
- Somewhat seasonal
- Quite seasonal
- Highly season

J8. When you need to raise external finance for your business which of the following sources of finance do you use?

	Never	Sometimes	Quite often	Oft en	Very Oft en
Bank overdraft	1	2	3	4	5
Short term bank loan (1 year or less)	1	2	3	4	5
Medium term bank loan (1+ to 5 years)	1	2	3	4	5
Long term bank loan (over 5 years)	1	2	3	4	5
Leasing, HP	1	2	3	4	5
Commercial mortgages	1	2	3	4	5
Factoring	1	2	3	4	5
Invoice discounting	1	2	3	4	5
Extended trade credit	1	2	3	4	5
Venture or development capital	1	2	3	4	5
Government grants	1	2	3	4	5
Other:	1	2	3	4	5

A16. Currently how important are the following financial objectives to your business?

	Not at all important				Very important
Growth in sales	1	2	3	4	5

[Please circle one number on each row]

J11. To what extent does your business use the following investment appraisal techniques when appraising new capital projects:

	Never	Someti mes	Quite often	Often	Always
Payback method	1	2	3	4	5
Accounting rate of return	1	2	3	4	5
Internal rate of return (a discounted cash flow technique)	1	2	3	4	5
Net present value (a discounted cash flow technique)	1	2	3	4	5
Personal judgement	1	2	3	4	5

H13. Do you ever pay your suppliers late?

Never				Frequent ly
1	2	3	4	5

G6. What proportion of your sales (by value) are:

	%
Cash sales payable on order	
Cash sales payable on delivery	
Invoiced and payable on quoted credit terms	
Invoiced and payable by progress or stage payment terms	
Other payment terms (please specify):	
Total	100%

J10. In respect of working capital management how often does your business review/use the following?

	Never	Sometimes	Quite often	Often	Very often
Stock turnover	1	2	3	4	5
Stock levels	1	2	3	4	5
Stock re-order levels	1	2	3	4	5
Customer credit periods	1	2	3	4	5
Customer discount policy	1	2	3	4	5

Bad debts	1	2	3	4	5
Doubtful debts	1	2	3	4	5
Customer credit/risk standing	1	2	3	4	5
Payment period to creditors	1	2	3	4	5
Financing of working capital	1	2	3	4	5
Use cash budgeting	1	2	3	4	5

[Please circle one number in each row]

Apêndice D: Questionário traduzido e aplicado no Brasil

-
- 1) Quantidade de funcionários com vínculo empregatício:.....
-
- 2) Tempo de existência da empresa em anos:.....
-
- 3) Para realizar investimentos em ativos máquinas, equipamentos, veículos, informática, imóveis, e outros, a empresa utiliza alguma técnica de análise?: () Não () Sim
() Se sim, usa alguma das técnicas como: () Valor Presente Líquido (VPL); () Taxa Interna de Retorno (IRR); () Valor Econômico Agregado (EVA); () Outras.
-
- 4) A diretoria conhece a proporção média entre o lucro operacional líquido médio anual e a soma do valor médio anual investido em: estoques + contas a receber + veículos + instalações + imóveis e outros nos últimos três anos? () Sim () Não. Se sim, quanto? (%):.....
-
- 5) Qual a porcentagem média de vendas à vista em relação ao total das vendas nos últimos três anos?
-
- 6) Há sazonalidade de vendas de produtos? Use a pontuação de 1 a 9 para caracterizá-la (1- sem sazonalidade até 9 - totalmente sazonal):.....
-
- 7) Qual é a importância do crescimento das vendas nos últimos três anos no tamanho atual da firma? (use a pontuação de 1 a 9 para caracterizá-la: 1- sem nenhuma importância até 9 muito importante):
-
- 8) Com que frequência a empresa faz uso de financiamento externo tais como: conta garantida e/ou cheque especial; carteira de desconto; empréstimo de capital de giro; leasing; BNDES (use a pontuação de 5 a 25 para caracterizá-la: 5 - nunca usou nenhuma das cinco fontes de financiamento até 25 - uso muito freqüente de todas as cinco fontes):
-
- 9) Qual é a porcentagem média de compras a prazo em relação ao total de compras nos últimos três anos:
-
- 10) A empresa conhece qual é o período médio entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento das vendas: () Sim, quanto dias?..... () Não
-
- 11) Qual é a porcentagem média nos últimos três anos de clientes que pagaram pontualmente suas compras a prazo:
-
- 12) Qual têm sido a prática financeira de atraso de pagamento a fornecedores nos últimos três anos: (use a escala 1 a 9 para caracterizá-la: 1 - sempre atrasou até 9 - nunca atrasou):
-
- 13) Marque com relação à empresa:() Indústria () Serviços () Construção () Comércio/distribuição
-
- Use os códigos a seguir para responder os itens abaixo sobre rotinas de gestão do capital de giro:**
- 1- Nunca; 2- Algumas vezes; 3 - Às vezes; 4 - Frequentemente e 5- Muito Frequentemente**
-
- 14) Com que frequência são feitas revisões sobre "Giro de Estoques": (.....)
-
- 15) Com que frequência são feitas revisões sobre "Nível de investimento em estoques " (.....)
-
- 16) Com que frequência são feitas revisões sobre "Ponto de Pedido de estoques " (.....)
-
- 17) Com que frequência são feitas revisões sobre "Prazos ofertados aos clientes para pagamento a prazo": (.....)
-
- 18) Com que frequência são feitas revisões sobre "Política de Desconto a Clientes para pagamento antecipado ou para pagamento à vista": (.....)
-
- 19) Com que frequência são feitas revisões sobre "Perdas com Incobráveis de Recebíveis": (.....)
-
- 20) Com que frequência são feitas revisões sobre "Provisão para Devedores Duvidosos": (.....)
-
- 21) Com que frequência são feitas revisões sobre "Risco de Crédito de Clientes": (.....)
-
- 22) Com que frequência são feitas revisões sobre " Prazos de Pagamento Recebido de Fornecedores nas Compras a Prazo ": (.....)
-
- 23) Com que frequência são feitas revisões sobre "Linhas de Financiamento de Capital de Giro": (.....)
-
- 24) Com que frequência são feitas revisões sobre "Uso de Orçamento de Caixa": (.....)
-

Apêndice E: Práticas de gestão de capital de giro

<i>Práticas de administração de capital de giro</i>	<i>Código</i>	<i>Interpretação</i>	<i>Literatura de apoio</i>
Desconto para pagamento antecipado ou para pagamento à vista	DESC	Valor a ser abatido para pagamento antecipado da obrigação e calculado a partir de uma taxa de deságio.	Svensson (1997); Peel, Wilson e Howorth (2000); Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011)
Risco de crédito de clientes	RISCO	Probabilidade de perda dos créditos ofertados	Giannetti, Burkart e Ellingsen (2011)
Prazos de pagamentos a clientes para vendas a prazo	PMR	Termos de prazos ofertados pela firma nas vendas a prazo aos clientes para pagamento futuro.	Svensson (1997); Deloof (2003); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Peel, Wilson e Howorth (2000)
Prazos de pagamento recebidos de fornecedores	PMP	Termos de prazos recebido do fornecedor nas compras de mercadorias, serviços e matérias primas a prazo para pagamento futuro.	Deloof (2003); Ricci (2006); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, Udell (2008); Peel, Wilson e Howorth (2000); Bastos e Pindado (2002);
Giro de estoque	GIRO	Quantidade de vezes que o estoque é renovado no ano.	Deloof (2003); Banerjee; Dasgupta e Kim (2004); Peel, Wilson e Howorth (2000); Deloof e Jegers (1999)
Orçamento de caixa	ORÇACX	Instrumento de controle financeiro que mostra o comportamento previsto de entradas e saídas de caixa.	Ricci (2006); García-Teruel e Martínez-Solano (2010); Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, Udell (2008); Deloof e Jegers (1999)
Perdas com créditos incobráveis	INC	Valor financeiro das perdas realizadas em recebíveis após esgotadas as tentativas de cobrança	Mian e Smith (1992); Biais e Gollier (1997); Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, Udell (2008); Kapler, Sarria-Allende, Zaidi (2006); Peel, Wilson e Howorth (2000); Howorth e Wilson (1998); Bastos e Pindado (2002); Peel, Wilson e Howorth (2000) => todas as práticas
Provisão para créditos duvidosos	PDD	Valor estimado de possíveis perdas em recebíveis devido à inadimplência.	Bastos e Pindado (2002); Ross, Westerfield e Jordan (2000); Brigham e Ehrhart (2007)
Giro de estoques	GIRO	Número de vezes que o estoque é vendido	Weston e Brigham (1981)
Nível de investimentos em estoques	INVESTIMENTOS	Valor médio de investimentos em estoques em reais	Weston e Brigham (1981); Ross, Westerfield e Jordan (2000); Brigham e Ehrhart (2007)

Apêndice F: Correlações de Pearson entre rotinas de gestão de capital de giro

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 Giro estoque	1										
2 Nível de investimentos em estoques	,229**	1									
3 Ponto de pedido	,328**	,618**	1								
4 Prazos ofertados a clientes para pagamento parcelado	,338**	,351**	,458**	1							
5 Desconto para antecipar pagamento ou para pagamento à vista	,384**	,332**	,481**	,639**	1						
6 Créditos incobráveis	,364**	,052	,199**	,501**	,475**	1					
7 Créditos duvidosos	,427**	,059	,058	,432**	,488**	,729**	1				
8 Risco de crédito de clientes	,314**	,171**	,204**	,482**	,364**	,666**	,688**	1			
9 Prazos de pagamentos de fornecedores	,123*	,314**	,287**	,326**	,254**	,071	-,002	,205**	1		
10 Fonte de financiamento de capital de giro	,076	,258**	,396**	,129*	,267**	,033	-,199**	,076	,351**	1	
11 Uso de orçamento de caixa	,408**	,090	,021	,233**	,337**	,229**	,437**	,250**	,212**	-,15**	1

Apêndice G: Correlações de *Spearman* entre variáveis não-métricas

	1	2	3	4	5
1. HABIL	1				
2. SAZON	,092	1			
3. CRESC	-,033	,141**	1		
4. EXFIN	-,016	,112*	,056	1	
5. ATRPAGTO	-,061	-,037	,042	-,200**	1

Apêndice H: Correlações de Pearson entre variáveis métricas

	1	2	3	4	5	6	7
1. TOTEM	1						
2. IDADE	,128*						
3. ROA	-,173*	-,059	1				
4. % VENVISTA	-,142**	-,057	,051	1			
5. %COMPPRZ	,128*	-,013	,040	-,353**	1		
6. CCC	-,085	,031	,227*	-,026	,070	1	
7. % RECDIA	-,112*	-,048	,106	,377**	-,181**	-,038	1

Apêndice I: Relação de cidades por Estado das firmas que participaram do *survey*

São Paulo	Minas Gerais
n = 21	n = 11
Bauru	Araguari
Campinas	Araxá
Carapicuíba	Campina Verde
Caxambu	Capinópolis
Cruzeiro	Ituiutaba
Franca	Patos de Minas
Guarulhos	Patos de Minas
Itapetininga	Prata
Jundiaí	Sacramento
Limeira	Uberaba
Mogi Mirim	Uberlândia
Orlândia	
Osasco	
Penápolis	
Poá	
Ribeirão Preto	
Santos	
São Carlos	
São José dos Campos	
São Roque	
São Paulo	

Apêndice J: Perfil dos entrevistados

Entrevistado	Idade (anos)	Grau de instrução	Setor econômico	Ramo de atividade
E1	58	Superior	Comércio	Varejo de lubrificantes
E2	52	Superior	Serviços	Saúde
E3	42	Superior	Indústria	Premoldados
E4	36	Médio incompleto	Indústria	Móveis planejados
E5	43	Superior	Comércio	Varejo de materiais de construção
E6	54	Superior	Comércio	Confecções
E7	41	Médio completo	Comércio	Varejo alimentos
E8	36	Superior	Comércio	Varejo autopeças
E9	28	Superior	Comércio	Varejo de secos e molhados
E10	26	Médio completo	Comércio	Varejo de papelaria
E11	45	Médio completo	Indústria	Marmoraria
E12	38	Superior	Serviços	Manutenção de eletrodomésticos
E13	41	Superior	Serviços	Manutenção de veículos
E14	28	Médio incompleto	Comércio	Varejo de material de construção
E15	32	Médio incompleto	Comércio	Varejo de material elétrico
E16	53	Médio completo	Comércio	Varejo de peças para moto
E17	34	Médio completo	Comércio	Varejo de autopeças
E18	44	Médio completo	Comércio	Varejo de produtos de limpeza