

---

# ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO: UM ESTUDO SOBRE OS FATORES QUE INFLUENCIAM NA CRIAÇÃO DE VALOR PARA A EMPRESA

Helen Cristina Steffen<sup>1</sup>  
Francisco Antônio Mesquita Zanini<sup>2</sup>  
Clóvis Antônio Kronbauer<sup>3</sup>  
Ernani Ott<sup>4</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 12/08/2011 ▪▪ Artigo aceito em: 11/07/2014 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 28/01/2015

## RESUMO

Neste artigo são examinados os efeitos da relação entre a administração do capital de giro e a criação de valor para a empresa. Foram estudadas empresas não-financeiras listadas na BM&F Bovespa no período de 1990 a 2008, adotando-se modelos propostos por Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009). Foram verificados os efeitos do caixa, do EBITDA, dos juros e dividendos pagos, das despesas financeiras, do nível de alavancagem, do ativo líquido, da dívida líquida, das despesas com vendas e do investimento em capital de giro líquido operacional sobre os retornos excessivos obtidos pela empresa. Os principais resultados do estudo indicam: (1) cada Real (R\$) adicional aplicado em caixa aumenta o valor da empresa; (2) cada Real (R\$) adicional no nível de alavancagem reduz o valor da empresa; (3) o aumento da dívida líquida reduz o valor da empresa; (4) o investimento em capital de giro líquido operacional por meio de dívida reduz o valor da empresa; (5) cada Real (R\$) adicional em pagamento de juros aumenta o valor da empresa, evidenciando o benefício fiscal da dívida; e (6) existe o efeito da restrição financeira para empresas menores em relação a empresas maiores.

**Palavras-chave:** Capital de giro operacional líquido. Valor da empresa. Financiamento. Restrição financeira. Benefício da dívida.

---

<sup>1</sup> Graduada em Ciências Contábeis pela UNISINOS. Aluna de Mestrado em Ciências Contábeis – UNISINOS. Endereço: Av. Unisinos, 950 – Bairro Cristo Rei – São Leopoldo/RS – CEP: 93000-200. E-mail: [hcsteffen@unisinos.br](mailto:hcsteffen@unisinos.br). Telefone: 55 (51) 3591-1149.

<sup>2</sup> Doutor em Contabilidad y Organización de Empresas pela Universidad Autónoma de Madrid. Professor da UNISINOS. Endereço: Av. Unisinos, 950 – Bairro Cristo Rei – São Leopoldo/RS – CEP 93000-200. E-mail: [fzanini@unisinos.br](mailto:fzanini@unisinos.br). Telefone: 55 (51) 3591-1149.

<sup>3</sup> Doutor em Ciências Contábeis – UNISINOS. Professor da UNISINOS. Endereço: Av. Unisinos, 950 – Bairro Cristo Rei – São Leopoldo/RS – CEP: 93000-200. E-mail: [clovisk@unisinos.br](mailto:clovisk@unisinos.br). Telefone: 55 (51) 3591-1149.

<sup>4</sup> Doutor em Ciências Contábeis – UNISINOS. Professor da UNISINOS. Endereço: Av. Unisinos, 950 – Bairro Cristo Rei – São Leopoldo/RS – CEP: 93000-200. E-mail: [Ernani@unisinos.br](mailto:Ernani@unisinos.br). Telefone: 55 (51) 3591-1149.

## WORKING CAPITAL: A STUDY ON THE FACTORS THAT INFLUENCE IN THE CREATION OF VALUE FOR THE COMPANY

### ABSTRACT

This paper examined the effects of relationship between working capital management and value creation for the company. We studied no-financial firms listed on BM&FBOVESPA in the period 1990 to 2008, adopting the models proposed by Kieschnick, LaPlante and Moussawi (2009). We checked the effects of cash, EBITDA, interest and dividends paid, interest expense, the level of leverage, the net assets, net debt, selling expenses and investment in operation working capital on the excess returns obtained by the company. The main results of the study indicate: (1) each Real (R\$) applied to further increase the cash value of the company; (2) each Real (R\$) additional leverage reduces the value of the company; (3) net debt reduces the value of the company; (4) investment in operating working capital through debt reduces the value of the value of the company; (5) each Real (R\$) in a additional interest payments increases the value of the company, demonstrating the benefit of the tax debt; and (6) there is the effect of financial constraints for smaller firms compared to larger companies.

**Keywords:** Net working capital. Value of firms. Financial. Financial constraint. The benefit of debt.

### 1 INTRODUÇÃO

Quais fatores influenciam na criação de valor para uma empresa? A resposta para esta pergunta mobiliza milhares de pesquisadores e analistas do mercado de capitais ao redor do globo. Múltiplas abordagens são utilizadas, desde modelos que incorporam medidas de risco sistemático dos ativos, passando pela relação Valor de Mercado/Valor Contábil, nível de dívida, tamanho da empresa etc. Este artigo é mais um trabalho neste sentido, que incorpora uma medida de administração do capital de giro da empresa e a criação de valor daí advinda.

Faulkender e Wang (2006) examinaram os efeitos da política de financiamento da empresa e o valor do caixa, por exemplo, para testar como a empresa pode aumentar seu valor dependendo de como aplica o valor que possui em caixa. Esse valor pode aumentar ou diminuir, medido por meio da variação dos retornos ao longo de um ano, dependendo das políticas adotadas. Os autores encontraram evidências de que fatores como alavancagem, acesso ao mercado de capitais, e escolha de distribuição de dividendos ao invés de recompra de ações acabam reduzindo o valor da empresa quando os recursos são mantidos em caixa.

Este é apenas um exemplo de estudo que visa estabelecer essa relação entre fatores que podem influenciar os retornos obtidos pela empresa. Apesar de uma boa administração do capital de giro de uma empresa ser considerada como um fator importante na criação de valor de uma organização, poucos

estudos abordam essa relação. Fatores que tentam mostrar as vantagens de uma boa gestão do capital do giro, como a maior competitividade, por exemplo, foram testados por Ruback e Sesia (2000). Mas, segundo Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009), não existiam estudos que relacionassem a administração do capital de giro com a criação de valor para a empresa, e por isso a motivação para este estudo.

Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009) examinaram a relação entre a administração do capital de giro líquido operacional com a criação de valor para a empresa, relação até então pouco vista na literatura. Os autores não só testaram os efeitos do fator relacionado à administração do capital líquido operacional no retorno da empresa em relação ao *benchmark*, como ainda verificaram como a forma de financiamento adotada pela empresa e o acesso da mesma ao mercado de capitais influencia nessa relação.

O estudo de Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009) é a base deste artigo, tendo-se aplicado no mercado brasileiro o mesmo modelo desses autores para averiguar os efeitos dessa relação nas empresas brasileiras. O objetivo deste artigo foi analisar a influência da gestão do capital de giro líquido operacional sobre a criação de valor excessivo para as empresas brasileiras, e ainda investigar se no mercado brasileiro os fatores que influenciam no retorno das empresas estão relacionados àqueles testados pelos autores norte-americanos. O modelo aplicado na pesquisa aqui no Brasil foi o mesmo do estudo original, apenas considerando um período um pouco maior do que os autores (de 1990 a 2008, e os autores norte-americanos de 1990 a 2004), visto que no Brasil há menor volume de dados referentes a empresas listadas na bolsa de valores do que nos Estados Unidos, e por isso um período maior aumenta nossa quantidade de dados para testar o modelo.

Usando dados de 1990 a 2008 de empresas não-financeiras listadas na BM&F Bovespa, este artigo mostra como o retorno das empresas é associado a diferentes fatores, e entre eles, o efeito da administração do capital de giro líquido operacional da empresa. Os resultados apontaram para efeitos positivos na aplicação de recursos em caixa, em relação ao pagamento de juros e em relação ao aumento do EBITDA. Efeitos negativos foram observados em relação ao aumento no nível de alavancagem da empresa, em relação ao aumento da dívida líquida e em relação à forma de financiamento do capital de giro líquido operacional da empresa. Os resultados ainda evidenciaram o efeito da restrição financeira em empresas menores. Todos os resultados foram comparados com aqueles obtidos por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) no mercado norte-americano.

O artigo está estruturado em cinco seções. Na seção 2, são apresentadas as teorias e estudos empíricos relacionados ao tema estudado e que fundamentam o presente artigo. Na seção 3 é detalhada a metodologia, os modelos testados e os dados do estudo. Na seção 4, são mostrados os resultados, e a comparação entre o que foi encontrado no Brasil com os resultados encontrados por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009). E na seção 5, são apresentadas as considerações finais sobre o estudo e suas contribuições.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Apesar dos executivos financeiros das firmas considerarem que a administração do capital de giro é importante para determinar o valor da firma, há poucos estudos que comprovam isso. São escassos os estudos no conceito integrado da administração do capital de giro e os retornos obtidos pela empresa.

O primeiro que integrou o conceito de administração de capital de giro foi Gitman (1974), com o ciclo de conversão de caixa – tempo entre o dispêndio na compra de matérias-primas e a venda dos produtos prontos – que tem sido considerada como a medida de desempenho da administração de capital de giro. O ciclo de conversão do caixa não é a administração do caixa, mas sim a administração do capital de giro líquido operacional da firma. Ele concentra na administração de recebíveis, de estoques e de utilização do crédito comercial, ou seja, a administração do capital de giro líquido operacional. Este conceito é definido por Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009) como sendo o resultado da conta clientes mais os estoques e menos os fornecedores.

Os autores focam no conceito de capital de giro líquido operacional por ser ele consistente com outros estudos sobre administração de capital de giro. Schiff e Lieber (1974), Sartoris e Hill (1983) e Kim e Chung (1990) examinaram em como a administração conjunta de recebíveis, pagamentos e estoques da firma influenciam no seu valor. Estes estudos mostram como cada um desses componentes influencia no outro, como por exemplo, a política de crédito da empresa influencia nas suas vendas e assim tanto o giro dos estoques como seu uso como crédito comercial.

Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) ao realizar seu estudo se basearam no modelo aplicado por Faulkender e Wang (2006), que analisaram a política financeira e o valor do caixa da empresa, para assim determinar a relação entre o valor marginal do caixa e as políticas de caixa das empresas. Usando metodologia semelhante, Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009) aplicaram esse modelo em empresas não-financeiras dos Estados Unidos no período de 1990 a 2004, com o propósito de medir o quanto cada dólar mantido em caixa aumenta ou reduz o valor da empresa.

Considerando o financiamento de uma empresa, ou seja, a sua estrutura de capital, vários autores têm discutido em finanças os benefícios do uso de dívida por uma empresa. Modigliani e Miller (1958 e 1963), MacKie-Mason (1990), Graham (1996), Shyam-Sunder e Myers (1998), e Fama e French (1998) que já vinham discutindo esse assunto há mais tempo. Um importante estudo sobre o benefício da dívida é apresentado por Graham (2000), onde ele evidencia alguns pontos sobre a dívida: (1) o benefício da dívida pode chegar a 9,7% do valor de uma empresa; (2) empresas maiores, mais lucrativas, líquidas e estáveis tendem a contrair menos por dívidas para financiar suas atividades; (3) é preciso que o benefício da dívida seja grande o bastante para compensar perdas em classificações de *rating*, risco de falência, etc. Por outro lado, aumento de dívida pode colocar a empresa em situações complicadas caso a dívida não seja bem administrada, como discutem Myers (1993); Sharpe e Nguyen (1995) e Andrade e Kaplan (1998) citando alguns aspectos negativos da dívida: custo de

falência, assimetria de informações do mercado, problema de agência, entre outros, que podem reduzir os possíveis benefícios da dívida.

Sobre a administração do capital de giro, Shin e Soenen (1998), e Deloof (2003) mostram que a rentabilidade da empresa, medida tanto pelo retorno sobre os ativos como pelo retorno sobre o patrimônio líquido, melhora na medida em que esta melhora sua gestão do capital de giro. Segundo outros estudos citados por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), com menor investimento em capital de giro operacional líquido, as firmas aumentam a rentabilidade e maximizam seu valor, mas essa afirmação não é necessariamente válida.

A administração do capital de giro líquido operacional e os custos financeiros são tratados por alguns estudos que relacionam a gestão do capital de giro e a rentabilidade da empresa. Um exemplo interessante que Shin e Soene (1998) trazem sobre os custos e a administração do capital de giro é a comparação entre Wal-Mart e Kmart. Ambos tinham estruturas semelhantes, mas a Kmart possuía uma reversão de ciclo de caixa de 61 dias, enquanto na Wal-Mart este era de 40 dias. Esta situação levou a Kmart a ter um custo anual de US\$ 198.3 milhões de dólares em despesas financeiras, o que quase a levou à falência pela falta de administração eficiente do capital de giro.

A relação implícita entre o investimento em capital de giro operacional líquido e o financiamento levanta a questão sobre como o financiamento influencia a avaliação dos investimentos em capital operacional líquido. Estudos recentes têm levantado a questão de como os efeitos de financiamento, se existem, são influenciados pelo acesso da firma ao mercado de capitais (FAZZARI; PETERSEN, 1993).

Outras análises em relação ao estudo do capital de giro são feitas por Silva (2009), onde o autor relaciona o estudo do capital de giro a partir do retorno sobre o ciclo financeiro das empresas. A medida de retorno sobre o ciclo financeiro, de acordo com o autor, complementa os tradicionais modelos de análise de liquidez utilizados pelas empresas, pois podem auxiliar as empresas a adotarem melhores práticas para tomada de decisão em relação a estoques, compras, caixa, valores a receber e margem. O balanceamento adequado dessas variáveis, juntamente com a mensuração adequada do custo de oportunidade esperado, pode ajudar a empresa a otimizar a gestão do capital de giro.

Carvalho e Schiozer (2012), em uma *survey* com 447 micros e pequenas empresas de Minas Gerais e São Paulo, identificaram diferentes estilos de gestão de capital de giro, que segundo os autores podem ser explicados por aspectos como idade, tamanho e lucratividade. Comparando com estudo semelhante realizado no Reino Unido por Howorth e Westhead (2003), os autores encontraram evidências distintas para as empresas brasileiras que responderam a pesquisa, entre as quais revisão com mais frequência das rotinas de gestão de capital de giro, e menor oferta de crédito comercial por parte das empresas, fatores que podem ser explicados pelo custo maior de financiamento bancários para as empresas brasileiras.

Silva *et al* (2012) realizaram uma comparação entre o nível informacional nas análises do capital de giro pelo método tradicional e pelo método avançado do modelo Fleuriet. A pesquisa foi realizada com os dados de 15 empresas do setor do comércio listadas em bolsa de valores do período de 1999 a 2008, onde os autores buscaram pelas informações necessárias nos Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultados do Exercício. Os autores encontraram evidências que a utilização dos indicadores tradicionais pode ter o mesmo nível informacional em relação aos indicadores da análise dinâmica propostos por Fleuriet.

De forma geral, as pesquisas sobre administração de capital de giro sugerem que: (i) é preciso considerar a gestão dos recebíveis, pagáveis e estoques conjuntamente; (ii) a ligação entre a administração do capital de giro operacional líquido e o valor da firma pode diferir da ligação entre administração do capital de giro operacional líquido e a rentabilidade da firma por causa do efeito da gestão do capital de giro em vendas futuras; (iii) a forma como o capital de giro operacional líquido é financiado influencia significativamente os efeitos de sua avaliação.

## 2.1 Modelo de Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009)

No estudo de Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009), os autores buscaram evidenciar a relação entre a administração do capital de giro líquido operacional com a criação de valor para a empresa. Além disso, os autores verificaram como o tipo de financiamento adotado pela empresa e o seu acesso ao mercado de capitais poderia influenciar nessa relação.

A amostra da pesquisa nos Estados Unidos compreendeu o período de 1990 a 2004 com empresas de capital aberto, exceto as companhias do setor financeiro. Para examinar os efeitos de valorização do investimento em capital de giro operacional líquido, os autores utilizaram como base o modelo de Faulkender e Wang (2006), tendo em vista que o modelo proposto fornece evidências de que o retorno excessivo é uma boa medida de criação de valor pelas empresas. O modelo proposto por Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009) é o que segue:

$$r_t - R^B_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta C(t) + \beta_2 C(t-1) + \beta_3 \Delta E(t) + \beta_4 \Delta NA(t) + \beta_5 \Delta RD(t) + \beta_6 \Delta I(t) + \beta_7 D(t) + \beta_8 L(t) + \beta_9 \Delta NF(t) + \varepsilon_t.$$

Onde:

$r_t - R^B_t$  = retorno excessivo das ações (retorno das ações durante o ano menos o retorno do *benchmark*)

C = disponibilidades

E = LAJIR\* (Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda)

NA = ativo líquido

RD = despesas com pesquisa e desenvolvimento\*

I = despesas financeiras

D = dividendos

L = alavancagem (dívida líquida total dividida pelo valor de mercado da firma no ano)

NF = dívida líquida (dívida financeira total menos disponibilidades (caixa e aplicações financeiras de curto prazo))

Para concentrar no efeito do investimento em capital de giro operacional líquido, os autores derivaram o modelo anterior para o seguinte, incluindo as variáveis NWC(t-1) e NWC(t) na equação:

$$r_t - R^B_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta C(t) + \beta_2 C(t-1) + \beta_3 \Delta E(t) + \beta_4 \Delta NNA(t) + \beta_5 \Delta RD(t) + \beta_6 \Delta I(t) + \beta_7 \Delta D(t) + \beta_8 L(t) + \beta_9 NF(t) + NWC_{t-1} + \Delta NWC_t + \varepsilon_t$$

Onde:

NNA = total do ativo menos as disponibilidades e menos o capital de giro líquido operacional

NWC = capital de giro líquido operacional (clientes mais estoques menos fornecedores)

Os autores encontraram evidências de que: (1) cada dólar investido em capital líquido operacional vale menos do que um dólar mantido em caixa; (2) cada dólar adicional investido em capital líquido operacional reduz significativamente o valor da firma; (3) a evidência de que um dólar investido em capital líquido operacional vale menos que um dólar depende da forma de financiamento da empresa; e (4) empresas com maior acesso ao mercado de capitais não se deparam com essa redução de valor, principalmente aquelas que emitem os *commercial papers*. Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) evidenciaram não somente a importância da administração do capital de giro para criar valor para firma, mas ainda que o financiamento é um fator crítico determinante desses efeitos de valor.

### 3 METODOLOGIA - AMOSTRA E DADOS DA PESQUISA

Para responder à pergunta sobre os fatores que podem influenciar no aumento de valor para a empresa, aplicou-se neste estudo os mesmos modelos de Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), que por sua vez se basearam em Faulkender e Wang (2006). Os autores argumentam que o uso do retorno excessivo como medida de valor da empresa é mais adequado do que o uso do *market-to-book*, pois há efeitos de registros contábeis que podem afetar o valor de *market-to-book* e com isso a interpretação fica distorcida.

Logo, a variável dependente do estudo é o retorno excessivo, que é a diferença entre o retorno obtido pela empresa durante o ano e o valor do retorno do Ibovespa. O retorno obtido pela empresa foi considerado o seguinte: o valor de mercado da empresa no ano, menos o valor de mercado no ano anterior, dividido pelo valor de mercado do ano anterior. Deste valor, subtraiu-se o valor de retorno observado pelo Ibovespa, e assim tem-se o retorno excessivo obtido pela empresa durante o ano, que é a variável dependente do estudo. O Ibovespa é o Índice de Retorno da BM&F Bovespa, principal índice do mercado brasileiro, e usado como *benchmark* neste estudo. Esse *benchmark* é diferente

daquele usado pelos autores norte-americanos, que usaram portfólios baseados em Daniel e Titman (1997), mas como aqui no Brasil não temos a mesma medida para comparação, optou-se por usar o mais próximo possível do retorno de mercado brasileiro.

As variáveis independentes são aquelas que influenciam no retorno da empresa, e segundo Faulkender e Wang (2006) elas estão associadas às mudanças no caixa que podem afetar o valor da empresa. São elas: o caixa (disponibilidades), ativo líquido, dívida líquida, alavancagem, despesas financeiras, despesa com pesquisa e desenvolvimento, dividendos pagos, e LAJIR. Todas essas variáveis foram estudadas por outros autores como Fama e French (1993) que as associaram às mudanças no retorno das ações.

No estudo fez-se o cruzamento entre o retorno excessivo da empresa (aquele obtido pela diferença entre o retorno da empresa durante o ano e o retorno de um *benchmark*, neste caso utilizado o Ibovespa como referência) e as variáveis que podem afetar esse retorno, por meio de análise de correlação linear. Os resultados obtidos com essa regressão linear foram considerados significativos a 5%. A metodologia aplicada neste estudo é semelhante àquela utilizada por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), excetuando-se pequenas adaptações para a amostra de empresas brasileiras: como o número de observações no Brasil é menor do que no mercado norte-americano, foram selecionadas empresas não-financeiras listadas na BM&F Bovespa, do período de 1990 a 2008 (os autores norte-americanos utilizaram período de 1990 a 2004). Registre-se que a não inclusão de empresas financeiras é comum quando os trabalhos incluem fatores como alavancagem, dadas as características específicas deste segmento em termos de dívida.

Os modelos testados neste estudo são descritos a seguir:

$$r_{i,t} - R^{B_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C(t) + \beta_2 C(t-1) + \beta_3 \Delta E(t) + \beta_4 \Delta RD(t) + \beta_5 \Delta I(t) + \beta_6 \Delta D(t) + \beta_7 L(t) + \beta_8 NF(t) + \beta_9 \Delta NA(t) + \varepsilon_t. \quad (1)$$

$$r_{i,t} - R^{B_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C(t) + \beta_2 C(t-1) + \beta_3 \Delta E(t) + \beta_4 \Delta RD(t) + \beta_5 \Delta I(t) + \beta_6 \Delta D(t) + \beta_7 L(t) + \beta_8 NF(t) + \beta_9 \Delta NNA(t) + NWC_{t-1} + \Delta NWC_t + \varepsilon_t. \quad (2)$$

$$r_{i,t} - R^{B_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C(t) + \beta_2 C(t-1) + \beta_3 \Delta E(t) + \beta_4 \Delta RD(t) + \beta_5 \Delta I(t) + \beta_6 \Delta D(t) + \beta_7 L(t) + \beta_8 NF(t) + \beta_9 \Delta NNA(t) + NWC_{t-1} + \Delta NWC_t + NWC_{t-1} * \Delta NWC_t + \varepsilon_t. \quad (3)$$

$$r_{i,t} - R^{B_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C(t) + \beta_2 C(t-1) + \beta_3 \Delta E(t) + \beta_4 \Delta RD(t) + \beta_5 \Delta I(t) + \beta_6 \Delta D(t) + \beta_7 L(t) + \beta_8 NF(t) + \beta_9 \Delta NNA(t) + NWC_{t-1} + \Delta NWC_t + Lt * \Delta NWC_t + \varepsilon_t. \quad (4)$$

Onde:



$r_{i,t} - R_{i,t}^B$  = retorno excessivo das ações (retorno das ações durante o ano menos o retorno do Ibovespa)

C = disponibilidades

E = LAJIR\* (Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda)

RD = despesas com pesquisa e desenvolvimento\*

I = despesas financeiras

D = dividendos

L = alavancagem (dívida líquida total dividida pelo valor de mercado da firma no ano)

NF = dívida líquida (dívida financeira total menos disponibilidades (caixa e aplicações financeiras de curto prazo))

NA = ativo líquido

NNA = total do ativo menos as disponibilidades e menos o capital de giro líquido operacional

NWC = capital de giro líquido operacional (clientes mais estoques menos fornecedores)

Para reduzir o efeito do tamanho das empresas nas variáveis, todas foram padronizadas pelo seu valor de mercado, exceto a variável  $L(t)$ , pois já é um índice que mensura o grau de alavancagem da empresa. Os dados das demonstrações financeiras das empresas para a composição dos modelos propostos foram obtidos no banco de dados da consultoria Economática. Foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo, visto que os dados obtidos na regressão linear distorceriam os resultados.

As variáveis marcadas por (\*) foram substituídas por equivalentes no Brasil: os autores americanos usaram o LAJIR como medida de rentabilidade da empresa, mas como a ideia é justamente medir o valor criado pela empresa, considerou-se mais adequado o uso do EBITDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações) como medida de rentabilidade das empresas brasileiras, visto que se situa antes de resultados não-operacionais que podem interferir no resultado. E como não há informações divulgadas sobre despesas com pesquisa e desenvolvimento, esta foi substituída por despesas com vendas, que também equivalem a gastos incorridos para a venda do produto. Os modelos foram testados usando a variável RD (no caso do presente estudo substituída por Despesas com Vendas) e sem usar essa variável, e os resultados foram muito semelhantes. Por esse motivo, optou-se por manter a variável para que o modelo ficasse o mais próximo possível daquele testado por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009).

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Valor da Empresa e Fatores que o Influenciam

Para investigar os efeitos da relação entre a administração do capital de giro e o valor da empresa, e os fatores que podem influenciar na criação de valor pela empresa, foram testados os quatro modelos de Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), como discutido mais adiante. Os resultados estão na Tabela 1.

**Tabela 1 – Fatores que influenciam no valor da empresa**

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Brasil	EUA	Brasil	EUA	Brasil	EUA	Brasil	EUA
Constante	0,0695 (0,058)	-0,079 (0,00)	0,04625 (0,565)	-0,09 (0,00)	0,0752 (0,163)	-0,09 (0,00)	0,0129 (0,786)	-0,098 (0,00)
$\Delta C_t$	0,9412 (0,000)	1,297 (0,00)	0,8018 (0,000)	1,219 (0,00)	0,8215 (0,000)	1,223 (0,00)	0,7922 (0,000)	1,231 (0,00)
$\Delta E_t$	0,137 (0,001)	0,581 (0,00)	0,1948 (0,006)	0,498 (0,00)	0,2117 (0,003)	0,497 (0,00)	0,1925 (0,005)	0,503 (0,00)
$\Delta NA_t$	0,1223 (0,001)	0,198 (0,00)						
$\Delta NNA_t$			0,0159 (0,664)	0,174 (0,00)	0,2663 (0,995)	0,154 (0,00)	0,0178 (0,620)	0,17 (0,00)
$\Delta RD_t$	-0,1691 (0,435)	1,294 (0,00)	-0,0384 (0,906)	1,118 (0,00)	0,1242 (0,654)	1,034 (0,00)	0,0314 (0,915)	0,851 (0,00)
$\Delta I_t$	-0,022 (0,915)	-1,735 (0,00)	0,3374 (0,000)	-0,962 (0,00)	0,3349 (0,000)	-0,909 (0,00)	0,3576 (0,000)	-0,729 (0,00)
$\Delta D_t$	0,1757 (0,708)	0,227 (0,01)	0,2721 (0,598)	0,283 (0,01)	0,3026 (0,559)	0,283 (0,00)	0,2916 (0,565)	0,305 (0,00)
$C_{t-1}$	0,1886 (0,048)	0,531 (0,00)	0,1114 (0,139)	0,431 (0,00)	0,1179 (0,127)	0,428 (0,00)	0,0944 (0,213)	0,436 (0,00)
$L_t$	-0,4105 (0,010)	-0,361 (0,00)	-0,5041 (0,000)	-0,73 (0,00)	-0,4744 (0,000)	-0,727 (0,00)	0,927 (0,041)	-0,723 (0,00)
$NF_t$	-0,1951 (0,031)	0,148 (0,00)	-0,2015 (0,009)	0,14 (0,00)	-0,1938 (0,011)	0,138 (0,00)	-0,2032 (0,008)	0,15 (0,00)
$NWC_{t-1}$			0,0275 (0,354)	0,176 (0,00)	-0,055 (0,353)	0,166 (0,00)	0,0202 (0,350)	0,17 (0,00)
$\Delta NWC_t$			0,4923 (0,112)	0,429 (0,00)	0,1496 (0,270)	0,632 (0,00)	0,5546 (0,082)	1,046 (0,00)
$NWC_{t-1} * \Delta NWC_t$					0,0588 (0,164)	-0,091 (0,00)		
$L_t * \Delta NWC_t$							-0,0156 (0,041)	-1,368 (0,00)
Observações	2381	49671	1979	49670	1979	49670	1979	49670
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,4714</b>	<b>0,135</b>	<b>0,547</b>	<b>0,161</b>	<b>0,5604</b>	<b>0,163</b>	<b>0,5521</b>	<b>0,17</b>

**Nota:** Coeficientes de regressão linear, com a variável dependente sendo o retorno que exceder ao Ibovespa, e as variáveis independentes os fatores que são testados segundo Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009). *P-value* = 0,05.

Em relação aos pagamentos de juros (I), os resultados foram contrastantes com aqueles encontrados por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009): no caso brasileiro, houve coeficientes positivos para três modelos, e todos altamente significativos estatisticamente. Somente no Modelo 1 o resultado foi negativo, mas não foi estatisticamente significativo. Já nos EUA, para todos os modelos os resultados foram negativos, variando de US\$ -0.73 a US\$ -1.73. Isso significa que cada unidade de valor despendida no pagamento de juros nas empresas brasileiras gera valor para elas, evidenciando os benefícios da dívida, inversamente ao que ocorre no mercado norte-americano. Portanto, no Brasil aparece o reflexo do benefício da dívida, discutido por autores como Modigliani e Miller (1958, 1963), Mackie-Mason (1990), Graham (1996), Shyam-Sunder e Myers (1998), Fama e French (1998), e Graham (2000).

Já no caso do nível de alavancagem (L) em relação aos retornos ao acionista (lembrando que aqui o retorno tratado é aquele que excede ao retorno do *benchmark*), os resultados foram negativos e significativos em três modelos testados, sendo positivo apenas no Modelo 4 do estudo. O mesmo fenômeno ocorreu com os resultados norte-americanos, que apresentaram coeficientes negativos para todos os modelos (variação de US\$ -0.36 a US\$ -0.73). Isso mostra quanto mais endividada a empresa estiver, menores tendem a ser os retornos obtidos no mercado, ou, ainda, que a cada unidade monetária aplicada no aumento da dívida há redução de valor para a empresa. Os efeitos negativos da alta alavancagem são discutidos por Myers (1993); Sharpe e Nguyen (1995); Andrade e Kaplan (1998).

Para complementar a questão da alavancagem, quando testada a variável de dívida líquida (NF), houve resultado negativo para as empresas, ou seja, para todos os modelos testados houve coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Já nos EUA, os resultados foram inversos: todos os coeficientes foram positivos, variando de US\$ 0.13 a US\$ 0.15. Como se pode ver, nas empresas brasileiras os resultados evidenciam que quanto maior o valor aplicado no aumento da dívida líquida da empresa, menores tendem a ser os retornos por ela obtidos, ou ainda menor será o valor criado pela empresa. Pode-se dizer que nos EUA ocorre o contrário, onde as empresas perceberiam um aumento de valor quando aumentarem sua dívida líquida.

## **4.2 Investimento em Capital de Giro Líquido Operacional e o Valor da Empresa**

Para verificar o valor adicional de cada Real (R\$) investido em capital de giro líquido operacional, seguindo o modelo de Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) e de Faulkender e Wang (2006), foram incluídas duas outras variáveis: NWC, que representa o capital de giro líquido operacional, e a variável NNA, que representa o total do Ativo menos o saldo de caixa e aplicações financeiras e menos o capital de giro líquido operacional, conforme Modelo 2.

Os resultados podem ser observados na Tabela 1 (página 8), e indicam que não houve evidência significativa para os resultados nas empresas brasileiras, pois todos foram estatisticamente insignificantes. Nas empresas norte-americanas, os autores Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) encontraram

resultados positivos para o investimento em capital de giro líquido operacional no ano anterior (US\$ 0,17), e também resultado positivo para o investimento em capital de giro líquido operacional no ano (US\$ 0,43). Nas empresas brasileiras isso não pode ser confirmado, mesmo que os coeficientes tenham apresentado valores positivos, pois estatisticamente não foram significativos.

No Modelo 3, as variáveis  $NWC_{t-1}$  e  $\Delta NWC_t$  foram inter-relacionadas para testar como o investimento em capital de giro líquido operacional no ano anterior influenciou nos níveis atuais de investimento em capital de giro líquido operacional, e a forma como essa interação causou alteração no valor da empresa. Os resultados estão na Tabela 1 (página 8). O resultado foi positivo como se observa na Tabela 1 (página 8), porém estatisticamente insignificante (0,0588,  $\rho = 0,164$ ). Esse resultado é diferente daquele encontrado por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), que esperavam que o resultado dessa inter-relação fosse negativo. Eles encontraram valor de US\$ -0,09, o que significa que para cada dólar investido em capital de giro líquido operacional o valor da firma se reduz em 0,09 por dólar. Portanto, a evidência dos autores norte-americanos reforça a necessidade de se manter uma gestão eficiente do capital de giro líquido operacional.

#### **4.3 Efeito do Financiamento no Investimento em Capital de Giro Líquido Operacional e o Valor da Empresa**

Nesta etapa são testados os efeitos da forma como a empresa financia seu investimento em capital de giro líquido operacional nos retornos por ela obtidos. Para tanto, foi feita a interação entre a variação do capital de giro líquido operacional no ano ( $\Delta NWC_t$ ) e o nível de alavancagem da empresa ( $L_t$ ). Os resultados são mostrados na Tabela 1 (página 8, Modelo 4). O coeficiente dessa relação apresentou valor negativo, e foi significativo estatisticamente. Ou seja, para cada Real (R\$) adicional investido em capital de giro líquido operacional adquirido por meio de dívida, observa-se redução no valor da empresa. Isso evidencia que a forma como a empresa financia seu capital de giro líquido operacional influencia no valor criado para o acionista, ou, em outras palavras, que afeta o retorno da firma no mercado.

No estudo desenvolvido por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), o coeficiente ficou em -1.37. Esses resultados evidenciam que se a empresa utiliza dívida como forma de financiar seu capital de giro líquido operacional, ela tende a reduzir o valor da empresa. Ou, em outras palavras, no estudo realizado nas empresas brasileiras e norte-americanas, cada unidade monetária adicional investida em capital de giro líquido operacional oriundo de dívida, provoca decréscimo no valor da empresa, evidenciando que a forma de financiamento do capital de giro líquido operacional por meio de dívida tende a reduzir o retorno gerado pela empresa.

#### **4.4 Efeito da Restrição Financeira na Relação entre Capital de Giro Líquido Operacional e o Valor da Empresa**

O fato de uma empresa possuir restrição financeira pode interferir nos retornos que ela obtém no mercado, pois está relacionado a um maior custo de obtenção de financiamento. Autores como Faulkender e Wang (2006), e

Whited (1992), sugerem que o acesso das empresas ao mercado de capitais é um fator muito relevante na redução de custos de financiamento, e, portanto, influenciam no financiamento do capital de giro líquido operacional. Fazzari e Petersen (1993) trazem a ideia de que o financiamento em capital de giro é mais sensível às restrições financeiras do que investimentos em capital fixo.

Para verificar esse efeito no estudo com as empresas brasileiras, e seguindo os passos de Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), a amostra foi dividida em dois grupos de acordo com o maior ou menor grau de restrição financeira, e para isso foram usadas duas medidas: pagamento de dividendos (*payouts*) e tamanho da empresa. O primeiro grupo foi dividido em relação ao nível de pagamento de dividendos, por sua vez subdividido em quatro quartis, de onde foram separadas aquelas do menor quartil e aquelas do maior quartil. O mesmo procedimento foi feito para separar as empresas por tamanho, sendo usada a Receita Operacional Líquida como medida de tamanho. Foram separadas as empresas de acordo com o menor e o maior quartil.

Na Tabela 2 (página 13) pode se observar que as empresas que apresentaram menores níveis de *payouts* de dividendos, apontam valores positivos com relação ao investimento em caixa para a criação de valor, assim como o EBITDA apresenta coeficiente positivo quando relacionado ao valor da empresa. Para essas variáveis, os autores norte-americanos encontraram resultados igualmente positivos: 1.37 para a variação do caixa, e 0.44 para a variação do LAJIR. Em outras palavras, para empresas que desembolsam menos dividendos, cada unidade monetária aplicada em caixa ajuda a aumentar o valor da empresa, ocorrendo o mesmo sobre o resultado operacional da empresa antes de juros e impostos.

Em relação ao endividamento, três variáveis mostraram resultados significativos: juros (*I*), grau de alavancagem (*L*) e a interação entre alavancagem e capital de giro líquido operacional ( $L_t * \Delta NWC_t$ ). Começando pelos juros, nota-se uma evidência de que em empresas que pagam menos dividendos, o efeito do benefício da dívida é maior, pois a interação apresentou valores positivos com relação ao valor da empresa a cada Real (R\$) aplicado no pagamento de juros. Já o nível de alavancagem mostrou coeficiente negativo, o que evidencia a possível redução no valor dessas empresas. O mesmo ocorreu com relação ao investimento em capital de giro líquido operacional usando dívida, que apresentou coeficiente negativo.

No mercado norte-americano, Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) encontraram o oposto para as empresas com menores *payouts* de dividendos: (1) para cada dólar investido em pagamento de juros, há redução do valor da empresa em -0.48; (2) para cada dólar adicional em endividamento, o valor da empresa cai em 0.82; e (3) para cada dólar aplicado em capital de giro líquido originado de dívida, o valor da empresa cai em -1.44.

Com relação às empresas classificadas no quartil de maior *payout* de dividendos, podem ser destacadas duas variáveis que foram altamente significativas: a dívida líquida (*NF*) e o capital de giro líquido operacional do ano anterior ( $NWC_{t-1}$ ). No caso da dívida líquida, o resultado mostrou que quanto maior o valor aplicado em endividamento, menor o valor da empresa

(coeficiente negativo), ou seja, cada unidade monetária de aumento da dívida líquida tende a reduzir o valor da empresa. Já o efeito do investimento em capital de giro líquido operacional do ano anterior apresentou resultado positivo para a empresa. Nos resultados obtidos por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009), a aplicação em dívida líquida tende a aumentar o valor da empresa (0,09).

Num segundo momento, foram analisados os efeitos de cada variável no valor das empresas classificadas no menor e no maior quartil com relação ao tamanho (Receita Operacional Líquida). Os resultados estão apresentados na Tabela 2 (página 13). Para empresas menores, o valor aplicado em caixa adiciona mais valor para a empresa do que para empresas maiores. Isso evidencia que a restrição financeira é mais percebida pelas empresas menores aqui no Brasil, onde ter dinheiro em caixa se torna mais valioso. No mercado norte-americano, Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) encontraram resultados também positivos: para empresas menores, o coeficiente foi de 1.29, e para empresas maiores, de 0.69.

Sobre o efeito do endividamento entre empresas maiores e menores e os respectivos valores das empresas, os resultados confirmaram a redução de valor quanto maior for a alavancagem em empresas menores, com coeficientes negativos como mostra na Tabela 2, tanto para cada Real (R\$) investido no aumento da dívida, como para cada Real (R\$) aplicado em capital de giro líquido operacional oriundo de dívida. Ou seja, existe o efeito da restrição financeira nas empresas menores, onde o aumento do endividamento causa redução de valor. Para empresas maiores, o efeito significativo da dívida foi observado na dívida líquida, onde o valor da empresa reduz a cada Real (R\$) que aumenta a dívida líquida.

Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) constataram que o nível de alavancagem tende a reduzir o valor da empresa para aquelas consideradas menores (coeficiente de -1,01), com efeito muito maior do que em empresas maiores (-0,57). O aumento na dívida líquida mostrou coeficiente positivo para empresas menores, com valor de 0.35. Isso evidencia que nos EUA as empresas menores percebem mais como vantagem o aumento da dívida líquida do que as empresas maiores. Com relação ao nível de alavancagem relacionado ao capital de giro líquido operacional, os resultados obtidos pelos autores foram semelhantes aos encontrados nas empresas brasileiras: para as empresas consideradas menores, o investimento em capital de giro líquido operacional apresenta maior efeito de redução de valor.

Outras variáveis podem ser também observadas, como por exemplo, o desembolso de dividendos (D). Para empresas brasileiras maiores, a cada Real (R\$) adicional aplicado em pagamento de dividendos, há um acréscimo de no valor da empresa. Nos EUA, esse efeito é de 0.22. Uma possibilidade para essa vantagem que é percebida no Brasil pode ser o fato de que o mercado de capitais brasileiro se encontra em fase de desenvolvimento, e por isso empresas maiores que pagam mais dividendos podem ser vistas com muito mais expectativa do que no mercado de capitais norte-americano que é bem desenvolvido.

A aplicação em capital de giro líquido operacional em empresas brasileiras menores mostrou efeito positivo sobre os retornos, resultado semelhante ao obtido por Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) que foi de 1.10. O aumento no EBITDA das empresas menores no Brasil apresentou coeficiente positivo com o valor da empresa, e nos EUA esse coeficiente foi de 0.38. O investimento em capital de giro líquido operacional no ano anterior ( $NWC_{t-1}$ ) e seu efeito sobre o valor da empresa foi positivo para empresas maiores, e nos EUA os resultados para as empresas maiores apresentaram também resultado positivo de 0.12. Já para empresas menores, houve diferença entre os países: no Brasil, empresas menores apresentaram coeficiente negativo (-0,0147) e nos EUA o resultado foi positivo (0,272).

Tabela 2 – Efeito da forma de financiamento do capital de giro e da restrição financeira no valor da empresa

	BRASIL		EUA		BRASIL		EUA	
	Taxa de payout de dividendos		Taxa de payout de dividendos		Tamanho (Receita Líquida)		Tamanho (Receita Líquida)	
	Menor quartil	Maior quartil	Menor quartil	Maior quartil	Menor quartil	Maior quartil	Menor quartil	Maior quartil
Constante	0,299 (0,004)	0,0442 (0,355)	-0,112 (0,00)	-0,133 (0,00)	0,1687 (0,079)	0,8867 (0,982)	-0,143 (0,00)	-0,054 (0,00)
$\Delta C_t$	0,9192 (0,000)	-0,2335 (0,268)	1,372 (0,00)	0,631 (0,00)	0,532 (0,037)	0,3049 (0,033)	1,289 (0,00)	0,691 (0,00)
$\Delta E_t$	0,151 (0,007)	-0,265 (0,428)	0,442 (0,00)	0,837 (0,00)	0,1977 (0,008)	0,1801 (0,237)	0,382 (0,00)	0,576 (0,00)
$\Delta NNA_t$	-0,0245 (0,480)	0,3688 (0,000)	0,158 (0,00)	0,17 (0,00)	-0,0551 (0,010)	0,2967 (0,003)	0,17 (0,00)	0,12 (0,00)
$\Delta RD_t$	-0,0527 (0,848)	0,4558 (0,682)	0,614 (0,04)	1,228 (0,03)	-0,367 (0,368)	0,8928 (0,001)	1,00 (0,01)	0,936 (0,00)
$\Delta I_t$	0,3537 (0,000)	0,4967 (0,156)	-0,479 (0,00)	-2,423 (0,00)	0,1165 (0,111)	0,0539 (0,633)	-0,138 (0,00)	-1,918 (0,00)
$\Delta D_t$	1,4648 (0,051)	0,6266 (0,179)	-0,211 (0,24)	0,88 (0,00)	-0,24 (0,573)	1,4091 (0,039)	0,246 (0,39)	0,225 (0,02)
$C_{t-1}$	0,0545 (0,364)	-0,0208 (0,819)	0,524 (0,00)	0,189 (0,00)	0,0325 (0,368)	0,3088 (0,008)	0,547 (0,00)	0,268 (0,00)
$L_t$	-0,0288 (0,005)	0,0178 (0,666)	-0,819 (0,00)	-0,443 (0,00)	-0,0227 (0,005)	-0,0118 (0,393)	-1,01 (0,00)	-0,572 (0,00)
$NF_t$	-0,1689 (0,064)	-0,6312 (0,001)	0,174 (0,00)	0,094 (0,00)	-0,0144 (0,692)	-0,3077 (0,020)	0,35 (0,00)	-0,025 (0,36)
$NWC_{t-1}$	0,379 (0,808)	0,2193 (0,000)	0,182 (0,00)	0,159 (0,00)	-0,0147 (0,057)	0,1829 (0,027)	0,272 (0,00)	0,121 (0,00)
$\Delta NWC_t$	0,7225 (0,068)	0,6386 (0,068)	1,118 (0,00)	0,582 (0,00)	0,9332 (0,005)	-0,1505 (0,547)	1,101 (0,00)	0,665 (0,00)
$L_t^*$	-0,0353 (0,007)	-0,078 (0,542)	-1,44 (0,00)	-0,866 (0,00)	-0,0264 (0,023)	0,0199 (0,393)	-1,227 (0,00)	-0,781 (0,00)
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,7081</b>	<b>0,3585</b>	<b>0,178</b>	<b>0,135</b>	<b>0,4941</b>	<b>0,3723</b>	<b>0,15</b>	<b>0,17</b>

**Nota:** As empresas foram divididas em quatro quartis de acordo com duas características: nível de *payout* de dividendos e por tamanho (Receita Líquida Operacional). Destas, foram separados os dois menores e os dois maiores quartis, as quais foram relacionadas as variáveis do estudo com o valor da empresa (regressão linear). *P-value* de 5%.



Em resumo, o efeito da restrição financeira se confirma para empresas de menor porte tanto no Brasil como nos EUA, onde manter dinheiro em caixa aumenta o valor da empresa. O efeito do aumento da alavancagem causa redução de valor das empresas tanto nas empresas menores como nas maiores, porém nas maiores o efeito é menor. Financiar o capital de giro líquido por meio de dívida igualmente reduz o valor da empresa, efeito bem mais relevante observado em empresas menores. E em empresas menores, aplicar em capital de giro líquido operacional aumenta o valor da empresa nos EUA, mas no Brasil o efeito é contrário.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Observando empresas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA durante o período de 18 anos (1990-2008), este estudo procurou identificar os efeitos do capital de giro líquido operacional no valor da empresa, seguindo os passos de Kieschnick, LaPlante, e Moussawi (2009) em pesquisa feita nos EUA. Por meio dos modelos testados pelos autores norte-americanos, foi possível verificar como diversas variáveis podem interferir na criação de valor para a empresa, incluindo o efeito do investimento em capital de giro líquido operacional no retorno da empresa.

Os resultados mostraram evidências interessantes para o mercado brasileiro: (1) cada Real (R\$) adicional aplicado em caixa aumenta o valor da empresa; (2) cada Real (R\$) aplicado no aumento do nível de alavancagem reduz o valor da empresa; (3) cada Real (R\$) adicional aplicado no aumento da dívida líquida reduz o valor da empresa, confirmando o efeito negativo no aumento da alavancagem; (4) se a empresa investir em capital de giro líquido operacional por meio de dívida, reduz o valor da empresa, ou seja, a forma de financiamento do capital de giro líquido operacional é um fator determinante na criação de valor para a empresa; (5) o benefício da dívida com pagamento de juros é percebido pelas empresas brasileiras, onde para cada Real (R\$) aplicado em pagamento de juros o valor da empresa aumenta; e (6) existe o efeito da restrição financeira para empresas menores em relação a empresas maiores.

O estudo traz algumas contribuições, a saber: a) uma boa administração de capital de giro cria valor para a empresa, embora não se conheçam estudos no Brasil que comprovem essa hipótese; b) este artigo traz resultados preliminares sobre o tema, abordando as mesmas formas de mensuração utilizadas por um estudo pioneiro nesta área nos Estados Unidos, de Kieschnick, LaPlante e Moussawi (2009), cujos resultados foram significativos; c) com base nos resultados evidenciados neste artigo, pode-se perceber que investir em capital de giro líquido operacional nem sempre traz mais valor para a empresa, pois uma série de variáveis podem interferir no retorno de uma empresa. A forma de financiamento do capital de giro líquido operacional foi percebido como um fator determinante na sua contribuição para a criação de valor para a empresa; d) este estudo abre o caminho para muitos outros que queiram continuar a pesquisa, e assim sua contribuição pode ser ainda maior.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Gregor; STEVEN N. Kaplan. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly levered transactions that became distressed. **Journal of Finance** 53, 1443–1493. 1998.
- CARVALHO, Claudinê Jordão de; e SCHIOZER, Rafael Felipe. Gestão de capital de giro: um estudo comparativo entre práticas de empresas brasileiras e britânicas. **Rev. adm. contemp.** [online]. vol.16, n.4, pp. 518-543. ISSN 1982-7849. 2012.
- DANIEL, Kent; TITMAN, Sheridan. Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in common stock returns. **Journal of Finance** 52, 1–34. 1997.
- DELOOF, M.. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? **Journal of Business Finance and Accounting** 30, 573-587. 2003.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH Kenneth R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics** 33, 3–56. 1993.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH Kenneth R. Taxes, financing decisions, and firm value, **Journal of Finance** 53, 819–843. 1998.
- FAULKENDER Michael; WANG Rong. Corporate Financial Policy and the Value of Cash. **The Journal of Finance** vol. LXI, 4. 1957-1990. Aug. 2006.
- FAZZARI, S.; PETERSEN, B. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. **RAND Journal of Economics** 24, 328-342. 1993.
- GITMAN, L. J. Estimating corporate liquidity requirements: a simplified approach. **The Financial Review**, Vol. 9 pp.79-88. 1974.
- GRAHAM, John R. Debt and the marginal tax rate. **Journal of Financial Economics** 41, 41–73. 1996a.
- GRAHAM, John R. How Big are Tax Benefits of Debt? **Journal of Finance** vol. LV, 5, 1901-1941. Oct. 2000.
- HOWORTH, C., e WESTHEAD, P. The focus of working capital management in UK small firms. **Management Accounting Research**, 14(2), 94-111. doi: 10.1016/S1044-5005(03)00022-2. 2003.
- KIESCHNICK, Robert; LAPLANTE, Mark; MOUSSAWI, Rabih. Working Capital Management, **Access to Financing, and Firm Value**. (July 7, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1431165>.
- KIM, Y.; CHUNG, K. An Integrated Evaluation of Investment in Inventory and Credit: A Cash Flow Approach. **Journal of Business Finance and Accounting** 17, 381-390. 1990.
- MACKIE-MASON, Jeffrey. Do taxes affect corporate financing decisions? **Journal of Finance** 45, 1471–1493. 1990.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER Merton. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review** 48, 261–297. 1958.

- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, **American Economic Review** 53, 433–443. 1963.
- MYERS, Stewart. Still searching for the optimal capital structure. **Journal of Applied Corporate Finance** 6, 4–14. 1993.
- RUBACK, R.; SESIA A. **Dell's Working Capital**. Harvard Business School Case 201-029. 2000.
- SARTORIS, W.; HILL, N. A Generalized Cash Flow Approach to Short-Term Financial Decisions. **Journal of Finance** 38, 349-360. 1983.
- SHARPE, Steven A.; NGUYEN, Hien H. Capital market imperfection and the incentive to lease. **Journal of Financial Economics** 39, 271–294. 1995.
- SHIN, H.; SOENEN, L. Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. **Financial Practice and Education** 8, 37-45. 1998.
- SHYAM-SUNDER, Lakshmi; MYERS, Stewart. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics** 51, 219–244. 1998.
- SILVA, César A. T. Contribuição ao estudo do capital de giro a partir do retorno sobre o capital de giro. **Contabilidade, Gestão e Governança** v. 1 (2). 2009.
- SILVA, Júlio Orestes da; SANTOS, Vanderlei dos; HEIN, Nelson; LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de. Nível informacional entre a análise tradicional e avançada do capital de giro. **Revista Pretexto**, Vol.13(2), pp.40-56. 2012.
- WHITED, T. Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. **Journal of Finance** 47, 1425-1460. 1992.