

O impacto de ciclos econômicos na relação da gestão do capital de giro com a lucratividade de empresas brasileiras internacionalizadas

ALOÍSIO PEREIRA JÚNIOR

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)
aloisio@iftm.edu.br

MIGUEL HERNANDES JUNIOR

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)
miguelhj2005@hotmail.com

VINÍCIUS SILVA PEREIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)
viniuss56@ufu.br

O impacto de ciclos econômicos na relação da gestão do capital de giro com a lucratividade de empresas brasileiras internacionalizadas

1. Introdução

Várias pesquisas nacionais (Rocha, Sousa & Luporini, 2011; Lopes, Macedo, Câmara, & de Sousa Batista 2013) e internacionais (Kim, Mauer & Sherman, 1998; Shin & Soenen, 1998; Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson, 1999; Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006) apontam que a gestão do capital de giro está relacionada à lucratividade das empresas.

Para alocar a quantidade de capital de giro necessária às operações de modo a balancear a liquidez e a lucratividade, os gestores financeiros devem levar em consideração alguns aspectos internos da empresa como: (i) o crescimento (Zariyawati, Taufiq, Annuar, & Sazali, 2010), (ii) o tamanho (Baños-Caballero, Garcia-Teruel & Martínez-Solano, 2014), (iii) os mecanismos de monitoramento e governança corporativa (Palombini & Nakamura, 2011), (iv) o setor em que a empresa está inserida (Gul, Khan, Raheman, Khan, Khan, & Khan, 2013), dentre outros. De outro lado, aspectos externos como os ciclos econômicos (Enqvist, Graham & Nikkinen, 2014) também afetam esta relação.

As crises, que são fatores externos, podem afetar o capital de giro e a lucratividade das empresas por serem caracterizadas pela redução das vendas, diminuição das receitas e das margens, gerando, em última análise, restrições financeiras. Na perspectiva da hipótese *upstream-downstream* (Kwok & Reeb, 2000), estudos recentes (Singh & Nejadmalayer, 2004; Mittoo & Zhang, 2008; Saito & Hiramoto, 2010) evidenciaram que empresas sediadas em mercados "menos estáveis", como o por exemplo Brasil, ao se internacionalizarem reduzem os riscos de seus negócios e aumentam a alavancagem (*upstream*).

Neste aspecto, as empresas, em períodos de crise e *boom* econômico, no que tange à relação do capital de giro com a lucratividade, apresentam comportamentos distintos em função da internacionalização e alavancagem, haja vista que empresas internacionalizadas teriam mais acesso a fontes externas de financiamento para recomposição do capital do giro e, com efeito, em tempo de crise, a relação do capital de giro com a lucratividade seria positiva. Pois, afinal, quanto menos lucrativa for a empresa, mais recursos de terceiros tende a utilizar (Kayhan & Titman, 2007).

Enqvist, Graham e Nikkinen (2014) realizaram um estudo, o qual é base para o presente artigo, no qual foi testado o impacto de diferentes ciclos econômicos na relação gestão do capital de giro com a lucratividade de empresas finlandesas, isto é, foram analisados os fatores externos. Esses autores inferiram que a desaceleração econômica (crise) a nível mundial ocorreu em 2007-2008. É patente a contribuição teórica do trabalho destes autores em evidenciar empiricamente que diferentes ciclos econômicos influenciam significativamente na relação capital giro com a lucratividade, sendo que em um de seus achados demonstram que em empresas Finlandesas, a gestão de capital de giro é mais importante em ciclos econômicos mais baixos do que em épocas de crescimento econômico.

Contudo, Enqvist, Graham e Nikkinen (2014) não consideraram no estudo dos ciclos econômicos, o comportamento da relação do capital de giro com a lucratividade sob o ponto de vista da internacionalização, estabelecendo uma comparação entre empresas menos e mais internacionalizadas. Com isso, o presente estudo se justifica por preencher esta lacuna deixada pelo estudo em referência, sobretudo avaliando a influência das crises interna e externa na relação do capital de giro com a lucratividade de empresas brasileiras internacionalizadas. Neste contexto, há de se destacar a ocorrência de relevantes crises em um curto espaço de tempo, inclusive a crise político-econômica brasileira, o que corrobora a escolha pela aplicação deste estudo no Brasil.

Visando investigar qual o impacto das crises econômicas interna e externa, bem como *boom* econômico na relação da gestão do capital de giro com a lucratividade de empresas

brasileiras internacionalizadas, foi utilizado o modelo proposto por Enqvist, Graham e Nikkinen (2014).

Ao modelo dos autores foram acrescentadas a variável “Grau de Internacionalização DOI” (*Degree of Internationalization*), variáveis macroeconômicas, bem como as variáveis *dummies* de crise e *boom* econômico para analisar a relação giro-lucratividade em períodos de crises interna e externa em empresas brasileiras internacionalizadas.

Por todo exposto, o objetivo deste estudo é, portanto, verificar qual o impacto dos ciclos econômicos e da internacionalização das empresas na relação da gestão do capital de giro com a lucratividade. Para tanto, foram analisadas empresas brasileiras internacionalizadas em períodos de crises interna e externa, bem como em período de *boom* econômico, compreendendo os anos de 2006 a 2016.

2. Referencial Teórico e Hipóteses

Nesta seção do trabalho abordar-se-ão os estudos que discutem a relação entre capital de giro e lucratividade, crises externa e interna, assim como os que tratam da hipótese *upstream e downstream* quanto à alavancagem de empresas sediadas em economias mais e menos estáveis.

2.1. Gestão do Capital de Giro e Lucratividade

O Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) de acordo com Lazaridis e Tryfonidis (2006), por englobar todas as três importantes variáveis do capital de giro (contas a receber, estoques e contas a pagar), acaba se tornando a sua melhor definição. O CCC indica tanto qual o tempo que uma empresa poderia continuar se sua operação parasse quanto a indicação do intervalo de tempo entre a compra de bens e os recebimentos das vendas.

Dellof (2003), Lazaridis e Tryfonidis (2006) verificaram a relação do capital de giro com a lucratividade em seus estudos. Dellof (2003) em 1.009 empresas belgas no período de 1992 a 1996, já Lazaridis e Tryfonidis (2006) em 131 empresas gregas listadas na bolsa de Atenas no período de 2001 a 2004, como resultados, ambos os autores concluíram que os gestores podem criar lucros para suas organizações se gerenciarem corretamente o CCC. Sugerem que os gestores podem criar valor para seus acionistas reduzindo o prazo do contas a receber e de seus estoques a um nível razoavelmente mínimo. Com relação ao contas a pagar, os autores demonstram que empresas menos lucrativas esperarão mais para realizar o pagamento de seus compromissos, sendo beneficiadas pelo crédito de seus fornecedores.

Vishnani e Shan (2007) em estudo realizado nas indústrias de eletrônicos na Índia no período de 1994 a 2005, assim como Nobanee e AlHajaar (2009) que pesquisaram 2.123 empresas listadas na bolsa de Toquio, Siddiquee e Khan (2009) que analisaram 83 empresas listadas na bolsa de Dhaka Bangladesh e também Dong e Su (2010) que estudaram 130 empresas vietnamitas listadas na bolsa de valores, concluíram em seus resultados que a boa gestão do capital de giro possui impacto direto na lucratividade das organizações. Deste modo, estes autores juntamente com Lazaridis e Tryfonidis (2006) corroboram com os resultados encontrados por Dellof (2003) sobre a importância da gestão do capital de giro nas empresas.

No Brasil, Rocha, Sousa & Luporini (2011) e Lopes et al. (2013) analisaram a influência da gestão do capital de giro na lucratividade de empresas brasileiras listadas na BM&F BOVESPA no período de 2000 a 2009 e 2001 a 2010, respectivamente. Em seus resultados, primeiramente, constataram que a melhor medida para mensuração do capital de giro, diferentemente do CCC utilizado por Deloof (2003) e Lazaridis e Tryfonidis (2006) seria o Capital de Giro Líquido e o Ativo Total (CGLA). Em seguida seus resultados foram ao encontro dos achados pelos autores citados anteriormente, concluindo desta forma que as práticas na gestão do capital de giro possuem impacto profundo na lucratividade das empresas.

2.2. Crise Externa (CEX) e Crise Interna (CIN)

A crise financeira iniciada em meados de 2007, nos Estados Unidos, tomou proporções a ponto de se transformar em uma crise sistêmica, colocando em xeque a arquitetura financeira internacional. (Farhi *et al.*, 2009).

Artigo publicado pelo Banco Mundial pelos autores Didier, Love, & Péria (2010) confirmam o período da crise internacional como sendo entre os anos de 2007 e 2008, devido à queda do sistema bancário norte americano. Didier et al (2010) remete a crise internacional de 2007-2008, como a recessão financeira mais ampla, profunda e complexa desde a Grande Depressão, a qual se espalhou rapidamente pelas instituições e mercados vizinhos após o marco da queda do Banco Lehman Brothers ocorrida em setembro de 2008.

Relatório escrito pela Comissão Nacional da Causa da Crise Financeira nos Estados Unidos, demonstra o impacto causado pela queda do sistema financeiro na taxa de desemprego do país, saindo de 8,8% em dezembro de 2007 para 17,4% em outubro de 2009. Sendo o maior índice já registrado desde 1994, período no qual foi realizada a primeira mensuração.

Didier et al (2010), retoma que as consequências da queda do Banco Lehman Brothers foi o estopim das falhas maciças nas instituições financeiras e um assombroso colapso dos ativos nos países desenvolvidos e nos em desenvolvimento ao redor do mundo. A transmissão da crise dos EUA, no entanto, afetou cada país em graus diferentes, uns sendo mais fortes até do que a ocorrida no mercado norte americano, como na Ucrânia, Islândia, Sérvia, Bulgária, dentre outros, conforme análise realizada pelos autores, considerando o valor do retorno das ações de 83 países no período de julho de 2007 a abril de 2009.

Com relação a crise interna o Banco Mundial, aponta como causas da recessão brasileira a queda nos preços das commodities alinhada a falta de habilidade por parte do governo para realizar ajustes políticos necessários na economia, agravados ainda pela crise política que contribuiu diretamente para a queda na confiança dos consumidores e investidores. Outro fato importante no agravamento da recessão foi a revisão dos preços administrados pelo governo que conjugado com a depreciação cambial, geraram um pico de alta na taxa da inflação em 2015, chegando a 10,7% em dezembro.

Ainda segundo o Banco Mundial, com base no desempenho do PIB, que o epicentro da crise brasileira foi no período de 2015-2016, o índice atingiu déficits em 2015 e 2016 de 3,5% e 3,6%, respectivamente.

Um reflexo direto destas quedas no PIB, se verifica na taxa de desemprego do país, que segundo o IBGE acelerou de 6,5% em 2014, para 9% de desempregados em 2015, chegando a uma taxa de 12% no final do ano de 2016. Relatório de abril de 2017 do FMI (Fundo Monetário Internacional), chamado IMF Fiscal Monitor, realizado duas vezes por ano, ratifica o período de recessão vivida pelo Brasil como sendo nos anos de 2015 e 2016.

Para o presente artigo, com o respaldo dos relatórios do Banco Mundial e do FMI, além de análise de indicadores macroeconômicos, como inflação, resultados fiscais e outros, o período considerado para a crise brasileira interna foi de 2015 a 2016, sendo este representado por uma variável *dummy* denominada crise econômica interna (CIN) no modelo da regressão.

2.3. Crescimento (*boom*) econômico

Segundo Dedecca, Trovão e Souza (2014), o crescimento econômico experimentado pelo Brasil desde 2004, ancorado no consumo e no crédito, sofreu restrições a partir de 2011, em função da perda de participação da indústria de transformação e da queda da geração de postos formais de trabalho.

Mudanças na macroeconomia afetam os investimentos das empresas e também como eles são financiados (Enqvist, Graham & Nikkinen, 2014). Nesta linha, evidências empíricas

demonstram que o investimento em capital de giro depende das condições de financiamento de uma empresa, por exemplo, Hill, Kelly e Highfield (2010).

Com efeito, em períodos de crescimento econômico as empresas aumentam as vendas, a margem e a lucratividade, sobretudo por causa do aumento do consumo. As empresas passam a ter mais acesso ao capital de terceiros e gera, por meio da lucratividade, capital de giro. Há, desta forma, ligação entre a gestão do capital de giro (investimento em capital de giro) e as fontes de recursos aplicadas na empresa do ponto de vista da alavancagem.

2.4. Hipótese *upstream* e *downstream*

Empresas que se internacionalizam partindo de um mercado "menos estável" para um "mais estável" diminuem o risco do negócio e aumentam o endividamento, ou seja, se alavancam mais se comparadas aos seus pares domésticos (*upstream*). Além dos mais, pode-se verificar no trabalho de Kwok & Reeb (2000) que ocorre o efeito contrário (*downstream*), isto é, uma relação negativa entre internacionalização e alavancagem para empresas dos Estados Unidos (mercado mais estável para outro menos estável).

Nesta esteira, estudos posteriores fortaleceram a ideia da hipótese *upstream-downstream* ao replicarem o estudo de Kwok & Reeb (2000) em multinacionais de outros países como: França (Singh & Nejadmalayer, 2004), Canadá (Mittoo & Zhang, 2008) e Brasil (Saito & Hiramoto, 2010).

No Brasil, Saito & Hiramoto (2010) realizaram um estudo empírico e concluíram que as empresas internacionalizadas usam mais dívidas de longo prazo que as empresas domésticas, 9,6% face a 5,8%, reforçando a hipótese *upstream-downstream*.

Trata-se da hipótese *upstream-downstream* neste trabalho pelo fato de a alavancagem estar diretamente relacionada com a gestão do capital giro. Em momentos de crise, as empresas tendem a ter restrições financeiras em decorrência da diminuição das vendas, da margem e dos lucros, o que prejudica a geração de capital de giro, via lucros acumulados. Segundo Kayhan & Titman (2007) quanto menos lucrativa for a empresa, mais recursos de terceiros tende a utilizar.

Empresas mais internacionalizadas são mais sensíveis às crises externas que as empresas menos internacionalizadas. Então, a lucratividade de uma empresa mais internacionalizada em momentos de crise externa seria mais afetada por uma redução do capital de giro que o de uma empresa menos internacionalizada. Pelo exposto, surge a seguinte hipótese:

Hipótese 0a: Empresas mais internacionalizadas, em momentos de crises externas, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa, não reduzem sua lucratividade comparativamente às empresas menos internacionalizadas.

Hipótese 1a: Empresas mais internacionalizadas, em momentos de crises externas, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa, reduzem sua lucratividade comparativamente às empresas menos internacionalizadas.

Em momentos de crescimento econômico tanto as empresas mais internacionalizadas como as menos internacionalizadas poderiam aproveitar o ciclo de crescimento para reduzir seus níveis de capital de giro (reduzir o CCC) e assim aumentar a lucratividade. No entanto, se a empresa é mais internacionalizada ela poderia usufruir mais deste crescimento que a empresa menos internacionalizada, de modo que:

Hipótese 0b: Empresas mais internacionalizadas, em momentos de crescimento econômico, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa, não aumentam sua lucratividade comparativamente às menos internacionalizadas.

Hipótese 1b: Empresas mais internacionalizadas, em momentos de crescimento econômico, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa, aumentam sua lucratividade comparativamente às menos internacionalizadas.

Em momentos de crise interna, a situação se inverte. Em situações onde a crise é local, no país sede da multinacional, as empresas menos internacionalizadas, por terem uma

capacidade mais limitada de diversificar suas operações, receitas e captações de recursos, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa tem sua lucratividade diminuída comparativamente às empresas mais internacionalizadas.

Hipótese 0c: Empresas mais internacionalizadas, em momentos de crises internas, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa, não aumentam sua lucratividade comparativamente às menos internacionalizadas.

Hipótese 1c: Empresas mais internacionalizadas, em momentos de crises internas, ao reduzirem seu ciclo de conversão de caixa, aumentam sua lucratividade comparativamente às menos internacionalizadas.

3. Metodologia

Para definição da população e amostra foram realizados levantamentos dos dados contábeis de empresas não-financeiras listadas na BM&F Bovespa, no período de 2006 a 2016, disponíveis na base de dados do *software Econômica*.

Com relação aos dados secundários para a variável MDOI (variável grau de internacionalização), os mesmos foram extraídos de relatórios disponibilizados pela Fundação Dom Cabral. Os dados para as variáveis macroeconômicas de inflação (IPCA) foram coletados na base de dados do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), já os dados para a variável de taxa de câmbio foram extraídos do banco de dados do BACEN (Banco Central do Brasil).

Nos itens seguintes, serão abordadas e descritas as variáveis que compõem os modelos utilizados na regressão de dados em painel, bem como demonstrada a expressão geral do modelo baseado no estudo de Enqvist, Graham e Nikkinen (2014), com a finalidade de alcançar o objetivo proposto neste estudo.

3.1 Modelos

O modelo escolhido guarda relação com o objeto de investigação deste artigo, visto que se examina a gestão do capital de giro pela ótica do Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), que é uma medida útil e amplamente utilizada na literatura (Deloof, 2003; Gill, Biger & Mathur, 2010).

Baseado em Enqvist, Graham e Nikkinen (2014), estimou-se os modelos de regressão expostos a seguir, para verificar os efeitos dos ciclos econômicos na relação do CCC e dos seus componentes com a lucratividade das empresas internacionalizadas. Todavia, em relação ao modelo original, foi desconsiderada a variável de controle Lucro Operacional Bruto, procedida a manutenção da variável *dummy* de *boom* econômico e acrescentadas as variáveis *dummies* de crises econômicas interna e externa, assim como as variáveis MDOI e macroeconômicas.

Palombini e Nakamura (2012) realizaram um estudo com o objetivo de se identificar fatores determinantes do gerenciamento de capital de giro das empresas, explorando variáveis internas. Por conta disto, sugerem pesquisas para a análise do impacto de fatores externos na gestão do capital de giro. Neste sentido, acrescentou-se aos modelos as variáveis macroeconômicas, que são fatores externos.

Modelo de regressão de teste do ciclo de conversão de caixa para empresas mais internacionalizadas em comparação a menos internacionalizadas:

$$LUC = B_0 + B_1CCC_{it} + B_2LC_{it} + B_3END_{it} + B_4TAM_{it} + B_5CIN_{it} + B_6CEX_{it} + B_7BOM + B_8INF_{it} + B_9TCA_{it} + B_{10}MDOI_{it} + B_{11}(CIN_{it}*CCC*MDOI) + B_{12}(CEX_{it}*CCC*MDOI) + B_{13}(BOM*CCC*MDOI) + B_{14}(INF_{it}*CCC*MDOI) + B_{15}(TCA*CCC*MDOI) + u \quad (1)$$

no qual LUC é medido pelo Retorno sobre Ativos (ROA); CCC é o Ciclo de Conversão de Caixa; LC é o Índice de Liquidez Corrente; END é a razão entre a somatória de empréstimos de curto e longo prazo e ativo total; TAM é o logaritmo natural de vendas; CIN é a variável

dummy de crise econômica interna; CEX é a variável *dummy* de crise econômica externa; BOM é o crescimento econômico; INF é a inflação; TCA é a taxa de câmbio; MDOI é a variável *dummy* para empresas multinacionais internacionalizadas e *u* é o termo de erro.

Teste dos elementos do CCC, separadamente, foram utilizados os seguintes modelos:

$$LUC = B_0 + B_1PMP_{it} + B_2LC_{it} + B_3END_{it} + B_4TAM_{it} + B_5CIN_{it} + B_6CEX_{it} + B_7BOM + B_8INF_{it} + B_9TCA_{it} + B_{10}MDOI_{it} + B_{11}(CIN_{it}*PMP*MDOI) + B_{12}(CEX_{it}*PMP*MDOI) + B_{13}(BOM*PMP*MDOI) + B_{14}(INF_{it}*PMP*MDOI) + B_{15}(TCA*PMP*MDOI) + u \quad (2)$$

$$LUC = B_0 + B_1PMR_{it} + B_2LC_{it} + B_3END_{it} + B_4TAM_{it} + B_5CIN_{it} + B_6CEX_{it} + B_7BOM + B_8INF_{it} + B_9TCA_{it} + B_{10}MDOI_{it} + B_{11}(CIN_{it}*PMR*MDOI) + B_{12}(CEX_{it}*PMR*MDOI) + B_{13}(BOM*PMR*MDOI) + B_{14}(INF_{it}*PMR*MDOI) + B_{15}(TCA*PMR*MDOI) + u \quad (3)$$

$$LUC = B_0 + B_1PME_{it} + B_2LC_{it} + B_3END_{it} + B_4TAM_{it} + B_5CIN_{it} + B_6CEX_{it} + B_7BOM + B_8INF_{it} + B_9TCA_{it} + B_{10}MDOI_{it} + B_{11}(CIN_{it}*PME*MDOI) + B_{12}(CEX_{it}*PME*MDOI) + B_{13}(BOM*PME*MDOI) + B_{14}(INF_{it}*PME*MDOI) + B_{15}(TCA*PME*MDOI) + u \quad (4)$$

Quadro 2 - Resumo, definição, sinal esperado das variáveis e os estudos base

Variável		Definição	Sinal Esperado	Estudo Base
<u>Variável dependente</u>				
Lucratividade	LUC	Relação entre o lucro líquido e o total de ativos		Enqvist, Graham e Nikkinen (2014)
<u>Variáveis independente</u>				
Ciclo de Conversão de Caixa	CCC	Soma do prazo médio de recebimento com o prazo médio de estoque menos prazo médio de pagamento	(-)	Shin e Soenen (1998), Deloof (2003)
Prazo Médio de Pagamento	PMP	(Contas a Pagar/Custos dos Bens Vendidos) x 365	+	Deloof (2003)
Prazo Médio de Recebimento	PMR	(Contas a Receber/Vendas) x 365	(-)	Deloof (2003)
Prazo Médio de Estoque	PME	(Estoque/Custos dos Bens Vendidos) x 365	(-)	Deloof (2003)
<u>Variáveis de controle</u>				
Liquidez Corrente	LC	Razão entre o ativo circulante e passivo circulante	+	Enqvist, Graham e Nikkinen (2014)
Endividamento	END	Razão entre a somatória de empréstimos de curto e longo prazo e ativo total	(-)	Gul, Khan, Rehman, Khan, Khan e Khan (2013)
Tamanho	TAM	Logaritmo natural de vendas	(-)	Enqvist, Graham e Nikkinen (2014)

Grau de Internacionalização	MDOI	Índice UNCTAD	+	(a)
Inflação	INF	Aumento do nível dos preços	+	(a)
<i>Boom</i> Econômico	BOM	Crescimento econômico	+	(a)
Taxa de Câmbio	TCA	Preço do dólar medido em reais	+	(a)
<i>Dummy</i> Crise Externa	CEX	Crise Externa	(-)	(a)
<i>Dummy</i> Crise Interna	CIN	Crise Interna	(-)	(a)

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

(a) Sinais esperados com base nas hipóteses levantadas.

Para verificar possíveis problemas de multicolinearidade das variáveis de controle foi realizado o teste vif (variance inflation factor) do conjunto de regressores com a variável dependente. Utilizou-se o critério de verificação da multicolinearidade que o maior valor vif dos regressores não ultrapassasse 10.

No primeiro momento foram encontrados problemas de multicolinearidade nas variáveis INF e TAC para os quatro modelos propostos, sendo realizada a retirada das mesmas e suas interações dos modelos. Após isto, não foi constatado nenhum problema de multicolinearidade nos modelos, resultando, desta forma, um vif médio abaixo de 10. Além disso, foram realizados testes para definir qual o melhor modelo para realizar cada regressão: teste de Breusch Pagan, teste de Chow e teste de Hausman.

3.2. Variável Independente

Como indicado anteriormente, o presente estudo foi realizado com a concepção de que uma gestão eficiente de capital de giro é baseada no Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), definida como sendo, o CCC (Prazo Médio de Recebimento + Prazo Médio de Estocagem) - (Prazo Médio de Pagamento) e os seus três componentes, prazo médio de recebimento (Contas a Receber/Vendas) x 365, prazo médio de pagamento (Contas a Pagar/Custos dos Bens Vendidos) x 365, prazo médio de estocagem (Estoque/Custos dos Bens Vendidos) x 365.

O uso do CCC é vantajoso, pois reconhece a expectativa de vida dos componentes do capital de giro, assim como o fato dos processos de produção, distribuição e recebimento não serem instantâneos e sincronizados, pois ocorrem dentro de um espaço de tempo (Richards & Laughlin, 1980). O caráter preditivo do CCC é melhor do que os índices estáticos de liquidez (Kamath, 1989).

Seguindo o modelo de Enqvist, Graham e Nikkinen (2014), empregou-se o Retorno sobre Ativos (ROA), calculado pela relação entre o lucro líquido e o total de ativos, como parâmetro de lucratividade da empresa. Enqvist, Graham e Nikkinen (2014) também utilizaram o Lucro Operacional Bruto para medir a rentabilidade, porém, neste artigo, optou-se pelo uso apenas do ROA como forma de identificação da lucratividade. Por fim, foram testados separadamente os componentes do CCC, conforme os modelos acima apresentados, para analisar o comportamento da relação entre as variáveis PMP, PMR, PMP e LUC.

3.3. Variáveis de Controle

No modelo proposto por Enqvist, Graham e Nikkinen (2014), foram usadas as seguintes variáveis de controle, que afetam a lucratividade da empresa: Tamanho da Empresa (logaritmo

natural de vendas); Índice de Liquidez Corrente (ativo circulante/passivo circulante); Índice de Endividamento (empréstimos de curto prazo + empréstimos de longo prazo) /ativo total).

Acrescentou-se também ao modelo as variáveis macroeconômicas: inflação (medida pelo índice IPCA/IBGE), *Boom* econômico e taxa de câmbio (dólar), a fim de se aumentar o campo de análise de fatores externos e os seus impactos na relação giro-lucratividade das empresas observadas.

Dörrenbächer (2000) explicita que embora diversos autores utilizem indicadores singulares, o mais recomendável e apropriado para a mensuração do grau de internacionalização das empresas (DOI), se processa por meio da utilização de medidas multidimensionais.

Para fins do presente estudo, considerou-se o Grau de Internacionalização (DOI) preconizado pela UNCTAD (2013) e amplamente utilizado pela Fundação Dom Cabral em seus anuários de análises das empresas internacionalizadas, calculado por meio da média de três variáveis: vendas externas sobre as vendas totais; número de funcionários externos sobre o número de funcionários totais e ativos externos sobre ativos totais. Para as variáveis de ciclos econômicos, o período da crise interna sendo de 2015 e 2016, crise externa de 2007 a 2008 e *boom* econômico definido de 2006 a 2011.

3.3. População e Amostra

Visando alcançar o objetivo do presente estudo, partiu-se inicialmente da população de todas as empresas ativas com capital aberto no Brasil, contendo organizações multinacionais e domésticas. Em seguida conforme Enqvist, Graham e Nikkinen (2014) e Deloof (2003) foram retiradas da amostra as empresas financeiras, devido as suas particularidades e natureza de atuação.

Em seguida foi realizado um comparativo entre as empresas levantadas no Economática e as listadas nos relatórios anuais da Fundação Dom Cabral 2006-2016, a fim de se chegar a uma amostra comum.

Iniciou-se com uma população de 912 empresas por ano, realizadas as devidas exclusões e comparações acima descritas chegou-se a uma amostra final com 213 observações sendo uma média de 19 empresas ao ano, caracterizando, desta forma, o painel de dados desbalanceado.

4. Análise dos Resultados

Nesta seção, primeiramente, apresenta-se a análise descritiva e a matriz de correlação das variáveis numéricas do estudo, para efeito de descrição prévia dos dados. Em seguida, são expostos e discutidos os resultados obtidos por meio da aplicação das regressões.

4.1. Análise descritiva e matriz de correlação das variáveis do estudo

A Tabela 1 relaciona as médias, desvios-padrão e valores mínimos e máximos das variáveis do estudo. São apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis com e sem o tratamento dos outliers pela técnica de winsorização. Portanto, pode-se visualizar na Tabela 1 a relação das variáveis winsorizadas e não winsorizadas.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das variáveis do estudo

Var.	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.	Variáveis Winsorizadas	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
LUC	352	0,04	0,16	-1,57	0,39	LUC	352	0,05	0,09	-0,13	0,22
CCC	294	89,25	113,59	-81,50	897,17	CCC	294	78,77	63,17	-5,18	218,25
PMP	276	53,91	54,06	0,17	382,30	PMP	276	48,43	32,41	12,63	127,40
PMR	276	79,71	81,02	0,17	793,07	PMR	276	70,15	37,73	23,29	161,44
PME	276	69,28	69,70	0,00	531,91	PME	276	59,08	38,69	5,68	129,49
LC	334	2,25	4,00	0,00	66,77	LC	334	1,87	1,03	0,50	4,31
END	350	0,27	0,21	0,00	1,54	END	350	0,26	0,19	0,00	0,80

TAM	284	14,31	2,32	5,68	19,41	TAM	284	14,41	1,81	10,15	18,01
MDOI	213	0,17	0,15	0,00	0,67	MDOI	213	0,16	0,15	0,00	0,56
INF	352	0,06	0,02	0,03	0,11	INF	352	0,06	0,01	0,04	0,07
TCA	352	2,35	0,67	1,69	3,87						

Nota: Variáveis: LUC – Lucratividade; CCC – Ciclo de Conversão de Caixa; PMP – Prazo Médio de Pagamento; PMR – Prazo Médio de Recebimento; PME – Prazo Médio de Estoque; LC – Liquidez Corrente; END – Endividamento; TAM – Tamanho; MDOI – Grau de Internacionalização; INF – Inflação; BOM – Crescimento Econômico; TCA – Taxa de Câmbio; CEX – Crise Externa; CIN – Crise Interna.

Antes da discussão dos resultados propriamente dita, a Tabela 2 apresenta a matriz de correlação das variáveis numéricas do estudo. Percebe-se que as variáveis de prazo médio, componentes do Ciclo de Conversão de Caixa, e grau de internacionalização possuem correlação negativa com a lucratividade, ao nível de significância estatística de 5%, sugerindo a constatação de que níveis menores do Ciclo de Conversão de Caixa, aumentam a lucratividade, quanto menor for o grau de internacionalização das empresas.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis

	LUC	CCC	PMP	PMR	PME	LC	END	TAM	MDOI	INF	TCA
LUC	1,00										
CCC	-0,05	1,00									
PMP	-0,40*	-0,08	1,00								
PMR	-0,15*	0,67*	0,28*	1,00							
PME	-0,30*	0,80*	0,22*	0,38*	1,00						
LC	0,13*	0,24*	-0,30*	0,20*	-0,01	1,00					
END	-0,41*	0,15*	0,09	0,02	0,13*	-0,04	1,00				
TAM	-0,01	-0,36*	0,13*	-0,36*	-0,19*	-0,06	0,10	1,00			
MDOI	-0,30*	0,20*	0,29*	0,09	0,31*	0,06	0,16*	0,19*	1,00		
INF	-0,19*	0,03	0,12*	0,10	0,00	-0,01	0,16*	0,10	0,17*	1,00	
TCA	-0,25*	0,05	0,15*	0,14*	0,01	-0,07	0,16*	0,02	0,20*	0,53*	1,00

Nota: *Estatística significativa ao nível de 5%. **Variáveis Winsorizadas, exceto TCA:** LUC – Lucratividade; CCC – Ciclo de Conversão de Caixa; PMP – Prazo Médio de Pagamento; PMR – Prazo Médio de Recebimento; PME – Prazo Médio de Estoque; LC – Liquidez Corrente; END – Endividamento; TAM – Tamanho; MDOI – Grau de Internacionalização; INF – Inflação; BOM – Crescimento Econômico; TCA – Taxa de Câmbio; CEX – Crise Externa; CIN – Crise Interna

A Tabela 3 apresenta os resultados das regressões em painel a partir dos modelos propostos, desconsidera as variáveis INF, TCA e suas interações, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada regressão. Mostra também as medidas de ajuste de R² ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testam a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*.

Tabela 3 – Resultados das regressões em painel a partir dos modelos propostos

Variáveis	Modelo 1 LUC	Modelo 2 LUC	Modelo 3 LUC	Modelo 4 LUC
CCC	0,00			
PMP		-0,000752*		
PMR			-0,000119	
PME				-0,000771*
LC	0,01	0,01	0,00991	0,01
END	-0,06	-0,04	-0,0407	-0,04
TAM	0,0159*	0,0183**	0,0490	0,0176**
MDOI	-0,06	-0,14	-0,00517	-0,09

CIN	0,02	-0,01	0,00	0,01
CEX	-0,02	-0,02	0,00	-0,03
BOM	0,0594*	0,05	0,0464	0,0657*
CIN*CCC*MDOI	0,00			
CIN*PMP*MDOI		0,00		
CIN*PMR*MDOI			0,0000825	
CIN*PME*MDOI				0,00
CEX*CCC*MDOI	0,00			
CEX*PMP*MDOI		0,00		
CEX*PMR*MDOI			0,000654	
CEX*PME*MDOI				0,00
BOM*CCC*MDOI	0,00			
BOM*PMP*MDOI		0,00		
BOM*PMR*MDOI			0,000910	
BOM*PME*MDOI				0,00
BOM*CCC*MDOI	0,00			
BOM*PMP*MDOI		0,00		
BOM*PMR*MDOI			0,00	
BOM*PME*MDOI				0,00
VIF	3,90	5,14	4,91	4,17
BREUSCH-PAGAN	0,00	0,00	0,00	0,00
CHOW	0,00	0,00	0,00	0,00
HAUSMAN	0,99	0,91	0,03	0,20
MODELO ESCOLHIDO	Efeito Aleatório	Efeito Aleatório	Efeito Fixo	Efeito Aleatório
_cons	-0,19	-0,20	-0,67	-0,20*
N	162	162	162	162

Nota: Asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%;5% e 1% respectivamente. **Variáveis Winsorizadas, exceto TCA:** LUC – Lucratividade; CCC – Ciclo de Conversão de Caixa; PMP – Prazo Médio de Pagamento; PMR – Prazo Médio de Recebimento; PME – Prazo Médio de Estoque; LC – Liquidez Corrente; END – Endividamento; TAM – Tamanho; MDOI – Grau de Internacionalização; INF – Inflação; BOM – Crescimento Econômico; TCA – Taxa de Câmbio; CEX – Crise Externa; CIN – Crise Interna.

Pode-se verificar na Tabela 3 os resultados dos quatro modelos das regressões propostos para investigar o impacto de ciclos econômicos na relação da gestão do capital de giro na lucratividade. O Ciclo de Conversão de Caixa e seus três componentes individuais, o Prazo Médio de Recebimento, Prazo Médio de Estoque e Prazo Médio de Pagamento, foram independentemente regressadas em face do ROA, medida de lucratividade utilizada.

No modelo (1), analisou-se a relação entre a lucratividade e o ciclo de conversão de caixa. Encontrou-se uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre o tamanho da empresa, ciclo de crescimento econômico no Brasil e a lucratividade. Apesar de não apresentar significância estatística, cumpre destacar que o grau de internacionalização teve uma relação negativa com a lucratividade. Com base no modelo (1) pode-se inferir que durante o ciclo econômico de crescimento no Brasil, quanto maior a empresa, maior a sua lucratividade.

No modelo (2), testou-se a relação entre a lucratividade e o prazo médio de pagamento. Os resultados mostram uma negativa e significativa relação entre o prazo médio de pagamento, implicando que empresas mais lucrativas esperam menos para pagar suas dívidas. Além disso, o tamanho da empresa apresentou uma positiva e significativa relação com a lucratividade. Os resultados do modelo (2) sugerem que um curto ciclo do contas a pagar melhora a lucratividade corroborando com os achados de Enqvist, Graham & Nikkinen, (2014).

No modelo (3), realizou-se a relação entre a lucratividade e o prazo médio de recebimento este modelo não trouxe nenhuma relação significativa entre suas variáveis e a lucratividade, não corroborando neste caso com os autores de Dellof (2003), Lazaridis e Tryfonidis (2006), Rocha, Sousa & Luporini (2011) e Lopes et al. (2013), que acharam relações significantes da lucratividade com o prazo médio de recebimento.

Já no modelo (4), foi testada a relação entre a lucratividade e o prazo médio de estocagem, neste foi encontrada uma relação negativa e significativa estatisticamente entre o prazo médio de estoque e lucratividade, e uma relação positiva e significativa estatisticamente entre o tamanho e a lucratividade e a presença de crescimento econômico e lucratividade, sugerindo que em empresas maiores, em épocas de crescimento econômico e a redução no prazo médio de estoque fazem com que a lucratividade aumente.

Pelo exposto, pode-se verificar que resultados obtidos corroboram, portanto, as hipóteses 0a, 0b e 0c, as quais consignam que não há impacto do ciclo de conversão de caixa de empresas internacionalizadas brasileiras na sua lucratividade considerando-se os ciclos econômicos testados.

As relações negativas encontradas no modelo (4) com relação ao prazo médio de estoque e a lucratividade e no modelo (2) com relação ao prazo médio de pagamento e a lucratividade, corroboram com os resultados achados nos estudos de Dellof (2003), Lazaridis e Tryfonidis (2006), Rocha, Sousa & Luporini (2011) e Lopes et al. (2013), os quais demonstram que a fim de se aumentar a lucratividade das organizações, os gestores podem reduzir os prazos médios de pagamento e de estocagem afim de se reduzir o ciclo de conversão de caixa.

Importante ressaltar também, que a variável tamanho nos modelos de regressão (1), (2) e (4) apresentaram relação positiva com a variável lucratividade, indo de forma contrária a Dellof (2003), Enqvist, Graham & Nikkinen, (2014), artigo base utilizado para o presente estudo, que demonstram a variável SIZE (medida pelo logaritmo de vendas) possuindo uma relação negativa com a lucratividade.

Enqvist, Graham e Nikkinen (2014) elucidam em seus resultados que em empresas Finlandesas, a gestão de capital de giro é relativamente mais importante em ciclos econômicos mais baixos do que em épocas de crescimento econômico. Este fato também chega a ser mencionado por Ernest & Young (2009), no qual os autores sugerem que a melhor forma de aumentar o capital de giro, está localizado na otimização de processos internos, não evidenciando desta forma a relevante importância do capital de giro em épocas de crescimento e sugerindo sua importância somente em épocas de declínios econômicos.

No Brasil o crescimento econômico foi ancorado na expansão do crédito e consumo, e na reativação da capacidade de investimento tanto público quanto privado (Dedecca, Trovão & Souza, 2014), desta forma infere-se que a grande oferta de crédito atrelada com o consumo aquecido, levaram às organizações a não se preocuparem na correta gestão do capital de giro, direcionando suas atenções e esforços financeiros para a realização de investimentos em outros projetos, já que o crédito e as vendas estavam garantidos no mercado interno.

Com relação aos ciclos econômicos de crise internacional (2007 – 2008) e doméstica (2015 – 2016) testados em todos os modelos, não foram constatadas significâncias em nenhum dos resultados apresentados. Diante disto pode-se realizar algumas inferências que possam justificar estes resultados. Primeiro em virtude do boom econômico vivido pelo país durante o período 2004 – 2011 baseado na expansão do crédito e consumo, infere-se que as empresas brasileiras internacionalizadas, verificando que o mercado internacional estava em declínio, optaram por focar seus esforços no mercado doméstico aquecido e alavancado, não sofrendo, desta forma, os efeitos da crise internacional.

Em segundo, as empresas brasileiras internacionalizadas por se aproveitarem deste ciclo econômico virtuoso doméstico, sugere-se que estavam mais preparadas para enfrentar a recessão vivida pelo país no período de 2015 – 2016, realizando alguns ajustes em suas

estruturas, seja por meio de vendas de ativos, redução de postos de trabalhos, cortes de despesas e investimentos, aquisições, fusões ou joint ventures; fazendo desta forma com que a variável dependente lucratividade (lucro líquido / ativos totais) não sofressem variações significativas nas empresas pesquisadas neste período.

4.2. Checagem de Robustez

Para checar a robustez empírica e teórica dos resultados encontrados, selecionou-se a mesma amostra utilizada no presente artigo, e foram elaborados os novos modelos de regressões (5), (6) e (7). O modelo (5) foi baseado nos estudos de Rocha, Sousa & Luporini (2011) e Lopes et al. (2013), os quais utilizam a variável independente capital de giro líquido sobre o ativo total (CGLA), calculado pelo Ativo circulante – Passivo circulante / Ativo Total ao invés do ciclo de conversão de caixa (CCC), no modelo (6) é testado a robustez dos anos separadamente, que foram selecionados como recorte do artigo com a variável independente (CGLA) já o modelo (7) é testado a robustez dos anos separadamente, que foram selecionados como recorte do artigo com a variável independente (CCC).

$$LUC = B_0 + B_1CGLA_{it} + B_2PMP_{it} + B_3PMR_{it} + B_4PME_{it} + B_5LC_{it} + B_6END_{it} + B_7TAM_{it} + B_8CIN_{it} + B_9CEX_{it} + B_{10}BOM + B_{11}INF_{it} + B_{12}TCA_{it} + B_{13}MDOI_{it} + B_{14}(CIN_{it}*CGLA*MDOI) + B_{15}(CEX_{it}*CGLA*MDOI) + B_{16}(BOM*CGLA*MDOI) + B_{17}(INF_{it}*CGLA*MDOI) + B_{18}(TCA*CGLA*MDOI) + u \quad (5)$$

$$LUC = B_0 + B_1CGLA_{it} + B_2PMP_{it} + B_3PMR_{it} + B_4PME_{it} + B_5LC_{it} + B_6END_{it} + B_7TAM_{it} + B_8ANO_{it} + B_9INF_{it} + B_{10}TCA_{it} + B_{11}MDOI_{it} + B_{12}(ANO_{it}*CGLA*MDOI) + B_{13}(INF_{it}*CGLA*MDOI) + B_{14}(TCA*CGLA*MDOI) + u \quad (6)$$

$$LUC = B_0 + B_1CCC_{it} + B_2LC_{it} + B_3END_{it} + B_4TAM_{it} + B_5ANO_{it} + B_6INF_{it} + B_7TCA_{it} + B_8MDOI_{it} + B_9(ANO_{it}*CCC*MDOI) + B_{10}(INF_{it}*CCC*MDOI) + B_{11}(TCA*CCC*MDOI) + u \quad (7)$$

Após realizar a matriz de correlação das variáveis dos modelos (5), (6) e (7) foi necessário retirar a variável de liquidez corrente (LC) dos modelos (5) e (6), devido a sua alta correlação com a variável independente; em seguida o teste vif demonstrou problemas de multicolinearidade com as variáveis inflação (INF) e taxa de cambio (TCA) para os modelos (5), (6) e (7), desta forma estas variáveis também foram retiradas do modelo, resultando em um vif médio final menor que 10.

Tabela 5 – Resultados das regressões em painel

Variáveis	Modelo 5 LUC	Modelo 6 LUC	Modelo 7 LUC
CGLA	0,18*		
PME	-0,00035		
PMR	0,00025		
PMP	-0,00030		
END	-0,02		
TAM	0,03***		
MDOI	0,04		
CIN	0,02		
CEX	-0,0003		
BOM	0,09**		
CIN*CGLA*MDOI	-0,96		
CEX*CGLA*MDOI	0,794		
BOM*CGLA*MDOI	-0,00532		
2006		0,00	0,00

2007		-0,01	-0,01
2008		0,02	0,03
2009		0,00	0,00
2010		-0,03	-0,02
2011		-0,02	-0,02
2012		-0,04	-0,03
2013		-0,04	-0,03
2014		-0,07	-0,06
2015		-0,0774*	-0,07
2016		-0,05	-0,03
VIF	3,35	2,25	2,10
BREUSCH-PAGAN	0,00	0,00	0,00
CHOW	0,00	0,00	0,00
HAUSMAN	0,99	0,79	0,99
MODELO ESCOLHIDO	Efeito Aleatório	Efeito Aleatório	Efeito Aleatório
_cons	-0,39***	-0,08	-0,03
N	162	162	162

Nota: Asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%;5% e 1% respectivamente. **Variáveis Winsorizadas, exceto TCA:** LUC – Lucratividade; CGLA - Capital de giro líquido sobre o ativo total; CCC – Ciclo de Conversão de Caixa; PMP – Prazo Médio de Pagamento; PMR – Prazo Médio de Recebimento; PME – Prazo Médio de Estoque; LC – Liquidez Corrente; END – Endividamento; TAM – Tamanho; MDOI – Grau de Internacionalização; INF – Inflação; BOM – Crescimento Econômico; TCA – Taxa de Câmbio; CEX – Crise Externa; CIN – Crise Interna.

Pelos resultados da regressão demonstrados na tabela 5, na qual Rocha, Sousa & Luporini (2011) e Lopes et al. (2013) defendem a utilização da variável capital de giro líquido sobre o ativo para melhor mensuração do impacto do capital de giro na lucratividade no contexto brasileiro, observa-se que o modelo trouxe resultados bem semelhantes aos encontrados no modelo 4, no qual foi testada a relação do prazo médio de estocagem com a lucratividade.

Pois na tabela 5, foi constatada uma relação positiva e significativa estatisticamente entre o capital de giro líquido e a lucratividade, uma relação positiva e significativa estatisticamente entre o tamanho e a lucratividade e a presença de crescimento econômico e lucratividade; sugerindo que quanto maior as empresas, maior a lucratividade. Épocas de crescimento econômico logicamente estão atreladas a melhores lucratividades, e que o aumento na variável CGLA, resultaria em um maior capital de giro líquido e uma melhor lucratividade das organizações.

A relação positiva e significativa estatisticamente entre o capital de giro líquido e a lucratividade demonstrada na tabela 5, corrobora com os achados encontrados pelos autores Rocha, Sousa & Luporini (2011) e Lopes et al. (2013), mas não conseguem explicar o impacto de ciclos econômicos na relação da gestão do capital de giro com a lucratividade de empresas brasileiras internalizadas.

Com relação aos modelos (6) e (7), nos quais foram testados os anos separadamente para a verificação de robustez dos mesmos, não foram encontradas significâncias de erro na escolha dos ciclos econômicos, demonstrando que os mesmos foram realizados corretamente pela teoria.

5. Considerações Finais

O presente trabalho visou investigar qual o impacto das crises econômicas interna e externa na relação da gestão do capital de giro com a lucratividade de empresas brasileiras internacionalizadas.

Utilizou-se o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), definido como o período de tempo entre as despesas de uma empresa para a aquisição de matérias-primas e a cobrança de vendas de produtos acabados, como medida de capital de giro.

Os resultados sugerem que, para as empresas brasileiras internacionalizadas, os diferentes ciclos econômicos ocorridos no período compreendido entre 2006 e 2016 não afetaram o "*modus operandi*" dos gestores quanto à relação direta da gestão do capital de giro com a lucratividade. Isto sugere que as empresas internacionalizadas brasileiras, experimentaram neste período um ambiente econômico favorável a ponto de a gestão do capital de giro não ser um elemento significativamente determinante de lucratividade.

Em termos práticos, a presente pesquisa sugere que os gestores de empresas internacionalizadas, no período de 2006 a 2016, em função das condições econômicas vividas, puderam lançar mão de outros recursos que não o capital de giro para a geração de lucratividade. Em outras palavras, com as condições econômicas favoráveis, isto é, crédito disponível e mercado consumidor aquecido, a gestão do capital de giro como estratégia de geração de lucros, possivelmente ficou em segundo plano.

Como limitações da pesquisa pode ser elencado o período de análise do estudo ser de 10 anos em virtude dos dados de internacionalização de empresas ser restrito pelo anuário da Dom Cabral de 2006 –2016, não sendo possível, para o objeto deste trabalho, testar um maior número de empresas e períodos.

Propõe-se para futuras pesquisas a consideração de períodos pós 2016 para verificar o comportamento da lucratividade em relação à gestão de capital de giro de empresas internacionalizadas brasileiras, como uma forma de controlar e testar os impactos da crise doméstica na relação do capital de giro e lucratividade.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bender Filho, R. (2015). Conta petróleo e a balança comercial brasileira: uma análise do período recente. *Novos estudos-CEBRAP*, (101), 79-95.

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338.

Dedecca, C. S., Trovão, C. J. B. M., & Souza, L. F. D. (2014). Desenvolvimento e equidade: Desafios do crescimento brasileiro. *Novos Estudos-CEBRAP*, (98), 23-41.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of business finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.

Didier, T., Love, I., Péria, M. S. M., (2010). What Explains Stock Markets' Vulnerability to the 2007–2008 Crisis? Retirado Grupo Banco Mundial website: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/3711>

Dörrenbächer, C. (2000). Measuring corporate internationalisation. *Intereconomics*, 35(3), 119-126.

Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36-49.

Ernst & Young (2009). *All Tied Up - Working Capital Management Report 2009*. [online] [Cited 14th of January 2010]

Estados Unidos da América. National Commission On The Causes Of The Financial And Economic Crisis In The United States, (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. Recuperado de <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

FARHI, M., PRATES, D. M., FREITAS, M. C. P. D., & CINTRA, M. A. M. (2008). A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. *Revista de Economia Política*, 29(1), 113.

Gil, A. C. (2002). Como elaborar projetos de pesquisa. *São Paulo*, 5(61), 16-17.

Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 10(1), 1-9.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. AMGH Editora.

Gul, S., Khan, M. B., Raheman, S. U., Khan, M. T., Khan, M., & Khan, W. (2013). Working capital management and performance of SME sector. *European Journal of Business and management*, 5(1), 60-68.

Hill, M. D., Kelly, G., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behaviour: A first look. *Financial Management*, 39, 783-805.

Ietto-Gillies, G. (1998). Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations. *Transnational corporations*, 7, 17-40.

International Monetary Fund. (2017). Relatório Semestral. Recuperado do International Monetary Fund: <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>.

Kamath, R. (1989). How useful are common liquidity measures. *Journal of Cash Management*, 9(1), 24-28.

Kayhan, A., & Titman, S. (2007 January). Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 83 (1), 1-32.

Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(03), 335-359.

Kwok, C. C., & Reeb, D. M. (2000). Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. *Journal of International Business Studies*, 31(4), 611-629.

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange.

Lee, K. C., & Kwok, C. C. (1988). Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business Studies*, 19(2), 195-217.

Lopes, R. B.C., Macedo, A.C.M., Câmara, S. F., & de Sousa Batista, P. C. (2013). A influência da gestão do capital de giro no desempenho financeiro de empresas listadas na BM&FBovespa (2001-2010). *Revista Contabilidade e Controladoria*, [S.l.], v. 5, n. 1, maio 2013. ISSN 1984-6266.

- Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2008). The capital structure of multinational corporations: Canadian versus US evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 706-720.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Palombini, N. V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 55-69.
- Peixoto, F. M. (2012). Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise.
- Pereira, V. S., & Sheng, H. H. OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE. In *XIII Encontro Brasileiro de Finanças*.
- Rocha, T. A. R., Sousa, A. F., Luporini, C. E. M. (2011). Relação entre indicadores de capital de giro e lucratividade das empresas listadas na BM&FBovespa. In: Seminário de Administração (SEMEAD), XIV, São Paulo-SP.
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial management*, 32-38.
- Saito, R., & Hiramoto, E. (2010). Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, (45).
- Silva, N. D., Moreira, K. D. S., Pereira, V. S., Rezende, C. F., & Pitangui, C. (2016). Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Shapiro, A. C. (1978). Financial structure and cost of capital in the multinational corporation. *Journal of financial and quantitative Analysis*, 13(2), 211-226.
- Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial practice and education*, 8, 37-45.
- Singh, M., & Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(2), 153-169.
- Skoufias, E., Nakamura, S., Gukovas, R. (2017). Safeguarding Against a Reversal in Social Gains During the Economic Crisis in Brazil. Retirado Grupo Banco Mundial website: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/26095>
- TESOURO NACIONAL. Resultado do Tesouro Nacional. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional> Acesso em: 09/04/2017 às 10hs.
- UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development (2013), “Global Value Chains: Investment and Trade for Development”, World Investment Report, 2013, Geneva, 26 June 2013.
- World Bank. Overview.
Recuperado de <http://www.worldbank.org/en/country/brazil/overview>
- Zariyawati, M. A., Taufiq, H., Anuar, M. N., & Sazali, A. (2010, June). Determinants of working capital management: Evidence from Malaysia. In *Financial Theory and Engineering (ICFTE), 2010 International Conference on* (pp. 190-194). IEEE.