

EFEITO DA IMPORTAÇÃO E DO CAPITAL DE GIRO NA GERAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS

Miguel Hernandes Junior

miguelhj2005@hotmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Prof. Dr. Antonio Sérgio Torres Penedo

drpenedo@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira

vinciuss56@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN

Resumo: Este artigo examinou o impacto no excesso de retorno das ações e consequente riqueza dos acionistas propiciado pelo excesso do capital de giro e pelas importações em empresas brasileiras no período de 2009 a 2017. Para isto foi tomado como base o modelo econométrico no qual foi analisado se o excesso do capital de giro influencia na geração do excesso do retorno da ação em organizações norte – americanas no período de 1982 a 2011. Foi inserido ao modelo do artigo base a variável de teste IMP (Importação). Os resultados do presente artigo demonstraram que: i) organizações com excesso de capital de giro positivo devem procurar reduzir os níveis dessa modalidade de capital de giro convergindo para um nível ótimo, afim com o objetivo de aumentarem os retornos das ações e a consequente riqueza dos acionistas, ii) organizações com excesso de capital de giro negativo devem reduzir as importações a fim de conseguirem alavancar os excessos de retornos das ações e iii) organizações que importam necessitam reduzir seus níveis de excesso de capital negativo convergindo para níveis ótimos afim de aumentar o retorno das ações.

Palavras-chave: Capital de Giro; Retorno da Ação; Riqueza dos Acionistas; Importação

EFFECT OF IMPORTS AND WORKING CAPITAL ON THE GENERATION OF VALUE FOR SHAREHOLDERS

Abstract: This paper examined the impact of excess stock returns and consequent shareholder wealth from excess working capital and imports from Brazilian companies from 2009 to 2017. The authors' econometric model in which it was analyzed whether the surplus of working capital influences the generation of the surplus of the return of the action in North American organizations in the period of 1982 to 2011. The model of the base article was inserted the test variable IMP (Import). The results of this article demonstrated that: i) organizations with positive surplus working capital should seek to reduce the levels of this modality of working capital converging to an optimal level, in order to increase stock returns and consequent wealth of ii) organizations with excess negative working capital must reduce

imports in order to be able to leverage excess stock returns, and iii) importing organizations need to reduce their levels of negative capital surplus by converging to optimal levels in order to increase return of shares.

Keywords: Working Capital; Return of Action; Wealth of Shareholders; Import

1 Introdução

As organizações, para se manterem vivas no mercado, oferecendo a seus consumidores produtos e serviços que são competitivos e atrativos em relação as demais organizações, em um contexto cuja economia está cada vez mais globalizada e competitiva, necessitam possuir vantagens competitivas.

A Teoria da Vantagem Competitiva de Michael Porter citado por (COUTINHO, LANAPPEIXOTO, RIBEIRO FILHO, & AMARAL, 2005) demonstra que as organizações para obterem vantagens sobre as demais, necessitam de algumas estratégias como: baixo custo ou de qualidade excepcional para seus produtos e serviços juntamente com a eficiência e a efetividade.

Uma das formas possíveis para se granjear vantagem competitiva é por meio das importações. Essa medida viabiliza às organizações a conseguirem comprar suas matérias primas, insumos, produtos e serviços, com menores preços e qualidade, tecnologia e *design* muitas vezes superiores às possibilidades que o mercado interno oferece.

De acordo com Monteiro (2003) os gestores, por meio do capital do giro, possuem como meta principal a geração de valor para os acionistas e proprietários. Mas a busca pelas importações como forma de vantagem competitiva, pode elevar os níveis do capital de giro, (inventários, contas a receber e contas a pagar) ocasionando o excesso do capital de giro nas organizações e impactando no valor das organizações e consequente riqueza dos acionistas.

O excesso do capital de giro e a riqueza dos acionistas é estudado e analisado no artigo dos autores (AKTAS, CROCI, & PETMEZAS, 2015), o qual é base para o presente estudo. Os autores testaram se o excesso do capital de giro influencia nos retornos das ações e consequentemente, na riqueza dos acionistas. Em seus achados, pode ser evidenciado que organizações com níveis altos de excesso de capital de giro, procuram reduzir seus níveis a um nível ótimo para buscarem o excesso de retornos das ações.

A contribuição dos autores (AKTAS et al., 2015) é de extrema relevância para a literatura sobre a gestão do capital de giro relacionada com a riqueza dos acionistas. Contudo, eles não consideraram em suas análises o impacto que empresas mais dependentes de importações podem sofrer para conseguirem manter suas operações e gerar riqueza aos acionistas.

Realizar a análise das importações, seus impactos no capital de giro e na riqueza do acionista é de extrema relevância no contexto brasileiro, pois somente a partir de 1990 é que se realizou um movimento de abertura do país para o comércio internacional. Esta abertura foi consolidada com o plano Real em 1994 e trouxe múltiplos efeitos positivos e impulsionadores para a economia (BAUMANN, RIVERO, & ZAVATTIERO, 1997).

Desta forma, com o objetivo de identificar se as organizações brasileiras sofrem impacto na geração de valor para os acionistas em decorrência das importações e do excesso do capital de giro, o presente artigo se justifica para preencher esta lacuna presente no estudo referência. Utilizando o modelo econométrico proposto por (AKTAS et al., 2015) foi adicionado a variável de importação, com a finalidade de mensurar se existe impacto positivo ou negativo na riqueza dos acionistas em empresas mais ou menos importadoras.

O presente artigo apresenta, além dessa seção introdutória, a seguinte estrutura: a seção 2, na qual é realizada a revisão da literatura sobre a temática capital de giro, importação e o impacto da importação sobre o capital de giro; a seção 3 denominada metodologia, na qual

demonstramos todo caminho percorrido para realização dessa investigação; a seção 4, apresentamos e discutimos a análise dos resultados; e por fim a seção 5, com as considerações finais do trabalho.

2 Referencial Teórico e Hipóteses

Nesta seção serão abordados os estudos que discutem a relação do capital de giro com a riqueza dos acionistas, a importação com suas vantagens e desvantagens bem como seus determinantes. E por fim, os impactos das importações no capital de giro e também as hipóteses que delineiam o presente estudo.

2.1 Gestão do Capital de Giro

A definição de capital de giro segundo Leeson (2017) é tratada a partir de três formas: como a porção dos ativos correntes que são financiados por fundos de longo prazo, ou como a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante, ou ainda como a diferença entre o passivo não circulante adicionado ao patrimônio líquido e o ativo não circulante (MARTINS, MIRANDA, & DINIZ, 2014). O capital de giro líquido (inventários + contas a receber – contas a pagar) se refere ao saldo resultante, caso todos as responsabilidades e compromissos forem pagos pela organização (Leeson, 2017).

Os gestores, por meio do capital do giro, possuem como meta principal a geração de valor para os acionistas e proprietários (MONTEIRO, 2003). Esta geração de valor, por sua vez, é mensurada pelas ações das organizações e suas constantes valorizações no mercado, as quais estão baseadas na capacidade de geração de riqueza das organizações (fluxos de caixa positivos e retornos financeiros).

O capital de giro possui duas funções principais: uma denominada operacional que serve como ferramenta para aumentar a rentabilidade e riqueza das organizações e a outra que assume uma função estratégica e visa aumentar e distribuir maiores ganhos aos acionistas por meio da valorização das ações.

Na função operacional, o gestor no seu processo decisório, necessita equilibrar suas ações entre o risco e o retorno, entre a rentabilidade e a liquidez, pois ações que propiciam a maximização da liquidez, por meio da procura dos níveis ótimos de capital de giro, levam a um menor risco de falência (Palombini & Nakamura, 2012). Por outro lado, a tentativa de maximizar a rentabilidade, por meio da redução do capital de giro a níveis mínimos, geram maiores lucratividades, todavia são acompanhados por um maior risco de falência.

Vários estudos nacionais (ROCHA, SOUSA, & LUPORINI, 2011) (COSTA, MACEDO, CÂMARA, & BATISTA, 2013) e internacionais (SHIN & SOENEN, 1998; DELOOF, 2003; LAZARIDIS & TRYFONIDIS, 2006; ENQVIST, GRAHAM, & NIKKINEN, 2014) demonstram a importância do capital de giro líquido na administração das organizações para maximizar a lucratividade. Esse processo ocorre por meio da gestão dos seus três componentes: inventários, contas a receber e contas a pagar; e pode ser realizado de diferentes formas visando a maximização da rentabilidade.

Deloof (2003) realizou um estudo em 1009 empresas belgas no período de 1992 a 1996, com o objetivo de analisar possíveis formas de aumentar a lucratividade. O autor constatou que: os gestores podem reduzir a quantidade de dias no contas a receber (redução política de crédito o que pode levar a perda de vendas para consumidores que requeiram maiores créditos); reduzir os estoques a um nível razoavelmente mínimo (que pode impactar e levar ao risco do chamado *stockout*), e por fim, conseguir reduções nos prazos de pagamento do contas a pagar. Concluiu em seus estudos que a relação existente entre capital de giro e desempenho das organizações é negativa, resultado corroborado pelos autores (SHIN & SOENEN, 1998; LAZARIDIS & TRYFONIDIS, 2006; ENQVIST et al., 2014).

Adicionalmente (Palombini & Nakamura, 2012) demonstram em seu estudo que além dos componentes do capital de giro (inventários, contas a receber e contas a pagar) como influenciadores na relação com a lucratividade, outros fatores também influenciam nesta relação. Os autores os chamaram de determinantes do capital de giro.

No que concerne a fatores determinantes do capital de giro (PALOMBINI & NAKAMURA, 2012) consideraram em suas análises: o endividamento, sugerindo que empresas com maiores níveis de dívidas assumem uma política de gestão de capital de giro mais agressiva, não necessitando desta forma, de novas emissões de títulos e ações. Corroborando com a teoria *Pecking Order Theory* de (MYERS & MAJLUF, 1984), o tamanho também foi encontrado como determinante e influenciador do capital de giro, demonstrando que em empresas maiores não é necessário realizar maiores investimentos em estoques proporcionalmente ao crescimento das vendas. Isso ocorre, pois, conseguem gerirem seus estoques eficientemente. Finalmente a variável crescimento, sugere que empresas com menores níveis de crescimento necessitam investir mais no capital de giro (estoque e política de crédito mais flexível e abrangente) afim de atrair mais clientes.

Com relação a função estratégica sobre o capital de giro influenciando a riqueza dos acionistas, (KIESCHNICK, LAPLANTE, & MOUSSAWI, 2013) analisaram empresas norte americanas no período de 1990 a 2006. Em seus resultados constataram que o dólar incremental investido no capital de giro líquido, vale menos que o dólar guardado em caixa na média das organizações, e que os investimentos adicionais em dólar vem diminuindo se comparado com os níveis anteriores de capital de giro.

Ainda segundo Kieschnick et al. (2013) os resultados demonstraram também que o investimento adicional de dólar no capital de giro está atrelado as expectativas futura de aumento nas vendas. Além disto, os autores evidenciaram que acesso a capital externo, risco de falência, endividamento são significantes e influenciadores na riqueza dos acionistas. Com relação aos componentes do capital de giro, o contas a receber por meio da liberação de mais créditos aos consumidores, demonstra ter o maior efeito na riqueza dos acionistas.

Os autores Aktas et al. (2015) também pesquisando a relação entre capital de giro e os retornos das ações, constataram a relação negativa entre capital de giro e desempenho. Os autores elucidam que a organização que possui um Excesso de Capital de Giro investido em sua operação, causa a relação negativa, e leva a destruição de valor para o acionista. O Excesso do Capital de Giro, está atrelado a alto valores de despesas de juros e risco de falência (SHIN & SOENEN, 1998) e a não possibilidade de conseguir investir em projetos com maior lucratividade no curto prazo.

Com o objetivo de aumentar a lucratividade e os retornos dos acionistas Aktas et al. (2015) afirmam que as organizações devem reduzir o Excesso de Capital de Giro em um período, para que no período posterior, se transforme em ganhos de performance; No curto prazo estas reduções são benéficas pois, aumentam a flexibilidade financeira graças a liberação de caixa investido em capital de giro e no longo prazo, graças a liberação de financiamentos que não serão mais necessários para manter a operação. Os autores sugerem desta forma, a busca do nível ótimo do capital de giro, pois desta forma as organizações conseguem atingir uma forma interna de geração de recursos que podem ser aplicados em outras oportunidades em projetos mais lucrativos, beneficiando diretamente os acionistas.

2.2 Importação

A conjuntura atual é caracterizada por uma economia cada vez mais globalizada e competitiva. A forte concorrência em escala global requer das organizações diferenciais atrativos que as permitam sobreviver no mercado mundial, no qual grandes empresas consideradas verdadeiros leviatãs (BORÓN, 1999) dominam o cenário econômico. Desse

modo, oferecer aos consumidores produtos e serviços competitivos e atrativos em relação as demais organizações, torna-se um imperativo.

A Teoria da Vantagem Competitiva de Michael Porter citado por (COUTINHO et al., 2005) demonstra que as organizações para obterem vantagens sobre as demais instituições, necessitam de fatores como: baixo custo ou de qualidade excepcional para seus produtos e serviços, juntamente com a eficiência e a efetividade.

As importações se refere a uma das possibilidades para se alcançar vantagem competitiva, pois as organizações conseguem comprar suas matérias primas, insumos, produtos e serviços, com preços, qualidade, tecnologia e *design* muitas vezes superiores aos produtos ofertados no mercado interno.

O Brasil até a década de 1980 (década que foi marcada pela queda da ditadura militar 1985), segundo Kume, Piani, & Souza (1998) foi caracterizado por possuir uma política de substituição de importações, na qual era vetada a entrada de bens no país que possuíam similares produzidos nacionalmente, desenvolvendo desta forma um parque industrial nacional, desinteressado e obsoleto.

A abertura comercial gradual teve início em 1988, período caracterizado pela redemocratização brasileira e pela adoção do Plano Real em 1994, trouxeram para o país e para as políticas de importações múltiplos efeitos positivos e impulsionadores (BAUMANN et al., 1997).

Dados da balança comercial disponibilizados pelo Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços demonstram a grande evolução das importações realizadas pelo Brasil de 1997 a 2017. Esses dados demonstraram a relevância de discutir sobre as importações brasileiras.

As modalidades de pagamento das importações de acordo com (SEGALIS, FRANÇA, & ATSUMI, 2012) são de vital importância para se garantir que as transações ocorram com um menor risco e maior garantia de recebimento dos produtos adquiridos.

A seguir serão apresentados estudos e análises de artigos nacionais e internacionais presentes na literatura que trata sobre as problemáticas, as vantagens e os determinantes da importação realizada pelas diversas organizações.

Os autores Capitani, Miranda, & Filho (2011) analisaram em seu artigo os determinantes na importação de arroz, principalmente dos Países da Argentina e Uruguai, por empresas brasileiras no período de janeiro 1989 a setembro de 2008. Em seus achados os autores verificaram a taxa de câmbio e os preços domésticos do arroz, como as principais variáveis determinantes da importação do arroz. Concluíram que aumentos no preço doméstico do arroz leva ao aumento da importação deste bem de outros países. Por outro lado, aumentos no preço das importações levam a reduções das importações. Com relação às taxas de câmbio nacional, os autores afirmam que quanto maior as taxas de câmbio, menores serão as importações, o que desencadeia uma relação negativa entre taxa de cambio e importações.

Os determinantes da importação também é estudado e analisado por (SANTOS & BARROS, 2006) em seu estudo realizado durante o período de 1991 a 2003 no Brasil, no qual os autores tentam identificar os influenciadores da importação de lácteos. Em seus achados constataram que primeiramente um aumento no PIB brasileiro, tende a aumentar o volume de importação, em seguida este aumento de importação é acompanhado pela elevação dos seus preços. A expansão da produção internacional de lácteos, acaba por reduzir o preço das importações, aumentando a quantidade importada pelo Brasil.

Outro estudo sobre os determinantes das importações dos autores Stockly, Guerreiro, & Raiher (2011) analisaram o período de 1999 a 2009 das importações e exportações no setor agrícola. Os autores verificaram que as importações são bem mais sensíveis do que as exportações à variação cambial, tendo o câmbio uma relação negativa com as importações, ou

seja, quando o câmbio se desvaloriza aumentando seu valor perante o dólar, as importações tendem a cair. Outro determinante encontrado refere-se ao preço internacional e a renda externa que possui relação direta e positiva com a importação.

A relevância de tecnologias e seus benefícios para as empresas brasileiras, foi discutido e analisado pelos autores (BRAGA & WILLMORE, 1990) por meio da pesquisa realizada em 4.342 estabelecimentos industriais. Foi constatado dentre outros fatores, que a importação de tecnologia é positiva e visa a transferência de conhecimento de países desenvolvidos para países em desenvolvimento. Verificaram em seus achados que em empresas situadas no país, mas de propriedade estrangeira, este esforço para importar tecnologia é ainda maior. Outro importante resultado ressaltado pelos autores, afirma que quanto mais lucrativos forem as empresas, menos elas importam tecnologias. Fazem referência a firmas com poucas pressões de concorrência, pois, possuem menor necessidade de investimento em tecnologia nova.

Em seu estudo Kotha & Nair (1995) verificou como uma das vantagens das importações para as organizações, o impacto positivo nas vendas, demonstrando que quanto mais importações entram no país, mais o mercado fica fortalecido, devido suas vantagens no custo. Neste estudo foram analisadas 25 empresas de importação e exportação listadas nas bolsas de Tóquio, Osaka e Nagoya durante o período de 1979 a 1992. Por outro lado, foi constatado também uma relação negativa na relação entre importação e a performance das empresas domésticas produtoras de máquinas no curto prazo, pois as empresas ao importarem as máquinas e peças, aumentam a competição no mercado interno e desta forma aumentam as incertezas para estas organizações domésticas.

2.3 O impacto da Importação na Gestão do Capital de Giro

No item anterior, foi demonstrado as vantagens e desvantagens bem como os determinantes da importação de produtos, bens ou serviços pelas organizações. Nesse item serão discutidos os impactos que a importação pode gerar no capital de giro.

Retomando o conceito de capital de giro líquido como inventários + contas a receber – contas a pagar (LEESON, 2017) e adicionando o conceito de CCC – Ciclo de Conversão de Caixa, para auxiliar na demonstração do impacto da importação. De acordo com (LAZARIDIS & TRYFONIDIS, 2006) por mensurarem tanto o tempo que uma organização poderia continuar sem que sua operação sofresse alteração, quanto a indicação do intervalo de tempo entre a compra de bens e os recebimentos das vendas, calculado como sendo (Prazo Médio de Recebimento + Prazo Médio de Estocagem) - (Prazo Médio de Pagamento) se torna uma boa definição do capital de giro.

A escolha de determinada forma ou modalidade de pagamento pode impactar diretamente no capital de giro. Caso seja escolhido por exemplo, a forma de pagamento a vista e a modalidade antecipado, esta ação impactaria o prazo médio de pagamento trazendo para níveis mais baixos do que o normal. Já se fosse compras a prazo este nível do prazo médio de pagamento seria extremamente aumentado, além do contas a pagar ficar com grande saldo a ser quitado para fornecedores estrangeiros. Os autores Shin & Soenen (1998); Deloof (2003) Lazaridis & Tryfonidis (2006), Aktas et al. (2015) demonstram e analisam que as organizações para se terem bons desempenhos, retornos financeiros e aumento da riqueza dos acionistas, o nível de capital de giro no item contas a pagar ou prazo médio de pagamentos a ser perseguido será sempre o de reduzir o nível desta conta.

Para os níveis de estoque ou prazo médio de estocagem, os impactos das importações podem chegar a serem mais críticos, pois neste caso, como os produtos são de origem de outros países, ou as organizações irão procurar trabalhar com os níveis de estoque mínimos, ou trabalharam com níveis de estoque maiores, ambos os casos irão impactar as organizações.

Caso optem por níveis menores, conforme os autores Shin & Soenen (1998); Deloof (2003) Lazaridis & Tryfonidis (2006), Aktas et al. (2015) defendem para se buscar o melhor desempenho, lucratividade e aumento da riqueza dos acionistas, correm o risco de terem falta de produtos para os consumidores e conseqüente perda de vendas. Pois no processo de importação, além de ser demorado o prazo de entrega em estoque, há sempre o risco de terem problemas no desembaraço das mercadorias ou até mesmo extravio das mesmas. Caso optem por manterem maiores níveis de estoque, para não correrem o risco de ficarem sem produtos ou mercadorias para os consumidores, ficarão com níveis de estoque muito altos comprometendo o giro e a rentabilidade das organizações.

No que diz respeito a relação ao contas a receber ou o prazo médio de recebimento, os impactos decorrem por exemplo, de uma eventual falta de estoque comprometendo as vendas e impactando desta forma nos níveis de recursos para entrarem na organização. Fator esse que pode ocasionar o descasamento entre o contas a receber e o contas a pagar, aumentando a chance da necessidade de endividamento. Os autores Shin & Soenen (1998); Deloof (2003) Lazaridis & Tryfonidis (2006), Aktas et al. (2015) depreendem que para maiores níveis de lucratividade e riquezas dos acionistas, os gestores deverão tentar manter o contas a receber a níveis menores, não flexibilizando o crédito aos consumidores, com o risco de insolvência.

Desta forma, os gestores das organizações que importam necessitam ser extremamente habilidosos para encontrarem o ponto de equilíbrio entre as contas (inventários, contas a receber e contas a pagar) a fim de evitarem o excesso no capital de giro e conforme (SHIN & SOENEN, 1998) a perda de oportunidades de investimentos em projetos mais lucrativos com os recursos presos em capital de giro. O quadro teórico e as discussões acima convergem para o problema e as hipóteses que norteiam o presente manuscrito.

Problema: Organizações brasileiras podem sofrer impacto na geração de valor para os acionistas em virtude das importações e do excesso de capital de giro?

Hipótese 0a: Empresas que realizam mais importações obtêm impactos negativos sobre a geração de valor para os acionistas.

Hipótese 1a: Empresas que realizam mais importações obtêm impactos positivos sobre a geração de valor para os acionistas.

Hipótese 0b: Empresas que possuem excesso de capital de giro impactam negativamente sobre a geração de valor para os acionistas.

Hipótese 1b: Empresas que possuem excesso de capital de giro impactam positivamente sobre a geração de valor para os acionistas.

3 Metodologia

Nos próximos itens, serão tratadas e descritas a população e amostra, a expressão geral do modelo econométrico proposto pelo presente estudo, baseado nos modelos dos autores (Aktas et al., 2015). Em seguida serão apresentadas as variáveis que fazem parte das regressões de dados em painel, bem como os testes que forma realizadas visando alcançar o objetivo exposto pelo presente artigo.

3.1 População e Amostra

A População e amostra deste artigo são compostas de empresas não financeiras listadas na B3 (BM&FBOVESPA + CETIP), as quais foram extraídas do banco de dados da Economática.

As empresas financeiras devido suas particularidades foram retiradas da amostra, o período escolhido para o presente estudo foi de 2009 a 2017, devido aos valores de importações de

fornecedores estrangeiros foco deste estudo estarem disponíveis somente a partir do ano de 2009, resultando desta forma em uma amostra de 854 empresas.

3.2 Modelos

O presente estudo possui como alicerce o artigo dos autores (AKTAS et al., 2015), desta forma baseado em seus modelos econométricos foram estimados as regressões expostas abaixo para o presente estudo.

A equação número dois, se refere ao excesso de capital de giro impactando a performance e investimento das organizações, sendo o EXR (Excesso de Retorno) a variável dependente. Para alcançar o objetivo do presente estudo, foi incluído ao modelo original dos autores Aktas et al. (2015) a variável IMP (importações), desta forma será possível constatar o impacto que o aumento ou a redução desta variável possui sobre o capital de giro e o desempenho.

Por meio da equação número três, procura-se verificar a relação do capital de giro com o excesso do retorno de uma forma não linear, utilizando desta maneira um modelo não simétrico permitindo com que o capital de giro possa ser tanto positivo quanto negativo.

Já a equação número quatro, realiza a interação entre o Excesso de Capital de Giro positivo com a importação e a interação entre o Excesso de Capital de Giro negativo com a importação.

$$EXR = \beta_0 + \beta_1 EXCG_{t-1} + \beta_2 \text{Variáveis de Controle}_{it-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$EXR = \beta_0 + \beta_1 [EXCG_{t-1} \times D] + \beta_2 [EXCG_{t-1} \times (1-D)] + \beta_3 \text{Variáveis de Controle}_{it-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

No qual D é uma variável dummy 1 para capitais de giro positivo e 0 para capitais de giro negativo.

$$EXR = \beta_0 + \beta_1 [EXCG_{it-1} \times D] \# IMP + \beta_2 [EXCG_{it-1} \times (1-D)] \# IMP + \beta_3 \text{Variáveis de Controle}_{it-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

3.3 Variável Dependente

Excesso do Retorno sobre Ação (EXR), calculado pela equação (1) seguindo (Barber & Lyon, 1997) (Aktas et al., 2015), no qual $R_{i,m}$ é o retorno da empresa i e $R_{p,m}$ é o benchmark do retorno do portfólio por mês m, T número de meses do investimento, no caso deste estudo T=12.

$$EXR_{it} = \prod_{m=1}^T (1 + R_{i,m}) - \prod_{m=1}^T (1 + R_{p,m}) \quad (1)$$

3.4 Variável Independente

Como variável independente, seguindo o estudo de (Aktas et al., 2015) optou-se por utilizar a variável Excesso do Capital de Giro (EXCG), que é calculada por meio capital de giro por vendas menos o índice médio ajustado da indústria medido pela mediana de todas as firmas do setor ao ano.

3.5 Variáveis de Controle

Importação (IMP), valor da conta de importações disponível por meio do banco de dados da economática, sinal esperado é positivo de acordo com as hipóteses levantadas do presente estudo.

Dummy Dificuldade Financeira (DFIN), calculada por duas formas 1) Dificuldade em cobrir despesas de juros (Receita Operacional antes da depreciação/despesas com juros), considerado se o resultado da conta for abaixo de 1 por dois anos consecutivos ou abaixo de 0,80 em um determinado ano e 2) a empresa estando super alavancada se extra entre os primeiros de alavancagem da indústria em um determinado ano, sinal esperado negativo de acordo com (Aktas et al., 2015).

Fluxo de caixa (FCX), calculado como Ebit / ativo fixo, sinal esperado negativo, pois o fluxo de caixa está correlacionado positivamente com o capital de giro (Hill, Kelly, & Highfield, 2010).

Crescimento de Vendas (CRE), calculado como $(vendas_t - vendas_{t-1}) / vendas_{t-1}$, vendas calculada por Receita Líquida Operacional, sinal positivo esperado (Hill et al., 2010), variável também relacionada ao capital de giro negativamente, pois crescimento em vendas geralmente traz uma postergação e flexibilização na política de créditos e conseqüentemente no contas a receber.

Volatilidade de Vendas (VOL), calculada como o desvio padrão anual das vendas (Receita Líquida Operacional) dos cinco anos passados escalonada pelos ativos totais, sinal esperado positivo, pois está atrelada negativamente a variável capital de giro, (Hill et al., 2010) demonstram que quanto maior a volatilidade de vendas os gestores irão buscar a diminuição do capital de giro, desta forma a volatilidade de vendas se comporta positivamente com a performance da organização.

Crescimento do Ativo Fixo (CAF), taxa de crescimento anual do ativo fixo defasado por um ano t-1; $ativo\ fixo_{t-1} - ativo\ fixo_{t-2} / ativo\ fixo_{t-2}$; valorizações futuras em ações podem estar atreladas a Pesquisa e Desenvolvimento (o qual o banco de dados da economática não fornece) e Investimento em Ativos, o sinal esperado é negativo de acordo com (Cooper, Gulen, & Schill, 2008).

Idade (IDA) log da idade da organização, calculada pela primeira operação de ação na bolsa, sendo que o banco de dados da economática está limitado a data inicial de 1986, sinal negativo esperado de acordo com (Damodaran, 2012) quanto mais maduras as organizações menos necessitam de valor de capital de giro por venda. Valor de Mercado (VMA), log do resultado da expressão, preço da ação (no final do período) X quantidade de ações (preferenciais e ordinárias), utilizada como proxy de tamanho no modelo econométrico, sinal esperado negativo (Bates & Kahle, 2009) (Aktas et al., 2015).

Alavancagem (ALA), calculado pelo total de Passivo Circulante + Passivo não Circulante / ativo total, sinal negativo esperado de acordo com a literatura (Coles, Daniel, & Naveen, 2008).

Ativos Intangíveis (INT), calculado pelo total de ativos intangíveis dimensionado pelo total dos ativos, positivamente relacionada com a performance das organizações e retornos das ações (Coles et al., 2008).

Reserva de Caixa (CASH), variável calculada Caixa e Equivalente de Caixa / ativo total, na literatura o sinal esperado é positivo com a performance das organizações pois, (Augusto, Forti, Peixoto, & Freitas, 2011) demonstram que a empresa possuindo caixa disponível evitam custos de transações, não são obrigadas a se desfazerem de ativos para honrar seus

compromissos, além disto podem financiar suas atividades e projetos, caso os empréstimos e financiamentos externos não estejam disponíveis, ou estejam muito onerosos. Adicionalmente, além de influenciar positivamente a performance a variável caixa segundo (Aktas et al., 2015) (Bates & Kahle, 2009), caso não seja incluída no modelo pode mascarar o efeito somente da variável do capital do giro, podendo causar problemas ao modelo econométrico de variáveis omitidas.

Quadro 1 - Resumo, definição, sinal esperado das variáveis e os estudos base

Variável	Sigla	Definição	Sinal Esperado	Estudo Base
<u>Variável Dependente</u>				
Excesso de Retorno	EXR	$EXR_{it} = \Pi_{m=1}^T (1 + R_{i,m}) - \Pi_{m=1}^T (1 + R_{p,m})$		(Barber & Lyon, 1997) Aktas, Croci, & Petmezas (2015)
<u>Variável Independente</u>				
Excesso de Capital de Giro	EXCG	Capital de Giro / Vendas – índice médio ajustado da indústria (mediana de CG/vendas de todas as Firms do setor do ano.)	(-)	Aktas, Croci, & Petmezas (2015)
<u>Variáveis de Controle</u>				
Importação	IMP	Valor da conta de importações / total de compras	(+)	(a)
Dummy Dificuldade Financeira	DFIN	1) Dificuldade em cobrir despesas de juros (Receita Operacional antes da depreciação/despesas com juros) 2) Se a empresa está super alavancada ; 0 para não e 1 para sim	(-)	Aktas, Croci, & Petmezas (2015)
Fluxo de Caixa	FCX	Ebit+depreciação /ativo fixo	(-)	(Hill, Kelly, & Highfield, 2010)
Crescimento de Vendas	CRE	$(Vendas_t - Vendas_{t-1}) / Vendas_{t-1}$	(+)	(Hill, Kelly, & Highfield, 2010)
Volatividade de Vendas	VOL	Desvio padrão dos cinco anos passados / ativo total	(+)	(Hill, Kelly, & Highfield, 2010)
Crescimento Ativo Fixo	CAF	Taxa de crescimento anual do ativo fixo defasado por um ano t-1; ativo fixo t-1 – ativo fixo t-2/ ativo fixo t-2	(-)	(Cooper, Gulen, & Schill, 2008)
Idade	IDA	Log da Idade da Organização	(-)	(Damodaran, 2012)
Valor de Mercado	VMA	Log da variável calculada: Preço da ação (no final do período) X Ações (preferenciais e ordinárias)	(-)	Aktas, Croci, & Petmezas (2015)
Alavancagem	ALA	Passivo Circulante + Passivo não Circulante / ativo total	(-)	Coles et al. (2008)

Ativos Intangíveis	INT	Total de ativos intangíveis / Ativos Totais	(+)	Coles et al. (2008)
Reserva de Caixa	CASH	Caixa e Equivalente de Caixa / Ativo Total	(+)	Aktas, Croci, & Petmezas (2015) (Augusto, Forti, Peixoto, & Freitas, 2011)

Fonte: Elaborado pelo autor

Teste VIF (variance inflation fator ou fator de inflação da variância) foi realizado para verificar problemas de multicolinearidade entre as variáveis, de acordo com (Gujarati & Porter, 2011) um vif acima de 10 é um indicativo de multicolinearidade.

Teste de Breusch Pagan, Chow e Hausman foram realizados para definir qual o melhor modelo para rodar cada regressão, Pooled, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios.

4 Análise dos Resultados

Nesta seção, primeiramente, será apresentado a análise descritiva e a matriz de correlação das variáveis numéricas do estudo. Em seguida, são expostos e discutidos os resultados obtidos por meio da aplicação das regressões.

4.1 Análise descritiva e matriz de correlação

A Tabela 1 a seguir demonstra as médias, desvios-padrão e valores mínimos e máximos das variáveis do presente artigo. São apresentadas as variáveis com e sem o tratamento dos outliers pela técnica de winsorização, sendo que o valor a ser utilizado para winsorização foi de 0,001 seguindo os autores (Aktas et al., 2015) os quais são base para o presente artigo, preservando desta forma 99% da amostra obtida e permitindo a comparabilidade entre os resultados obtidos nos dois artigos.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das variáveis do estudo

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max	Variáveis Winsorizadas	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
EXR	2063	-8,822	101,290	-2750,51	1179,415	EXR	2063	-8,233	75,562	-1019,93	689,602
EXCG	3880	1,201	88,883	-2143,19	4717,26	EXCG	3880	0,329	18,887	-448,245	251,755
IMP	3390	0,0478	0,154	-0,042	1	IMP	3390	0,048	0,154	-0,002	1
FCX	4084	-2,000	103,974	-6512,78	1046,833	FCX	4084	-0,487	5,390	-97	2,505
CRE	3591	55,205	2474,948	-3,902	144129,1	CRE	3591	7,279	136,114	-2,217	3628,03
VOL	4798	649984	2408158	0	49500000	VOL	4361	0,572	9,104	0	244,913
CAF	4184	7418,52	465944	-1	30100000	CAF	4184	152,933	3094,284	-0,999	84162
IDA	5246	8,527	0,835	2,565	9,366	IDA	5246	8,527	0,834	2,773	9,366
VMA	2578	13,650	2,280	6,480	19,756	VMA	2578	13,651	2,279	6,910	19,628
ALA	4526	5,714	115,220	0	5501	ALA	4526	3,949	55,060	0	1608,24
INT	4085	0,161	0,251	0	0,999	INT	4085	0,161	0,251	0	0,980
CASH	4526	0,094	0,192	-0,0001	1	CASH	4526	0,094	0,192	0	1

Nota Variáveis: EXR - Excesso de Retorno; EXCG - Excesso do Capital de Giro; IMP - Importação; FCX - Fluxo de caixa; CRE - Crescimento de Vendas; VOL - Volatilidade de Vendas; CAF- Crescimento do Ativo Fixo; IDA - Idade; VMA - Valor de Mercado; ALA - Alavancagem; INT - Ativos Intangíveis; CASH - Reserva de Caixa. **Variáveis Winsorizadas a 0,001 seguindo o artigo base**

Em seguida, a Tabela 2 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis a serem utilizadas nos modelos econométricos. Pode ser evidenciado que não há grande correlação entre as variáveis, o que demonstra uma tendência a não haver problemas de multicolinearidade.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis

	EXR	EXCG	IMP	FCX	CRE	VOL	CAF	IDA	VMA	ALA	INT	CASH
EXR	1											
EXCG	-0,007	1										
IMP	-0,037	-0,022	1									
FCX	0,018	0,083*	0,032	1								
CRE	0,013	-0,002	0,008	0,003	1							
VOL	0,002	-0,005	-0,014	-0,005	-0,002	1						
CAF	0,002	0,074*	-0,013	-0,011	-0,002	-0,003	1					
IDA	0,090*	0,040*	0,009	0,095*	-0,027	-0,014	-0,016	1				
VMA	-0,004	-0,047*	0,044	0,065*	0,034	-0,025	0,015	-0,202*	1			
ALA	0,003	-0,003	-0,018	-0,252*	-0,003	0,014	-0,001	0,041*	-0,152*	1		
INT	-0,020	-0,016	-0,047*	0,078*	0,021	-0,024	0,001	-0,230*	0,345*	-0,034*	1	
CASH	-0,098*	0,017	-0,030	-0,310*	-0,032	0,124*	0,009	-0,070*	0,160*	0,063*	-0,138*	1

Nota Variáveis: EXR - Excesso de Retorno; EXCG - Excesso do Capital de Giro; IMP – Importação; FCX - Fluxo de caixa; CRE - Crescimento de Vendas; VOL - Volatilidade de Vendas; CAF- Crescimento do Ativo Fixo; IDA - Idade; VMA - Valor de Mercado; ALA - Alavancagem; INT - Ativos Intangíveis; CASH - Reserva de Caixa.

4.2 Resultados e Discussões das Regressões

A Tabela 3 abaixo, demonstra os resultados dos modelos dois, três e quatro das regressões de dados em painel. Traz também as informações dos testes de VIF realizados para verificação de multicolinearidade nos três modelos. Além dos p-valores dos testes de Breusch e Pagan que testam a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*, teste de Chow para verificar entre *pooled* e efeitos fixos e finalmente o teste de Hausman para verificar a adequação entre efeitos aleatórios e efeitos fixos, por meio dos testes o efeito fixo se demonstrou o mais adequado para os três modelos.

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

VARIÁVEIS	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4
	EXR	EXR	EXR
EXCG	-0,412		
EXCGp		-0,577**	-0,604*
EXCGn		0,455	0,68
EXCGp#IMP			21,11
EXCGn#IMP			-126,9*
IMP	-19,22	-19,12	-38,45
FCX	9,576	11,3	17,37
CRE	0,162	0,147	0,198
VOL	-1,547	-1,239	-1,933
CAF	0,000105	0,000118	0,00012
IDA	4,986	5,312	6,261
VMA	-10,21	-10,91	-11,54
ALA	-16,73	-13,67	-11,57
INT	-89,76	-86,89	-90,04
CASH	-99,91	-102	-104,5

DFIN	38,29	44,56	45,45
VIF	1,92	1,90	1,85
TESTE DE BREUSCH-PAGAN	0,059	0,062	0,0651
TESTE DE CHOW	0	0	0
TESTE DE HAUSMAN	0,001	0,0007	0,0001
MODELO ESCOLHIDO	Efeito Fixo	Efeito Fixo	Efeito Fixo
_cons	148,2	154	153,9
N	1165	1165	1165

Nota: Asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis defasadas a t-1 (exceto EXR) e winsorizadas a 0.001:** EXR - Excesso de Retorno; EXCG - Excesso do Capital de Giro; EXCGp - Excesso do Capital de Giro Positivo; EXCGn - Excesso do Capital de Giro Negativo; IMP – Importação; FCX - Fluxo de caixa; CRE - Crescimento de Vendas; VOL - Volatilidade de Vendas; CAF- Crescimento do Ativo Fixo; IDA - Idade; VMA - Valor de Mercado; ALA - Alavancagem; INT - Ativos Intangíveis; CASH - Reserva de Caixa.

No modelo (2) foi analisado se o simples Excesso do capital de Giro provocaria um aumento ou diminuição no Excesso de Retorno das Ações, além da inserção da variável importação afim de testar se a sua variação também provocaria um Excesso de Retorno das Ações, aumentando desta forma a riqueza dos acionistas. Apesar de não trazer nenhuma significância nos resultados, a variável EXCG veio com o sinal negativo demonstrando que o excesso do capital do giro reduz o excesso dos retornos das ações e a consequente riqueza dos acionistas e a do modelo (2), a variável importação também apresentou não significância e sinal negativo inferindo que quanto mais importadora for uma organização, menos excesso de retorno da ação os acionistas terão.

Como o Excesso do Capital de Giro pode ser tanto negativo como positivo (Aktas et al., 2015), o modelo (3) permite a separação do efeito tanto do Excesso do Capital de Giro positivo quanto do negativo na variável dependente EXR (Excesso do Retorno) para melhor análise. O modelo (3) trouxe como significância a 5% e com o sinal negativo a variável independente EXCGp (Excesso do Capital de Giro Positivo), corroborando com o achado pelos autores (Aktas et al., 2015).

O resultado com significância a 5% e com sinal negativo da variável EXCGp, demonstra que os gestores para conseguirem um excesso do retorno das ações, necessitam no período anterior reduzir os seus níveis de excesso do capital de giro, para que no período posterior estes excessos de retornos nas ações possam aparecer (Aktas et al., 2015).

Assim como no modelo anterior a variável IMP não trouxe significância, mas seu sinal negativo permaneceu, nos levando a inferência que quanto mais importadoras as organizações, menos retornos nas ações elas terão.

No modelo (4) foi realizado a interação da variável EXCGp com IMP e EXCGn com IMP, para se tentar comprovar por meio de significância estatística os impactos que a importação possui sobre o excesso do retorno das ações. Como resultado o modelo (4) trouxe como significância estatística a 10% com sinal negativo a variável EXCG e a interação entre EXCGn com IMP.

A significância estatística da variável EXCGp no modelo (4) corrobora também com os achados dos autores (Aktas et al., 2015) assim como o modelo (3). O sinal negativo com significância na interação EXCGn com IMP demonstra que se as organizações que possuem Excesso de capital de giro negativo, aumentarem suas importações, terão seus retornos de ações reduzidos e também demonstra que para empresas que realizam importações e que reduzem seus níveis de capital de giro, aumentando cada vez mais seus excessos de capital de giro negativo os retornos das ações também são reduzidos.

5 Considerações Finais

O objetivo do presente estudo e que norteou o seu desenvolvimento foi analisar se organizações brasileiras podem sofrer impacto na geração de valor para os acionistas em virtude das importações e do excesso de capital de giro.

Desta forma, perseguindo o objetivo proposto foi tomado como base o modelo econométrico dos autores Aktas et al. (2015), no qual os autores analisaram se o excesso do capital de giro influencia na geração do excesso do retorno da ação em organizações norte – americanas no período de 1982 a 2011, inserindo ao modelo do artigo base a variável de teste IMP (Importação).

Os resultados alcançados por meio das três regressões, demonstram que primeiro, o Excesso do Capital de Giro positivo possui relação negativa e significativa com o Excesso do Retorno da Ação corroborando com o artigo base e constatando que empresas norte – americanas e brasileiras neste aspecto possuem comportamentos similares. Confirmando desta forma a hipótese 1b que o excesso do capital de giro impacta negativamente sobre a geração de valor para os acionistas rejeitando a hipótese 0b.

E em segundo lugar, as importações afetam também negativamente a geração de riqueza para os acionistas, constatado na interação EXCGn com IMP, confirmando desta forma a hipótese 0a na qual empresas importadoras impactam negativamente a geração de valor para os acionistas, refutando a hipótese 1a.

Para a gestão o artigo traz contribuições relevantes para a forma como gerir o capital de giro e as decisões acerca das importações, os resultados demonstram com relação ao capital de giro que nem o excesso positivo e nem o excesso negativo são benéficos para a riqueza dos acionistas, tendo que ser procurado um ponto ótimo afim de maximizar o retorno das ações e consequente riqueza dos acionistas. Com relação a importação, por meio do resultado apresentado na interação EXCGn com IMP demonstra que organizações que possuem excesso de capital de giro negativo devem procurar reduzir seus níveis de importações para aumentar o retorno das ações e a consequente riqueza dos acionistas.

Como limitação, deve ser destacado a existência somente da variável importação no banco de dados da Economatica a partir de 2009, limitando desta forma o período de abrangência da análise.

Para estudos futuros, sugere-se que seja investigado e buscado a existência de um ponto ótimo do capital de giro para as organizações e se é possível falar em ponto ótimo também para as importações.

6 Referências

- AKTAS, N., CROCI, E., & PETMEZAS, D. Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. **Journal of Corporate Finance**, 30(1), 98–113, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
- AUGUSTO, C., FORTI, B., PEIXOTO, F. M., & FREITAS, K. S. Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro * retention of cash, operational performance and value: a study in the brazilian capital market, 5, 20–33, 2011.
- BARBER, B. M., & LYON, J. D. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. **Journal of Financial Economics**, 43(3), 341–372, 1997. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)

- BATES, T. W., & KAHLE, K. M. Why Do U . S . Firms Hold So Much More Cash than They Used To ?, *LXIV*(5), 1985–2021, 2009.
- BAUMANN, R., RIVERO, J., & ZAVATTIERO, Y. As Tarifas de Importação no Plano Real, *27*(3), 541–586, 1997.
- BRAGA, H. C., & WILLMORE, L. N. As importações e o esforço tecnológico: uma análise de seus determinantes em empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, *44*(2), 131–155, 1990.
- BORÓN, A. Os novos Leviatãs e a polis democrática: neoliberalismo, decomposição estatal e a decadência da democracia na América Latina. In: SADER, E.; GENTILI, P. (Orgs.). PósNeoliberalismo II: que Estado para que Democracia? Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 7-67, 1999.
- CAPITANI, D. H. D., MIRANDA, S. H. G. DE, & FILHO, J. G. M. Determinantes da Demanda Brasileira por Importação de Arroz do Mercosul. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, *49*(3), 545–572, 2011. <https://doi.org/10.1590/S0103-20032014000100010>
- COLES, J. L., DANIEL, N. D., & NAVEEN, L. Boards: Does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, *87*(2), 329–356, 2008. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- COOPER, M. J., GULEN, H., & SCHILL, M. J. Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns, *LXIII*(4), 2008.
- COSTA, R. B. L. DA, MACEDO, A. C. M. DE, CÂMARA, S. F., & BATISTA, P. C. De S. A Influência da Gestão do Capital de Giro no Desempenho Financeiro de Empresas Listadas na BM&FBovespa (2001 - 2010). **R C & C Revista de Contabilidade e Controladoria**, *5*(1), 65–81, 2013.
- COUTINHO, E. S., LANA-PEIXOTO, F. D. V., RIBEIRO FILHO, P. Z., & AMARAL, H. F. De smith a porter: um ensaio sobre as teorias de comércio exterior. **Revista de Gestão USP**, *12*(4), 101–113, 2005.
- DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd edition. Wiley Finance*, 2012.
- DELOOF, M. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? **Journal of Business Finance and Accounting**, *30*(3–4), 573–587, 2003. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- ENQVIST, J., GRAHAM, M., & NIKKINEN, J. 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, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005>
- GUJARATI, D., & PORTER, D. *Econometria Básica*, 2011.
- HILL, M. D., KELLY, G. W., & HIGHFIELD, M. J. Net Operating Working Capital Behavior: A First Look. **Financial Management**, *39*(2), 783–805, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01092.x>
- KIESCHNICK, R., LAPLANTE, M., & MOUSSAWI, R. Working Capital Management and Shareholders ' Wealth, 1827–1852, 2013. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs043>
- KOTHA, S., & NAIR, A. Strategy and Environment as Determinants of Performance : Evidence from the Japanese Machine Tool Industry, *16*(7), 497–518, 1995.
- KUME, H., PIANI, G., & SOUZA, C. F. B. de. A Política Brasileira De Importação No

Período 1987-1998 : Descrição E Avaliação, 9–38, 1998.

LAZARIDIS, I., & TRYFONIDIS, D. “ The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange ”. **Journal of Financial Management and Analysis**, 30(76), 1–12, 2006.

LEESON, J. CONCEPT OF WORKING CAPITAL, (Abril 2016), 3–9, 2017

MARTINS, E., MIRANDA, G. J., & DINIZ, J. A. **Análise Didática das Demonstrações Contábeis.pdf**, 2014.

MONTEIRO, A. A. S. Fluxos de Caixa e Capital de Giro – Uma adaptação do Modelo de Fleuriet. **Pensar Contábil**, 27–33, 2003.

MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13, 187–221, 1984.

PALOMBINI, N. V. N., & NAKAMURA, W. T. KEY FACTORS IN WORKING CAPITAL MANAGEMENT IN THE. **Revista de Administração de Empresas**, 52(1), 55–69, 2012.

ROCHA, T. A. R. DA, SOUSA, A. F. DE, & LUPORINI, C. E. de M. RELAÇÃO ENTRE INDICADORES DE CAPITAL DE GIRO E LUCRATIVIDADE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA. **XIV SEMEAD - Seminários em Administração**. São Paulo, 2011.

SANTOS, D. F. DOS, & BARROS, G. S. De C. IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS DE LEITE: IMPACTOS MICRO E MACROECONÔMICOS. **Economia Aplicada**, 10(4), 541–559, 2006

SEGALIS, G., FRANÇA, R. DE, & ATSUMI, S. Y. K. **Fundamentos de exportação e importação no Brasil**, 2012

SHIN, H.-H., & SOENEN, L. Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. **Financial Practice & Education**, 8(2), 37–45, 1998.

STOCKLY, A., GUERREIRO, E., & RAIHER, A. P. Exportações e importações do agronegócio brasileiro e seus determinantes no período 1995-2009. **Economia & Tecnologia**, 24(7), 53–60, 2011.