

Área Temática: Finanças (FIN)

**A CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA TEM IMPACTO SOBRE A GESTÃO DO
CAPITAL DE GIRO DE FIRMAS BRASILEIRAS?**

Resumo

O presente trabalho investiga se a concentração de propriedade e de controle influenciam na gestão do capital de giro de empresas brasileiras listadas na B3 nos anos 2014, 2016 e 2018. Os dados financeiros foram coletados da Economática, enquanto que os dados de concentração acionária foram coletados de maneira manual no website da CVM. Foi utilizado um modelo de regressão com dados em painel, adotando efeitos fixos e aleatórios. Como *proxies* de Capital de Giro foram usados o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) e seus componentes: Prazo Médio de Estoques (PME), Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores (PMPF) e Prazo Médio de Contas a Receber (PMCR). Foi encontrada uma relação negativa entre concentração acionária e CCC, PME e PMPF. Esses resultados indicam que a concentração de propriedade contribui para uma melhor gestão do capital de giro por meio da redução do CCC e do PME, enquanto a concentração de controle pode ser prejudicial para a boa gestão do capital de giro devido à diminuição do PMPF. Espera-se preencher uma lacuna literária ao evidenciar que a concentração acionária exerce influência sobre a gestão do capital de giro de firmas brasileiras.

Palavras-chave: Concentração acionária, capital de giro, ciclo de conversão de caixa.

Abstract

The present work investigates if the ownership and control concentration influences the working capital management of Brazilian companies listed on B3 in the years 2014, 2016 and 2018. Financial data were collected from Economática, while shareholder concentration data were collected manually on the CVM website. We used a regression model with panel data, adopting fixed and random effects. As working capital proxies were used the Cash Conversion Cycle (CCC) and his components: Average Inventory Term (PME), Average Payment to Suppliers Term (PMPF) and Average Accounts Receivable Term (PMCR). We found a negative relationship between shareholding concentration and CCC, PME and PMPF. These results indicate that the ownership concentration contributes for a better management of working capital by reducing the CCC and the PME, while the control concentration can be detrimental to the good management of working capital due to the decrease in the PMPF. It is expected to fill a literary gap by showing that the shareholding concentration has an influence on the working capital management of Brazilian firms.

Keywords: Shareholder concentration, working capital, cash conversion cycle.

1. Introdução

Grande parte dos recursos das empresas pode ser representada pelo capital de giro, mas estudos sugerem que seu excesso pode ser prejudicial para o desempenho da companhia (DELOOF, 2003; BAÑOS-CABALLERO; GARCÍA-TERUEL; MARTÍNEZ-SOLANO, 2013; KIESCHNICK; LAPLANTE; MOUSSAWI, 2013). Estes estudos, assim como Jensen (1986) sugeriram que o excesso de dinheiro livre em caixa pode fazer com que os gestores invistam em projetos pouco rentáveis, ou ainda infere-se que os executivos possam tomar decisões de investimento em capital de giro de forma descuidada, com muito estoque ou política de crédito mais permissiva do que o necessário (PALOMBINI; NAKAMURA, 2012).

Jensen e Meckling (1976) argumentaram que a concentração de propriedade e controle nas mãos do acionista majoritário pode ser positiva para as firmas, uma vez que possibilita maior monitoramento dos acionistas sobre os gestores, diminuindo em certa medida os custos de agência. No contexto brasileiro, Okimura (2003) identificou que companhias com maior concentração de ações ordinárias nas mãos dos controladores (controle) apresentam menor valor de mercado, porém revelam melhor desempenho econômico-financeiro.

Uma vez que o mercado brasileiro é caracterizado pela existência de alta concentração acionária (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; BRANDÃO *et al.*, 2019) e que o desempenho da firma pode ser afetado pela gestão do capital de giro, este estudo questiona se **a gestão do capital de giro das empresas brasileiras pode ser influenciada pela sua estrutura de propriedade e controle**. Para tanto, foram analisadas as empresas listadas na B3, ativas e não financeiras, nos anos de 2014, 2016 e 2018.

A literatura que trata da relação entre governança corporativa e capital de giro ainda é bastante escassa. Durante as pesquisas realizadas para esse trabalho foram encontrados alguns estudos que relacionavam o fluxo de caixa livre com um ou mais mecanismos de governança corporativa (DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003; HARFORD; MANSI; MAXWELL, 2008; TALAMO, 2011). Não obstante, poucos autores investigaram se mecanismos de governança afetam o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) e seus componentes (GILL; BIGER, 2013; LUNA, 2016; FIADOR, 2016).

No ambiente internacional, Gill e Biger (2013) pesquisaram os impactos da governança corporativa na eficiência da gestão do capital de giro de companhias manufatureiras dos EUA no período de 2009 a 2011, buscando avaliar o CCC e seus componentes. Quanto à governança, avaliou-se o tempo de permanência do *Chief Executive Officer (CEO)*, sua dualidade como presidente do conselho, o tamanho dos conselhos administrativos e de auditoria.

Fiador (2016), por sua vez, realizou um trabalho muito semelhante ao do Gill e Biger (2013) com firmas de Gana. A autora avaliou se o percentual de membros externos no conselho, o tamanho do conselho e a dualidade do *CEO* interferem no CCC e nos seus componentes, entre os anos de 2001 a 2012.

Porém, a relação entre concentração de propriedade e controle e gestão de capital de giro, até onde sabemos, permanece inexplorada. Uma vez que o Brasil, além de possuir alta concentração acionária, caracteriza-se por um sistema de *Civil Law* e, portanto, de menor grau de proteção aos acionistas (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), a diminuição dos conflitos de agência entre investidores e gestores pode ser ainda mais importante. Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003), por exemplo, ao pesquisarem mais de 11.000 companhias em 45 países evidenciaram que firmas localizadas em países com baixa proteção legal costumam reter em caixa o dobro de dinheiro do que as demais.

A partir deste panorama, entende-se que este trabalho busca contribuir no avanço da literatura sobre o tema ao apresentar uma nova percepção sobre a estrutura acionária e a gestão do capital de giro no mercado brasileiro.

2. Referencial Teórico

2.1. Teoria da Agência e Concentração Acionária

Os estudos seminais sobre Teoria da Agência já afirmavam que os gestores de uma empresa, ao gerenciarem recursos de outras pessoas, não deviam fazê-lo com o mesmo cuidado e vigilância que os próprios donos dos recursos (BERLE; MEANS, 1932). Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) apresentam a teoria da agência, a teoria dos direitos de propriedade e a teoria de finanças, com o objetivo de estabelecer os alicerces teóricos da estrutura de propriedade das empresas.

Segundo Jensen e Meckling (1976), os interesses dos atores econômicos - agentes (gestores) e principais (acionistas) - podem ser divergentes e, não havendo interferências externas, os gestores tendem a agir conforme seus próprios interesses. Dessa forma, o valor da firma pode ser expropriado pelo agente, prejudicando o principal. Como desdobramento, as empresas necessitam de mecanismos que dificultem a ocorrência de ações que diminuam o valor da firma, incorrendo em custos para alinhar os interesses das partes.

Contudo, os conflitos de agência não se limitam aos conflitos entre agente e principal. A existência de acionistas com diferentes concentrações acionárias leva a outro conflito, entre principal e principal (acionistas majoritários e minoritários). Acionistas majoritários podem se valer de sua posição para obterem vantagens pessoais e expropriarem os minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; OKIMURA, 2003; SILVA *et. al.*, 2015).

Apesar dessas dificuldades, a concentração acionária pode ser benéfica para as empresas, pois a existência de grandes acionistas controladores facilita o monitoramento dos gestores e reduz os custos de agência do tipo gestor-principal (SHLEIFER; VISHNY, 1986; OKIMURA, 2003). Outros estudos indicam que a concentração acionária pode atuar como instrumento para minimização dos conflitos entre agente e principal em países cuja proteção legal aos direitos dos acionistas é fraca. (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; GOMES, 2000).

Claessens *et al.* (2002), ao avaliarem a relação entre concentração de propriedade e controle com o valor da firma, identificaram a existência de dois efeitos distintos da concentração acionária sobre o valor da firma. Os autores observaram que a concentração sobre o direito de fluxo de caixa do acionista majoritário relaciona-se positivamente com o valor da firma, o que foi chamado de efeito incentivo. Por sua vez encontraram que quando há concentração de controle além dos direitos de propriedade, as empresas apresentaram menor valor, o que chamaram de efeito entrenchamento.

2.2. Capital de Giro e Governança Corporativa

Entende-se por Capital de Giro (CG) os recursos aplicados pelas empresas para financiarem seus ciclos operacionais de curto prazo, assumindo diferentes formas ao longo do processo de produção e venda, como estoques, fornecedores e recebíveis. Gestores financeiros gastam grande parte de seu tempo administrando o capital de giro para tomar decisões precisas e oportunas, num esforço de balancear a

relação entre risco e retorno (MARTINS; NETO, 1991; LAMBERSON, 1995; SOUSA; LUPORINI; SOUZA, 1997).

Os efeitos do investimento em capital de giro sobre os resultados das empresas geraram diversos estudos. Alguns argumentam que investir em políticas de crédito pode estimular as vendas (LONG; MALITZ; RAVID, 1993; PETERSEN; RAJAN, 1997) e que investir em estoques reduz o risco de interrupções na produção e de variações de preços além de proporcionar maior poder de negociação e menores preços de compras (BLINDER; MACCINI, 1991; FAZZARI; PETERSEN, 1993; SCHIFF; LIEBER, 1974). Contudo, outras evidências apontam que investimentos em capital de giro levam ao aumento de custos com gestão de estoque (KIM; CHUNG, 1990), podendo ocasionar redução nos resultados (DELOOF, 2003) e reduzir a riqueza dos acionistas e aumentar os riscos de falência (KIESCHNICK; LAPLANTE; MOUSSAWI, 2013).

Outros estudos observaram um comportamento não linear na relação entre investimento em capital de giro e desempenho (BAÑOS-CABALLERO; GARCÍA-TERUEL; MARTÍNEZ-SOLANO, 2013). Esses estudos sugerem que empresas com baixo nível de capital de giro podem ser impactadas positivamente ao alocarem mais recursos na sua operação e que empresas que já possuem muito capital alocado em seu ciclo operacional acabam sendo impactadas negativamente, indicando a existência de pontos ótimos de capital de giro. Assim, essas conclusões evidenciam ainda mais a importância de boas práticas na gestão do capital de giro e a importância de evitar a alocação excessiva de recursos em capital de giro.

Luna (2016) explica que quanto menor o CG da firma, menor é a necessidade de financiamento e menor é a estrutura de custos, de maneira que, quanto menor o nível praticado de CG, melhor, desde que não haja comprometimento do funcionamento das operações.

Segundo Hill, Kelly e Highfield (2010), para uma eficiente gestão financeira de curto prazo, a gestão de ativos e passivos operacionais deve ser realizada em conjunto. Assim, dentre as *proxies* para mensuração do CG de uma empresa, destaca-se o CCC, que considera os prazos médios de estoque, prazos médios de recebimento e de pagamento para determinar o intervalo de tempo em que a operação necessita ser custeada pela empresa até que consiga gerar resultados. Outros autores também se utilizaram do CCC como medida de capital de giro (BAÑOS-CABALLERO; GARCÍA-TERUEL; MARTÍNEZ-SOLANO, 2013; GILL; BIGER, 2013; LUNA, 2016; FIADOR, 2016).

O ciclo de conversão de caixa (CCC), conforme Palombini e Nakamura (2012), é obtido pelo número de dias de estoque (PME - prazo médio de estoque), somado ao número de dias de contas a receber (PMCR - prazo médio de recebimento de vendas) e subtraído o número de dias de contas a pagar (PMPF - prazo médio de pagamento de fornecedores).

Palombini e Nakamura (2012) alegam que, comparativamente a estudos de finanças de longo prazo, pouco ainda foi pesquisado sobre capital de giro e os trabalhos existentes normalmente analisam sua relação com o desempenho financeiro. Por esse motivo, os autores se propuseram a estudar os fatores-chaves para o nível de capital de giro de empresas brasileiras. Dentre os fatores analisados, um deles foi a concentração acionária, tendo como argumento os conflitos de agência. O estudo não encontrou resultados significantes entre o capital de giro e a concentração acionária. Contudo, não foi utilizada a separação entre concentração de propriedade e de controle, conforme se propõe neste estudo.

Sob ótica similar, Gill e Biger (2013) utilizaram a composição do conselho de administração para avaliar o impacto da governança corporativa na eficiência da

gestão do capital de giro de 180 empresas norte-americanas de manufatura listadas na Bolsa de Nova York (NYSE) no período de 2009 a 2011. Os principais resultados indicaram que a dualidade do CEO e o desempenho financeiro melhoram a eficiência da gestão do CCC.

De forma semelhante, Fiador (2016) investigou a influência da estrutura do conselho sobre a eficiência da gestão do capital de giro como um todo e separadamente nos seus componentes de estoque, contas a receber e contas a pagar de todas as companhias não financeiras listadas na *Ghana Stock Exchange* no período 2001 a 2012. Os principais resultados apontaram uma relação negativa entre a presença de membros não executivos do conselho e o CCC, o período de contas a receber e o período de contas a pagar. Além disso, foram encontradas uma relação negativa entre o CCC e a idade da firma, enquanto que a relação foi positiva para o CCC e o tamanho da empresa.

No Brasil, Luna (2016) investigou a influência do conselho na gestão do CG de empresas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2015. A autora criou um Índice de Governança Corporativa (IGC) a partir das variáveis relacionadas ao conselho de administração por meio de um questionário formado por 10 questões objetivas e binárias. Os principais resultados de Luna (2016) indicaram uma relação negativa entre CCC e o índice de governança corporativa (IGG), também foi encontrada uma relação negativa entre o CCC e o retorno sobre o ativo (ROA).

2.3. Formulação das hipóteses do estudo

Infere-se que empresas que adotam níveis mais elevados de capital de giro, trabalham de forma mais conservadora, se expondo menos a riscos. Se há maior nível de estoque, há maior margem de segurança para a produção, reduzindo o risco de interrupções por desabastecimento e, conseqüentemente, perdas de vendas. Se há maior prazo médio de recebimento, indica que a empresa oferece condições mais vantajosas para seus clientes e se torna mais competitiva no mercado. Se há menor prazo de pagamento, suas obrigações financeiras se tornam menores e há menor risco de que a empresa não consiga honrar seus compromissos (LUNA, 2016).

Uma vez que os riscos de falta de estoque, diminuição de vendas ou problemas com fornecedores em decorrência do não pagamento de compras representa não só um risco para a empresa, mas também para o cargo do gestor, há de se esperar que esse tenha uma posição mais conservadora sobre a gestão do CG. Contudo, conforme já argumentado, uma posição conservadora tende a proporcionar um menor retorno para os acionistas, denotando um possível conflito agente-principal.

Dado que a estrutura de propriedade e de controle consiste em um mecanismo importante de minimização dos problemas de agência (SHLEIFER; VISHNY, 1986; OKIMURA, 2003), especialmente em países com baixa proteção legal aos acionistas, como no Brasil (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; GOMES, 2000), espera-se que a concentração acionária exerça influência no nível de capital de giro das empresas brasileiras.

Espera-se que quanto maior a concentração acionária, menor será o CCC, isto é menor será o capital de giro, o que indica eficiência na gestão do mesmo, dado que a concentração acionária ajuda no processo de monitoramento do acionista sobre o gestor. Como o prazo médio de estocagem e o prazo médio de contas a receber elevam o CCC, sua relação esperada com concentração acionária também é negativa. Como o prazo médio de contas a pagar diminui o CCC, sua relação esperada com concentração acionária é positiva.

Portanto, formula-se hipótese 1 e suas sub-hipóteses decorrentes, que nada mais são que desdobramentos da primeira.

- H₁: Há relação negativa entre concentração acionária e ciclo de conversão de caixa.
 H_{1a}: Há relação negativa entre concentração acionária e prazo médio de estoques.
 H_{1b}: Há relação positiva entre concentração acionária e prazo médio de pagamento aos fornecedores.
 H_{1c}: Há relação negativa entre concentração acionária e prazo médio de contas a receber.

Por sua vez, Lau e Block (2012) perceberam que nas empresas cuja gestão é feita por seu fundador é comum que o nível de caixa e o valor da firma sejam maiores. Esse resultado sugere que a identidade do controlador pode influenciar a gestão financeira de curto prazo das empresas e, portanto, poderia influenciar também o nível de capital de giro. Nesse sentido, formula-se a hipótese 2.

H₂: A identidade do controlador exerce influência significativa no ciclo de conversão de caixa.

3. Metodologia

3.1. Definição da amostra e fonte de dados

A amostra envolveu 316 empresas ativas listadas na B3 nos anos 2014, 2016 e 2018. Considerando que a estrutura de propriedade e controle das firmas sofre pequenas alterações de um ano para outro, decidiu-se usar somente os anos pares do período de 2014 a 2018, assim como realizado por Carvalhal da Silva e Leal (2006), que analisaram a relação entre valor e concentração acionária para os anos 1998, 2000 e 2002.

Foram excluídas da amostra todas as firmas do setor financeiro e de seguros, o que gerou uma amostra final de 948 observações-ano. Os dados econômico-financeiros foram coletados da Economática, enquanto que os dados referentes à estrutura de propriedade e de controle, assim como identidade do controlador, foram coletados no website da CVM.

3.2. Variáveis de estudo

As variáveis utilizadas no estudo, sua mensuração, o resultado esperado e os estudos que embasam sua utilização podem ser observadas na Quadro 1.

Quadro 1 - Descrição das variáveis dependentes, independentes e de controle.

Variável	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Sinal esperado	Autor base
DEPENDEN Ciclo de Conversão de Caixa	CCC	Número de dias PMCR + Número de dias PME – Número de dias PMPF	Economática		Gill e Biger (2013); Luna (2016); Fiador (2016)

	Prazo Médio Estoques	PME	(Estoque / custo das mercadorias vendidas) * 365 dias	Economática		Gill e Biger (2013); Luna (2016); Fiador (2016)
	Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores	PMPF	Contas a pagar / custo das mercadorias vendidas) * 365 dias	Economática		Gill e Biger (2013); Luna (2016); Fiador (2016)
	Prazo Médio Contas a Receber	PMCR	(Contas a receber / vendas) *365 dias	Economática		Gill e Biger (2013); Luna (2016); Fiador (2016)
INDEPENDENTES	Concentração acionária (Propriedade)	%ATM	Percentual de ações totais do maior acionista	CVM Formulário de referência item 15.1	(-)	Carvalho da Silva e Leal (2006)
	Concentração acionária (Controle)	%AOM	Percentual de ações ordinárias do maior acionista	CVM Formulário de referência item 15.1	(-)	Carvalho da Silva e Leal (2006); Dami, Rogers e Ribeiro (2007)
CONTROLE	Taxa de importação	IMP	Fornecedores estrangeiros / total de fornecedores	Economática	(+)	Nunes e Pereira (2019)
	Crescimento das vendas	CVEN	Crescimento médio da receita operacional líquida nos últimos três anos	Economática	(-)	Carvalho da Silva e Leal (2006); Valipour, Moradi, e Farsi (2012);
	Endividamento	END	Razão entre dívidas de longo prazo e o total de ativos	Economática	(-)	Palombini e Nakamura (2012)
	ROA	ROA	Lucro líquido sobre ativo total	Economática	(+)	Carvalho da Silva e Leal (2006); Manoel e Moraes (2019)
	Tamanho	TAM	Logaritmo neperiano do ativo total	Economática	(-)	Carvalho da Silva e Leal (2006); Caixe e Krauter (2013)

Identidade do controlador	IC	Três variáveis para tipo do acionista majoritário: Familiar, Empresarial ou Estrangeiro	CVM Formulário de referência item 15.1	(?)	Silveira, Barros e Famá (2008); Caixe e Krauter (2013)
Setor	SET	Divisão da amostra em três macro setores econômicos: Comércio, Indústria e Serviços	Economática	(+)	Palombini e Nakamura (2012); Gill e Biger (2013); Luna (2016)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para classificação das variáveis *dummies* de identidade do controlador, adotou-se como critério que, se o principal controlador fosse uma pessoa física brasileira, entende-se como uma empresa Familiar; se fosse outra empresa nacional, identificou-se como sendo controle Empresarial; e se o controle fosse exercido por uma pessoa, física ou jurídica, de nacionalidade não brasileira, identificou-se como controlador Estrangeiro.

A variável de taxa de importação foi inserida no modelo por ser uma variável pouco explorada na literatura sobre capital de giro e que apresentou resultados significantes no estudo de Nunes e Pereira (2019).

Conforme argumentado por Palombini e Nakamura (2012), Gill e Biger (2013) e Luna (2016), a gestão do capital de giro é, por sua natureza, fortemente influenciada pelo setor em que a empresa está inserida, em virtude da realidade operacional de cada setor. Seguindo o critério adotado pelos autores, a amostra foi dividida em 3 macro setores sendo: Indústria, Comércio e Serviços

3.3. Modelo econométrico

O estudo baseou-se nos modelos propostos por Gill e Biger (2013), Luna (2016) e Fiador (2016), usando um modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos e aleatórios, conforme descrito nas seguintes equações:

$$CCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 ATM_{it} + \beta_2 AOM_{it} + \beta_3 IMP_{it} + \beta_4 CVEN_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 IC_{it} + \beta_9 SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Modelo 1})$$

$$PME_{it} = \beta_0 + \beta_1 ATM_{it} + \beta_2 AOM_{it} + \beta_3 IMP_{it} + \beta_4 CVEN_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 IC_{it} + \beta_9 SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Modelo 2})$$

$$PMPF_{it} = \beta_0 + \beta_1 ATM_{it} + \beta_2 AOM_{it} + \beta_3 IMP_{it} + \beta_4 CVEN_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 IC_{it} + \beta_9 SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Modelo 3})$$

$$PMCR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ATM_{it} + \beta_2 AOM_{it} + \beta_3 IMP_{it} + \beta_4 CVEN_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 IC_{it} + \beta_9 SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Modelo 4})$$

Onde: i e t simbolizam a firma i no tempo t; Ciclo de Conversão de Caixa (CCC); Prazo Médio de Estoques (PME); Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores (PMPF); Prazo Médio de Contas a Receber (PMCR); Concentração acionária - estrutura de propriedade (ATM); Concentração acionária - controle (AOM); Taxa de importação (IMP); Crescimento das vendas (CVEN); Endividamento (END); Lucro líquido dividido

pelo ativo total (ROA); Tamanho da firma (TAM); Identidade do controlador (IC); Setor (SET); Termo de erro (ϵ).

4. Análise dos Resultados

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis. Pode-se observar que as variáveis associadas ao Capital de Giro (CCC, PME, PMPF e PMCR) apresentaram uma média semelhante. Ressalta-se também o elevado desvio padrão que essas variáveis apresentaram, denotando grande variação entre os níveis de capital de giro praticado. Um dos fatores que podem explicar essa grande variação, é a diferença entre setores, uma vez que empresas de serviços, por exemplo, tendem a ter menores níveis de capital de giro do que indústrias, pela natureza das atividades praticadas (PALOMBINI; NAKAMURA, 2012).

Nota-se, ainda, que a concentração de propriedade (percentual de ações totais do acionista majoritário) representou em média 44.10%, enquanto que a concentração de controle (percentual de ações ordinárias detidas pelo controlador) correspondeu em média a 51.52%. A concentração acionária da amostra analisada, embora ainda seja relativamente elevada, não foi tão alta como em estudos anteriores. Por exemplo, Silveira, Barros e Famá (2008) encontraram uma média de 50,74% de concentração de propriedade e 73,92% de concentração de controle.

Tabela 1 - Estatística descritiva.

Variável	Obs.	Média	D. Padrão	Min	Max
CCC	718	57.51665	93.35401	-300.0192	435.1341
PME	758	55.91844	67.56607	0	370.4636
PMPF	750	52.7699	40.39458	0	223.8359
PMCR	767	61.24333	37.52226	-2.059831	219.0887
ATM	879	44.10638	25.83257	3.418524	100
AOM	879	51.52691	27.75512	3.418524	100
IMP	714	0.0634093	0.1714028	-0.0422401	0.9643148
CVEN	713	-4.298657	37.72627	-102.7647	117.9571
END	800	0.3525194	2.448202	0	45.29259
ROA	813	2.433187	8.128749	-27.44118	28.45396
TAM	808	13.75243	2.644863	2.307612	16.9968
IC_EST	846	0.4858156	0.5000944	0	1
IC_FAM	846	0.0768322	0.2664825	0	1
SET_IND	948	0.5094937	0.5001737	0	1
SET_SER	948	0.3765823	0.4847845	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Observa-se também na Tabela 1 que a taxa de importações apresentou uma média de 6,34%. Nota-se em média uma redução da variável crescimento de vendas no período (2014 a 2018), que pode se relacionar às crises vividas no Brasil. Cerca de 48% da amostra possui controlador estrangeiro e 7,68% da amostra possui controlador familiar. Cerca de 50,94% da amostra envolve firmas do setor industrial e 37% da amostra corresponde a firmas do setor de serviços.

Optou-se por excluir os *outliers* detectados na amostra por meio da análise dos quartis, conforme Fávero *et al.*, (2009), depois, foi realizado o teste de VIF (*Variance Inflation Factor*) com o qual foram descartados problemas de multicolinearidade, uma vez que a média do VIF foi menor que 10. Também, foram realizados os testes de

Wooldridge para identificar os problemas de autocorrelação e de Wald para heterocedasticidade, e finalmente para resolver esses problemas, foi usado o erro padrão robusto de White (*robust*). Por fim, foram feitos os testes de Breusch-Pagan, de Chow e de Hausman para identificar o melhor modelo para implementar as regressões, de forma que foi utilizada a regressão com efeitos fixos para os modelos 1 (CCC) e 2 (PME) e efeitos aleatórios para os modelos 3 (PMPF) e 4 (PMCR).

A Tabela 2 exibe os resultados das regressões dos quatro modelos testados, alterando somente a variável dependente, que representa o CCC ou um de seus componentes.

Tabela 2 - Regressões do CCC e seus componentes.

Variáveis	Modelo 1 CCC	Modelo 2 PME	Modelo 3 PMPF	Modelo 4 PMCR
ATM	-0.9569* (-0.2718)	-0.5407* (-0.1763)	-0.017 (-0.1)	-0.0031 (-0.0949)
AOM	0.196 (-0.3256)	-0.17 (-0.2569)	-0.1224*** (-0.0454)	-0.2186 (-0.1369)
IMP	24.7379 (-38.4732)	60.6534 (-23.4612)	21.1670* (-12.4959)	-19.5180*** (-6.8553)
CVEN	-0.1465 (-0.2938)	-0.2155* (-0.0715)	0.0507 (-0.0418)	-0.1530*** (-0.054)
END	-51.6279* (-16.2733)	-34.1442 (-14.1886)	-5.8723 (-6.8736)	-18.2746*** (-4.9341)
ROA	1.2295 (-0.4222)	-0.1493 (-0.1894)	-0.8163*** (-0.3026)	-0.1554 (-0.1289)
TAM	-7.0452** (-1.0064)	-3.5253 (-3.3104)	4.5169*** (-1.1406)	1.8809*** (-0.6335)
IC_EST	13.8536 (-10.231)	8.0647 (-3.3938)	3.1064 (-4.4573)	15.3076*** (-0.9629)
IC_FAM	9.9523** (-1.7367)	9.8542 (-9.8453)	-5.334 (-4.5306)	3.5087 (-3.2192)
SET_IND	31.7162* (-7.8772)	6.9209 (-12.4366)	-13.1178* (-7.4092)	22.0543*** (-5.2731)
SET_SER	-44.3812** (-10.2079)	-55.5125* (-13.6488)	-13.6624 (-9.5298)	-0.5853 (-2.012)
Cons	191.9737*** (-6.067)	152.1099 (-54.1918)	4.2488 (-21.1046)	36.7617*** (-10.6972)
Observações	370	389	403	391
R ² Ajustado	0.211	0.279		
Efeito	Fixo	Fixo	Aleatório	Aleatório

*, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Em negrito coeficientes significantes.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Pode-se observar que no Modelo 1 (CCC), os resultados mostram que a concentração de propriedade (ATM) apresentou uma relação negativa ao nível de 10% com o CCC. Esse resultado comprova a hipótese H₁, indicando que quanto maior a concentração de propriedade, menor será o CCC, proporcionando uma melhor eficiência na gestão do capital de giro.

A variável endividamento (END) apresentou relação negativa ao nível de 10% com o CCC, corroborando com Nunes e Pereira (2019). Por sua vez, a variável tamanho (TAM) mostrou relação negativa como capital de giro, ao nível de 5%, o que significa que empresas maiores possuem um menor CCC, contrariando o estudo de Fiador (2016). Esses resultados sugerem que as empresas maiores ou mais endividadas tendem a gerir de forma mais eficiente seu capital de giro, de forma a minimizar seu CCC.

A variável de identidade do controlador familiar (IC_FAM) apresentou relação positiva com o CCC ao nível de 5%. Isso indica que as empresas com controle familiar tendem a possuir um CCC maior, quando comparadas às empresas geridas por outras empresas ou estrangeiros. Sugere também que as familiares tendem a ter uma gestão menos eficiente do capital de giro.

A variável setor indústria (SET_IND) apresentou uma relação positiva com o CCC, ao nível de 10%, enquanto a de setor serviços (SET-SER) apresentou sinal negativo a 5%. Esses resultados indicam que, conforme esperado, indústrias tendem a ter CCC maiores do que comércios que, por sua vez, têm ciclos maiores do que empresas do setor de serviços, corroborando Nunes e Pereira (2019).

No Modelo 2, cuja variável dependente foi o PME, nota-se que a variável de concentração de propriedade (ATM) também apresentou relação negativa, ao nível de 10%. Evidencia-se, assim, que empresas com maior concentração de propriedade tendem a adotar menores níveis de estoque, adotando postura menos conservadora quanto ao nível de inventário. Assim sendo, a sub-hipótese H_{1a} também pode ser comprovada neste estudo.

A variável crescimento das vendas (CVEN) apresentou relação negativa com o PME, ao nível de 10%, indicando que quanto maior for o crescimento das vendas da firma, melhor será a gestão dos estoques, de forma a reduzi-los, coincidindo com os resultados de Luna (2016).

De forma similar ao Modelo 1, a variável setor serviços (SET-SER) apresentou relação negativa com PME, indicando que as firmas deste ramo apresentam menores níveis de estoques, em concordância com Nunes e Pereira (2019).

Os resultados do Modelo 3 (cuja variável dependente foi o PMPF) apresentaram relação negativa para concentração de controle (AOM) ao nível de 1%, indicando que diferentemente do que se esperava, empresas com alta concentração de controle tendem a pagar os fornecedores em menor prazo do que as com controle mais diluído, rejeitando-se a sub-hipótese H_{1b}. Uma possível explicação é encontrada em Deloof (2003), que cita que empresas podem se aproveitar de descontos financeiros para pagamentos antecipados a fornecedores para maximizarem seus resultados. Dessa forma, apesar de dispender mais recursos para capital de giro, acionistas controladores parecem preferir pagar seus fornecedores em menores prazos.

Ainda conforme Deloof (2003), firmas menos rentáveis levam mais tempo para pagar seus fornecedores, o que foi identificado também no Modelo 3, haja vista que a variável ROA apresentou sinal negativo e significativo ao nível de 1%.

A variável taxa de importação (IMP) apresentou sinal positivo ao nível de 10% apontando que empresas com maiores taxas de importação adotam prazos maiores de pagamento aos fornecedores. Apesar de ser contrário ao esperado, os resultados são consistentes com Nunes e Pereira (2019).

De maneira contrária ao Modelo 1, no Modelo 3, a variável setor indústria (SET_IND) apresentou uma relação negativa ao nível de 10% com o PMPF, apontando que as empresas do setor indústria apresentam um menor prazo médio de

pagamento aos fornecedores, quando comparadas às empresas do setor de comércio.

Finalmente, no Modelo 4 (PMCR), não foi encontrada relação significativa para concentração acionária, seja de propriedade ou de controle. Contudo, pode-se observar que as variáveis de taxa de importação (IMP), crescimento das vendas (CVEN) e endividamento (END) apresentaram relação negativa com o PMCR, ao nível de 1%. O resultado da taxa de importação corrobora Nunes e Pereira (2019), que argumentam que empresas com maiores taxas de importação tendem a reduzir os prazos de recebimento para que não necessitem alocar muito CG na operação, já que o prazo médio de estoque é mais elevado.

Quanto ao crescimento das vendas, entende-se que empresas que estejam com crescimento elevado tendem a não necessitarem de dar maiores prazos de pagamento para seus clientes como medida de incentivo, conforme argumentam Long, Malitz e Ravid (1993). Já a variável de tamanho (TAM) apresentou sinal positivo ao nível de 1% corroborando Fiador (2016).

O setor indústria (SET_IND) apresentou coeficiente positivo e significativo ao nível de 1%, indicando que empresas desse setor fornecem prazos maiores de pagamento do que empresas de comércio, o que era de se esperar. A identidade do controlador estrangeiro (IC_EST) também apresentou coeficiente positivo ao nível de 1%, indicando que empresas cujo controle é realizado por acionistas estrangeiros tendem a ter políticas mais flexíveis de pagamento.

5. Considerações Finais

Este estudo buscou investigar se a gestão do capital de giro das empresas brasileiras pode ser influenciada pela estrutura de propriedade e de controle. Para isso, foram analisadas as empresas ativas e não financeiras listadas na B3 nos anos 2014, 2016 e 2018.

O método do estudo envolveu regressão em painel adotando modelos de efeitos fixos e aleatórios. As proxies selecionadas para capital de giro foram o CCC e seus componentes - PME, PMPF e PMCR. A principal hipótese do estudo (H_1) foi que “há relação negativa entre concentração acionária e ciclo de conversão de caixa”. Adicionalmente, o estudo avaliou a identidade do controlador e seu impacto sobre a eficiência da gestão do capital de giro, de forma a comparar o perfil do controlador estrangeiro, familiar e empresarial.

Em linhas gerais, pode-se dizer que o estudo cumpriu seu objetivo pois trouxe evidências empíricas de que empresas brasileiras com maior concentração de propriedade tendem a adotar um menor CCC, ou seja, uma gestão do capital de giro mais eficiente, e que empresas de controle familiar tendem a adotar um maior CCC.

De forma complementar, além da *proxy* adotada para mensuração do nível de capital de giro, analisou-se como as variações podem ocorrer dentro de cada um dos componentes do CCC. Com isso, conseguiu-se evidenciar que o principal componente afetado pela concentração de propriedade é o prazo médio de estoque, o que nos leva à interpretação de que empresas com maior nível de concentração de propriedade adotam níveis menos conservadores de estocagem, possivelmente em decorrência de pressões exercidas pelos controladores sobre os gestores para uma gestão mais eficiente do capital de giro.

A concentração de controle, por sua vez, só foi significativa quando relacionada ao componente de prazo médio de pagamento. Contudo, os controladores aparentam preferir reduzir o prazo de pagamento, ainda que aumentando o CCC e, portanto, aumentando o nível de capital de giro das empresas. Possivelmente para

conseguirem maior poder de negociação com seus fornecedores, desencadeando em descontos em suas compras, o que pode ser favorável em termos financeiros.

Essa pesquisa preenche uma lacuna na literatura, à medida em que estuda uma relação pouco explorada sobre a relação entre capital de giro e concentração acionária no mercado brasileiro, sendo relevante uma vez que, conforme já explanado, o capital de giro representa grande parte dos recursos das empresas e o mercado acionário brasileiro é caracterizado por grande concentração acionária.

Para estudos futuros, sugerimos a análise de um período de tempo maior e a investigação aprofundada dos fatores que determinam os níveis de cada componente do CCC, examinar cada um dos macro setores e outras formas de mensuração de concentração, incluindo a existência de acordos de acionistas ou outras variáveis, bem como outras formas de mensuração de capital de giro.

Referências

BAÑOS-CABALLERO, S.; GARCÍA-TERUEL, P. J.; MARTÍNEZ-SOLANO, P. Working capital management, corporate performance, and financial constraints. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 3, p. 332-338, 2014.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BLINDER, A. S.; MACCINI, L. J. The resurgence of inventory research: what have we learned?. **Journal of Economic Surveys**, v. 5, n. 4, p. 291-328, 1991.

BRANDÃO, I. F. et al. Composition of the board of directors and pay-performance sensitivity. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 2019.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

DAMI, A. B. T., ROGERS, P., RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus–Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.

DELOOF, M. Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3-4, p. 573-588, 2003.

DITTMAR, A.; MAHRT-SMITH, J.; SERVAES, H. International corporate governance and corporate cash holdings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 111-133, 2003.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FAZZARI, S. M.; PETERSEN, B. C. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. **The RAND Journal of Economics**, v. 24, n. 3, p. 328-342, 1993.

FIADOR, V. Does corporate governance influence the efficiency of working capital management of listed firms: Evidence from Ghana. **African Journal of Economic and Management Studies**, v. 7, n. 4, p. 482-496, 2016.

GILL, A. S.; BIGER, N. The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. **Managerial Finance**, v. 39, n. 2, p. 116-132, 2013.

GOMES, A. Going public without governance: Managerial reputation effects. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 2, p. 615-646, 2000.

HARFORD, J.; MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F. Corporate governance and firm cash holdings in the US. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 3, p. 535-555, 2008.

HILL, M. D.; KELLY, G. W.; HIGHFIELD, M. J. Net operating working capital behavior: a first look. **Financial Management**, v. 39, n. 2, p. 783-805, 2010.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

KIESCHNICK, R.; LAPLANTE, M.; MOUSSAWI, R. Working capital management and shareholders' wealth. **Review of Finance**, v. 17, n. 5, p. 1827-1852, 2013.

KIM, Y. H.; CHUNG, K. H. An integrated evaluation of investment in inventory and credit: A cash flow approach. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 17, n. 3, p. 381-389, 1990.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAMBERSON, M.. Changes in working capital of small firms in relation to changes in economic activity. **American Journal of Business**, v. 10, n. 2, 45-50, 1995.

LAU, J.; BLOCK, J. H. Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms. **Corporate Ownership and Control**, v. 9, n. 4, p. 309-326, 2012.

LONG, M. S.; MALITZ, I. B.; RAVID, S. A. Trade credit, quality guarantees, and product marketability. **Financial Management**, v. 22, n. 4, p. 117-127, 1993.

LUNA, R. G. **A influência das práticas de governança corporativa na gestão do capital de giro das empresas brasileiras**. 2016. 126f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2016.

LUPORINI, C. E. D. M.; SOUSA, A. F. D.; SOUZA, M. S. D.. Gestão do capital de giro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, n. 3, 1997.

MANOEL, A. A. S.; MORAES, M. B. C. Cash Holdings in Brazil: a study considering the effects of financial constraints and the adoption of international financial reporting standards. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 2, p. 118-136, 2019.

MARQUES, T. D. Á.; GUIMARÃES, T.; PEIXOTO, F. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015.

MARTINS, E.; NETO, A.A. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1991.

NUNES, P. H. N.; PEREIRA, V. S. Impacto das importações nos componentes do capital de giro em empresas brasileiras. In: **Anais do SEMEAD 2019 (Seminários em Administração)**. 2019.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2003.

PALOMBINI, N. V. N.; NAKAMURA, W. T. Key factors in working capital management in the Brazilian market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 55-69, 2012.

PETERSEN, M. A.; RAJAN, R. G. Trade credit: theories and evidence. **The Review of Financial Studies**, v. 10, n. 3, p. 661-691, 1997.

SCHIFF, M.; LIEBER, Z. A model for the integration of credit and inventory management. **The Journal of Finance**, v. 29, n. 1, p. 133-140, 1974.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, Part 1, p. 461-488, 1986.

SILVA, A. L. P. et al. Uns mais iguais que outros: A relação entre concentração de propriedade e os acordos de acionistas. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, p. 85-104, 2015.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

TALAMO, G. Corporate governance and capital flows. **Corporate Governance: International Journal of Business in Society**, v. 11, n. 3, p. 228-243, 2011.

VALIPOUR, H.; MORADI, J.; FARSI, F. D. The impact of company characteristics on working capital management. **Journal of Applied Finance and Banking**, v. 2, n. 1, p. 105, 2012.