



Como gerenciar capital de giro durante período de dificuldade financeira?

(Agosto 2021)

Dalton Ieiri

Fundação Getulio Vargas - EAESP

Hsia Hua Sheng

Fundação Getulio Vargas - EAESP

ARTIGO CLÍNICO Nº. 5

Como gerenciar capital de giro durante período de dificuldade financeira?

Dalton Ieiri

Fundação Getulio Vargas - EAESP
dalton.ieiri@gmail.com

Hsia Hua Sheng

Fundação Getulio Vargas - EAESP
Hsia.Sheng@fgv.br

***Abstract.** Os resultados dessa pesquisa evidenciaram as seguintes práticas nas políticas de crédito comercial de empresas em financial distress: redução nos prazos de recebimento de clientes e aumento nos dias de pagamento para fornecedores. Essas práticas são alternativas ao financiamento bancário independentemente do grau de concentração do setor onde as empresas atuam. Nossa pesquisa não encontrou essas mesmas práticas quando uma empresa sofre o efeito tesoura (saldo de tesouraria negativo). Essas empresas continuam expandindo negócios usando aumento dos dias de recebimento de clientes. Esse resultado sugere que o efeito tesoura isolado não pode ser considerado como um indicador de dificuldade financeira, pois desde que essa empresa tenha capacidade de se refinarçar, ela poderá sustentar financeiramente seu modelo de negócio. Adotamos a metodologia de Molina & Preve (2009, 2012) para definir o estado de financial distress. A fim de testar as hipóteses apresentadas, foram coletados os dados de 136 empresas listadas na Bovespa entre o período de 2004 a 2019 e utilizado o modelo econométrico de dados em painel para análise.*

Palavras-chave: Capital de Giro, financial distress, Efeito Tesoura, Crédito Comercial e Concentração Setorial.

JEL codes: G32, F34 e F32

Introdução

Os desafios com o gerenciamento de capital de giro se tornam mais relevantes em períodos de recessão econômica. Considerando a inesperada situação mundial de retração econômica devido à necessidade de fechamento dos negócios para atender com urgência a área de saúde pela expansão do COVID-19, é possível visualizar um panorama de crise econômica em 2020. Conforme o jornal Valor Econômico, que cita o estudo da consultoria Capital Economics, o Brasil está entre os países que mais tempo levará para se recuperar da crise por conta de seu elevado custo fiscal, sendo prevista uma queda do PIB de 5,5% em 2020 e um aumento de 2,5% em 2021. Na mesma linha, a FGV espera uma retração de 4,4% nos serviços e de 7,4% na indústria, sendo o setor agropecuário o único com previsão de alta de 2,9% (FGV IBRE, 2020).

A pesquisa acadêmica de Asquith, Gertner & Scharfstein (1994) demonstrou que 22,2% das causas para as empresas se encontrarem em *Financial Distress* (FD) seria uma recessão da indústria. No mesmo sentido, De Angelo & De Angelo (1990) elencaram o declínio de um setor específico e a retração geral da economia como 2 dos 3 principais motivos para FD. Assim, neste contexto é esperado que os efeitos da crise sejam refletidos na saúde financeira das empresas, e muitas entrem em *financial distress* dentro dos próximos semestres.

O objetivo deste trabalho é avaliar o impacto da política de crédito de clientes e pagamento de fornecedores para empresas em *financial distress*, adotando a metodologia de Molina & Preve (2009, 2012) para definir o estado de *financial distress*. Neste trabalho, utilizou-se 3 indicadores de *financial distress* (FD). Uma empresa é considerada em FD se ela apresentar resultado negativo por 3 anos consecutivos, seja na linha de lucro líquido ou EBIT (DE ANGELO & DE ANGELO, 1990); uma empresa também é considerada em FD se a cobertura de juros, definida por EBITDA/ Despesas Financeiras, for menor do que 0.8 em qualquer ano ou menor que 1,0 por 2 anos consecutivos (ASQUITH, GERTNER & SCHARFSTEIN, 1994). Por fim, uma empresa que apresenta o efeito tesoura, o Passivo Circulante Financeiro maior que o Ativo Circulante Financeiro, por 3 anos consecutivos (FLEURIET ET AL., 2003).

2. Gestão de capital de giro de empresas em *financial distress*

Molina & Preve (2009) estudaram a política de contas a receber de firmas em *Financial Distress* (FD), por conta do *trade-off*, entre a busca por aumento de vendas, através de um incentivo nos prazos de recebimento, e a necessidade de caixa no curto prazo. Observou-se que as empresas que enfrentam dificuldades econômicas, primeiramente, aumentam o crédito para seus clientes em uma tentativa de ganhar mercado e recuperar a lucratividade, contudo, à medida que passam a estar em FD, elas alteram a política de crédito e reduzem seu investimento na conta de clientes.

As evidências sugerem que as empresas usam mais crédito comercial (*trade credit*), como forma de substituição dos financiamentos bancários, durante períodos de crise. Sheng, Bortoluzzo e Santos (2013) confirmaram a utilização de *trade credit* pelas firmas de pequeno porte como fonte de financiamento no Brasil e Argentina, enquanto que no México se utiliza financiamentos de capital próprio. Gonçalves, Schiozer & Sheng (2017) também identificaram uma redução nos prazos de pagamentos a fornecedores de empresas que possuem um alto poder de mercado, durante períodos de crise econômica. Esta ação indica que as empresas que possuem um alto poder de mercado diminuem o efeito de restrições financeiras para os seus fornecedores com o objetivo de evitar uma interrupção na sua cadeia de suprimentos. Assim, o custo operacional por conta de atrasos dos fornecedores seria maior do que o custo financeiro nas reduções de prazo de pagamentos.

Mas, o uso de *trade credit* pode ser custoso para empresas em FD (MOLINA & PREVE, 2012). Fornecedores concedem descontos substanciais para pagamentos antecipados e penalidades para pagamentos em atraso. A literatura salienta uma condição comum no mercado, um desconto de 2% para pagamento em 10 dias (WILNER, 2000). Assumindo esta condição como premissa, o custo de *trade credit* excederia 40% ao ano.

Por fim, a concentração de mercado também influencia a política de contas a receber de empresas em FD (Molina & Preve, 2009). O poder de barganha e a dificuldade das empresas pode reduzir os dias de recebimento de clientes quando elas atuam em um setor competitivo com um número maior de concorrentes. Nesta linha, as empresas em mercados concentrados ou monopolistas teriam uma facilidade de impor prazos menores de recebimento de clientes. O quadro 1 apresenta um resumo das evidências encontradas por Molina & Preve (2009, 2012).

Quadro 1 – Políticas de crédito comercial e *Financial Distress*

	Setor Concentrado	Setor Não Concentrado
Característica das empresas	<ul style="list-style-type: none"> • Maior Poder de Mercado • Empresas de grande porte • Menor assimetria de informação entre mercado financeiro versus fornecedores/clientes • Acesso ao mercado financeiro 	<ul style="list-style-type: none"> • Menor Poder de Mercado • Empresas de médio e pequeno porte • Maior assimetria de informação entre mercado financeiro versus fornecedores/clientes • Menor acesso ao mercado financeiro
Contas a Receber (DSO)	<ul style="list-style-type: none"> • Redução de Contas a Receber • Busca de caixa no curto prazo através da política de recebimento 	<ul style="list-style-type: none"> • Redução de Contas a Receber, contudo com um custo maior do que empresas em mercados concentrados • Busca de caixa no curto prazo através da política de recebimento
Contas a Pagar (DPO)	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de Contas a Pagar, contudo com menor dependência dos fornecedores • Busca de caixa no curto prazo através de formas tradicionais de financiamentos (bancário) 	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de Contas a Pagar e substituição ao financiamento bancário • Busca de caixa no curto prazo através da política de pagamentos

Fonte: Molina & Preve (2009, 2012).

3. Metodologia

3.1. Dados

A base de dados utilizada neste trabalho foi elaborada através da extração de dados da plataforma Bloomberg, além de demonstrações financeiras e notas explicativas pesquisadas nos *websites* das respectivas empresas e da própria Bovespa. A amostra consiste de firmas de capital aberto no Brasil, industriais e de comércio, semelhante ao estudo de Molina & Preve (2009), o resultado foi uma seleção de 136 empresas com balanços publicados entre 2004 e 2019 e 1,798 observações empresas/ano.

3.2. Indicadores de *Financial Distress*

A definição de *financial distress* neste trabalho seguiu indicadores amplamente aceitos na literatura. Neste trabalho, calcula-se a métrica ano a ano e por empresa. Assim, a firma pode estar em FD em um ano e sair no ano seguinte, de acordo com o cálculo do indicador de FD.

- a. **LossFD** - Métrica de *financial distress* seguindo De Angelo & De Angelo (1990)

Uma empresa é considerada em FD se ela apresentar resultado negativo por 3 anos consecutivos, seja na linha de lucro líquido ou EBIT. Esta medida se baseia no entendimento de que, após 3 anos consecutivos de resultados negativos, a empresa provavelmente estará em *financial distress*, mesmo com um baixo nível de alavancagem (PREVE & MOLINA 2009).

$\text{LossFD} = \text{Lucro Líquido ou EBIT} < 0 \text{ por 3 anos consecutivos.}$

1. **FinDIST** - Métrica de *financial distress* seguindo Asquith, Gertner e Scharfstein (1994)

Uma empresa é considerada em FD se a cobertura de juros, definida por EBITDA/ Despesas Financeiras, for menor do que 0.8 em qualquer ano ou menor que 1,0 por 2 anos consecutivos. Este indicador contempla 2 pontos importantes na teoria de *financial distress*, o alto grau de alavancagem por conta das despesas elevadas com juros e a baixa performance econômica devido ao baixo nível de EBITDA (MOLINA & PREVE, 2012).

$\text{FinDIST} = \text{EBITDA} / \text{Despesas Financeiras} < 0,8 \text{ em qualquer ano ou}$

$\text{FinDIST} = \text{EBITDA} / \text{Despesas Financeiras} < 1,0 \text{ por 2 anos consecutivos.}$

2. **EF_Tesoura** - Métrica de efeito tesoura seguindo Fleuriet et al. (2003)

Uma empresa é considerada em efeito tesoura, para fins deste trabalho, se o Passivo Circulante Financeiro for maior que o Ativo Circulante Financeiro por 3 anos consecutivos. Com base nesta métrica, a empresa está com uma dependência prolongada de empréstimos de curto prazo, o que afeta os indicadores de liquidez. Assim, qualquer alteração nas condições de mercado, como redução de vendas ou corte de crédito, pode levar a um estado de insolvência. (BRASIL & BRASIL, 2008).

$\text{EF_Tesoura} = \text{Passivo Circulante Financeiro} > \text{Ativo Circulante Financeiro por 3 anos consecutivos}$

O quadro 2 demonstra o exemplo da Bombril e os indicadores de FD.

Quadro 2 - *Financial Distress* da Bombril

Ano	LossFD	FinDIST	EF_Tesoura
2011	0	0	0
2012	0	0	0
2013	1	1	1
2014	1	0	0
2015	1	1	0
2016	1	1	0
2017	0	0	1
2018	0	0	1
2019	0	0	1

Fonte: Elaborado pelos autores

4. Variáveis e Modelo Econométrico

As variáveis dependentes utilizadas no estudo foram os dias de crédito para clientes (DSO) e os dias de pagamento para fornecedores (DPO), indicadores capazes de capturar as alterações na política de crédito com clientes e de pagamentos a fornecedores em empresas em condição de FD. As definições das variáveis utilizadas no modelo econométrico estão descritas no quadro 3.

Os modelos econométricos foram estimados usando regressão com dados em painel seguindo as equações abaixo. A fim de avaliar o método mais adequado, entre Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, foi efetuado o teste de Hausman e o resultado demonstrou o uso de Efeitos Aleatórios para as equações em que a variável dependente é o DSO (Recebimento de Clientes) e uso de Efeitos Fixos em que a variável dependente é o DPO (Pagamento a Fornecedores).

i. Dados em Painel - Efeitos Aleatórios: DSO - *Financial Distress*

$$DSO_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 DPO_{i,t} + \beta_2 DII_{i,t} + \beta_3 EBITDA_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 \Delta Receita_{i,t} + \beta_6 FD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ii. Dados em Painel - Efeitos Fixos: DPO - *Financial Distress*

$$DPO_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 DSO_{i,t} + \beta_2 DII_{i,t} + \beta_3 EBITDA_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 \Delta Receita_{i,t} + \beta_6 FD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Quadro 3 – Definição das Variáveis

Variável		Definição	Referência
Dependente	DSO	A média de dias de recebimento de clientes	Molina & Preve (2009)
	ou DPO	A média de dias de pagamento a fornecedores	Molina & Preve (2012)
Controle	EBITDA	Margem operacional, medido pela razão do EBITDA pelos ativos totais	Deloof (2003)
	Leverage	Endividamento, medido pela razão dos empréstimos de curto e longo prazo pelos ativos totais	Petersen & Rajan (1997)
	Δ Receita	Variação da receita entre o início e o final do período	Molina & Preve (2009)
	DPO	A média de dias de pagamento a fornecedores	Molina & Preve (2009)
	DSO	A média de dias de recebimento de clientes	Molina & Preve (2012)
	DII	A média de dias de inventário	Molina & Preve (2009, 2012)
Interesse / Independente (<i>Dummy</i>)	LossFD	Variável dummy = 1, se o lucro líquido ou EBIT < 0 por 3 anos consecutivos	De Angelo & De Angela (1990)
	FinDIST	Variável dummy = 1, se EBITDA / Desp. Financeiras < 0,8 (em qualquer ano) ou EBITDA / Desp. Financeiras < 1,0 (por 2 anos consecutivos)	Asquith et al. (1990)
	EF_Tesoura	Variável dummy = 1, se o Passivo Circulante Financeiro > Ativo Circulante Financeiro (por 3 anos consecutivos)	Do Prado et al. (2018)

5. Discussão de Resultados

Este trabalho tem o objetivo de avaliar a política de contas a receber e pagar de empresas brasileiras em *financial distress*. Para isso, foram coletados os dados de 136 empresas listadas na Bovespa entre os anos de 2004 e 2019, a fim de elencar as empresas e os períodos em que a situação de FD foi identificada, conforme os indicadores de FD definidos por De Angelo & De Angelo (1990), Asquith, Gertner, & Scharfstein (1994) e o efeito tesoura (FLEURIET Et AL. 2003).

O resultado da pesquisa evidenciou as seguintes práticas na gestão de capital de giro de empresas em *financial distress*:

- a. Redução nos prazos de recebimento de clientes (Tabela 1)

- b. Aumento nos dias de pagamento para fornecedores (Tabela 2)
- c. Em mercados não concentrados, que engloba empresas de pequeno e médio porte (Tabela 3), utilizam-se da redução de dias de clientes como uma alternativa ao financiamento bancário (Tabela 4).

A primeira prática, redução nos dias de recebimento de clientes, foi constatada nas empresas em *financial distress*, através do resultado apresentados na tabela 1 e a um nível de significância de 10%. O que demonstra uma busca por geração de caixa através da redução do investimento no contas a receber, este mesmo efeito está em linha com os resultados de Molina & Preve (2009).

A empresa Bombril citada neste trabalho esteve em *financial distress* entre o período de 2013 a 2016, para os anos de 2013, 2015 e 2016, ambos os indicadores de FD (LossFD e FinDIST) apontaram a presença de *financial distress*. Em matéria do jornal O Estado de São Paulo, Sacaramuzzo (2017) descreve que a Bombril contratou no final de 2015 uma consultoria especializada em reestruturação de empresas em dificuldades financeiras, pois no auge da crise em 2015 a Bombril correu o risco de entrar em recuperação judicial. Vale ressaltar que de 2011 a 2015 a Bombril acumulou um prejuízo líquido de R\$ 631 milhões, o que demonstra a situação crítica da empresa na época.

É possível verificar uma drástica redução do prazo de recebimento na empresa Bombril no ano de 2016, após a contratação da consultoria especializada em reestruturação. Os dias de crédito para clientes foram reduzidos de uma média de 60 dias, no período de 2005 até 2019, para 49 dias em 2016, último ano em que a Bombril apresentou a condição de FD. Essa mudança na política de crédito representa uma busca por caixa no curto prazo através da conta de clientes.

A segunda prática para a administração de capital de giro foi o aumento no prazo de pagamento para fornecedores de empresas em FD. Conforme tabela 2, os resultados apontaram de forma consistente uma relação positiva e significativa a 5% entre os dias de pagamentos para fornecedores (DPO) e a variável *dummy* de *financial distress* (LossFD).

Os fornecedores se tornam uma alternativa aos financiamentos bancários, pois eles estão em uma posição privilegiada, por terem acesso às informações rápidas sobre a operação de seus clientes, através do fluxo de pagamentos e atrasos. Adicionalmente, existe a possibilidade de recuperar os créditos pela devolução das mercadorias, segundo Petersen & Rajan (1997).

A Bombril também utilizou o alongamento no prazo de fornecedores para aliviar sua necessidade de caixa. A empresa, no auge da crise, em 2105, possuía dívidas em torno de R\$ 900 milhões, deste total R\$ 570 milhões de débitos fiscais foram renegociados e as obrigações com fornecedores da ordem de R\$ 140 milhões foram parceladas em 36 vezes (SCARAMUZZO, 2017), o que caracteriza o aumento no prazo de pagamento destes títulos.

As renegociações de dívidas e os parcelamentos de débitos com fornecedores ocorrem, muitas vezes, sem nenhuma aplicação de juros sobre o valor de face. Portanto, nestes casos, não é válida a premissa de que o financiamento de fornecedores tem um custo maior do que o financiamento bancário, por conta do não aproveitamento de descontos para pagamento antecipado (WILNER, 2000).

Por último, avaliou-se as políticas de crédito comercial de empresas em FD que atuam em mercados não concentrados. Para realizar a classificação da concentração de mercado, foi aplicado a segmentação da Bovespa e o indicador Herfindahl-Hirschman (HHI) no cálculo de setores concentrados. Somente os setores de Fios e Tecidos e Material Rodoviário foram classificados como não concentrados, a lista de empresas se encontra na tabela 3.

Nesses 2 setores que englobam, em sua maioria, empresas de pequeno e médio porte, a tabela 4 constata a redução nos prazos de recebimento de clientes a uma significância de 5%. Este resultado evidencia a teoria apresentada por Sheng, Bortoluzzo & Santos (2013) de que as empresas de pequeno porte buscam no crédito comercial uma alternativa ao financiamento mais tradicional, como o bancário.

Laguna (2020) demonstrou, em seu artigo “Grandes empresas viram ‘bancos’ de fornecedores que não obtêm crédito”, as práticas da varejista Renner, maior companhia de varejo de moda do Brasil, durante a atual pandemia do Covid-19.

A Renner financiou o setor de fios e tecidos (não concentrados), com isso foi possível diminuir o prazo de recebimento de clientes da cadeia de fios e tecidos, que possuem 2 empresas em *financial distress* em 2019 (Karsten e Cia Ind. Cataguases). A empresa disponibilizou de R\$ 300 milhões a R\$ 400 milhões em crédito aos seus fornecedores da indústria têxtil (fios e tecidos), classificados neste estudo como mercado não concentrado. Ao mesmo tempo, a Renner obteve a uma linha de crédito do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) para financiar esta operação.

O referido artigo do Jornal O Estado de São Paulo menciona os dados fornecidos pela ABIT (Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção), demonstrando que na cadeia de tecidos e vestuário existe cerca de R\$ 20 bilhões em crédito comercial gerados internamente, através das transações a prazo, o que mostra a importância deste instrumento para o setor (LAGUNA, 2020).

A estratégia utilizada pela Renner para diminuir o efeito das restrições financeiras sobre os seus fornecedores, durante a crise econômica ocasionada pela Covid-19, pode ser observada em outros períodos de retração econômica. A média de dias de pagamentos (DPO) da Renner entre 2005 e 2019 foi de 97 dias, entretanto, em 2008 (crise do *subprime* e Lehman Brothers), o DPO reduziu para 58 dias. Em 2015, ano que o PIB brasileiro caiu 3,8% e obteve o pior resultado em 25 anos, o prazo médio de pagamento da Renner foi de 79 dias. Assim, podemos verificar a prática da Renner de conceder crédito para os seus fornecedores em períodos de crise, não sendo um caso isolado em decorrência da Covid-19.

Conclui-se que as práticas de mercado na administração de capital de giro ratificam 2 teorias discutidas neste trabalho.

Primeiro, o crédito comercial como alternativa ao financiamento bancário em empresas de pequeno e médio porte, bem como o maior acesso de grandes empresas a outras fontes de financiamentos (SHENG, BORTOLUZZO & SANTOS, 2013).

Segundo, o papel das grandes empresas, que possuem um alto poder de mercado, para aliviar o efeito das crises financeiras de pequenas e médias empresas dentro da sua cadeia de suprimentos. Este alívio se dá através da redução nos prazos de pagamentos a fornecedores, como foi observado no exemplo da Renner, que financiou o setor de fios e tecidos, o qual possui 2 empresas da amostra em FD na amostra (Karsten e Cia Ind. Cataguases), e possibilitou a redução nos prazos de recebimentos de clientes deste setor. Segundo Gonçalves, Schiozer & Sheng (2017), esta prática pode evitar ruptura da cadeia de suprimentos que teria um custo elevado para empresas com alto poder de mercado.

A crise da Covid-19 acelerou o efeito nas empresas classificadas em *financial distress* no ano de 2019. Um exemplo é a empresa Restoque, dona das marcas Le Lis Blanc, Dudalina e John John, que protocolou o plano de recuperação extrajudicial em junho de 2020. Em artigo do Jornal Folha de São Paulo, Moura (2020) descreve: “a Restoque suspendeu os pagamentos de juros aos debenturistas até junho de 2023. Para pagar os credores, em sua maioria bancos e fundos de investimento, a companhia

planeja uma nova emissão de debêntures, que pode chegar a R\$ 605 milhões, e de ações ordinárias, de, pelo menos, R\$150 milhões. A dívida, composta quase totalmente pelas debêntures, é de cerca de R\$ 1,5 bilhão”.

A rede de livrarias Saraiva, que já estava em recuperação judicial desde 2018, também viu seu plano de reestruturação ruir com as consequências da pandemia. Em artigo da revista *Veja*, Mendes (2020) aponta “Com dificuldades de arcar com compromissos de sua recuperação judicial, a rede vê suas lojas definharem. Por conta de atrasos nos pagamentos aos credores, diversas editoras entraram com uma ação na Justiça para recolherem os títulos que estão consignados à varejista. Com a expectativa de levantar ao menos R\$ 277 milhões e mitigar os danos acentuados pela pandemia, a Saraiva informou ao mercado o plano de se desfazer de metade de suas lojas, são 61 atualmente.” A Saraiva também anunciou o congelamento de todos os pagamentos, o que acarreta um efeito financeiro em cascata dentro do setor.

Este trabalho avaliou o impacto do efeito tesoura nas políticas de crédito comercial, a variável dummy *EF_Tesoura* demonstrou, na tabela 6, um sinal positivo e significativo a 1% em relação ao DSO, o sinal demonstrado é inverso se comparado com as variáveis de *Financial Distress*. Ou seja, as empresas que apresentaram o efeito tesoura, ou saldo de tesouraria negativo por 3 anos consecutivos aumentaram o saldo de contas a receber, sendo um indicativo de uma estratégia mais expansiva para aumentar a participação de mercado, semelhante a um estágio pré *financial distress* (MOLINA & PREVE, 2019).

O resultado do teste não era esperado, quando a hipótese foi levantada, porque a expectativa era de que o efeito tesoura teria o comportamento semelhante às variáveis de *financial distress*. Pois, o modelo Fleuriet e o efeito tesoura são muito utilizados no Brasil para avaliação de crédito e solvência de empresas (DO PRADO ET AL., 2018).

O caso da Bombril evidencia a discrepância entre as variáveis de FD (*LossFD* e *FinDIST*) e o *EF_Tesoura*, pois, entre 2017 e 2019, a empresa apresentou o efeito tesoura por 3 anos consecutivos com um saldo médio negativo em tesouraria de R\$ 198 milhões, neste mesmo período a Bombril não estava em FD seguindo os critérios deste estudo. Como referência nos anos em que a empresa foi classificada como FD (2013 até 2016), o saldo médio em tesouraria foi de R\$ 44 milhões negativos.

Sacaramuzzo (2017) descreve o resultado positivo obtido em 2017 pela Bombril e os frutos colhidos após as ações de reestruturação tomadas, a partir de 2015. Este

resultado se deu, mesmo com um salto no saldo negativo em tesouraria de R\$ 53 milhões em 2015 para R\$ 156 milhões em 2017.

Ao se avaliar a evolução do valor de mercado da Bombril, observou-se a ineficiência da variável EF_Tesoura para demonstrar empresas em *financial distress*. O valor de mercado da Bombril caiu de R\$ 416 milhões no final de 2012 para R\$ 110 milhões em 2016 (período de FD), o que mostra o impacto e a percepção do mercado sobre a saúde financeira e operacional da Bombril. Contudo, no período do efeito tesoura (2017 a 2019), com elevado saldo negativo em tesouraria, a empresa passou de um valor de R\$ 110 milhões para R\$ 531 milhões.

A empresa Eucatex é mais um exemplo de que o efeito tesoura não reflete o estado de *financial distress*. Dentro da amostra, a Eucatex apresentou saldo negativo em tesouraria (EF_Tesoura) de 2011 até 2019, e em nenhum momento foi classificada como empresa em *financial distress*. Em matéria do jornal Valor Econômico (2019), “A produtora de painéis de madeira Eucatex registrou lucro líquido de R\$ 19,8 milhões no terceiro trimestre de 2019, o equivalente a sete vezes o resultado de R\$ 2,7 milhões apurado no mesmo trimestre de 2018”. O valor de mercado da empresa em 2019 foi de R\$ 2,5 bilhões, um aumento de 527% com relação a 2018, e mesmo após a crise da Covid-19, o valor de mercado ainda se mantém 175% acima de 2018, avaliado em R\$ 1,1 bilhões em setembro de 2020.

Portanto, os indicadores LossFD e FinDIST se mostraram mais eficazes para identificar empresas em *financial distress*, enquanto o EF_Tesoura demonstrou uma característica semelhante ao pré *financial distress*, fato também apontado quando se analisou o impacto na política de clientes. Além disso, o efeito tesoura não consegue demonstrar o estado de *financial distress* porque somente o fato de o passivo financeiro estar descoberto não significa que haverá a saída de caixa no curto prazo, já que essa dívida pode ser refinanciada. Desta forma, a empresa pode conviver por um longo período com saldo negativo em tesouraria (efeito tesoura), somente pagando os juros da dívida e rolando o seu principal, ano a ano.

Vale ressaltar que o monitoramento das empresas com efeito tesoura se mantém importante, porque qualquer alteração nas condições de crédito ou na capacidade de rolagem da dívida fará a empresa entrar em um estágio de insolvência iminente (BRASIL & BRASIL, 2008).

6. Conclusão

Os resultados dessa pesquisa evidenciaram as seguintes práticas operacionais nas políticas de crédito comercial de empresas em *financial distress*: redução nos prazos de recebimento de clientes e aumento nos dias de pagamento para fornecedores. Essa tendência foi evidenciada não só nas empresas dos setores concentrados, mas também nas empresas dos setores não concentrados.

Embora tenha considerado custos de “crédito” de fornecedores e de clientes, as empresas ainda preferem crédito comercial em FD. Se a dificuldade financeira for prolongada, é possível que a empresa se complique ainda mais usando capital de giro operacional. Assim, é importante identificar os custos envolvidos em cada prática, no caso da redução de prazos de recebimento se observa a de redução de Market Share e competitividade no mercado ou despesa financeira através do uso de *factoring*. Já no contas a pagar, um alongamento dos prazos pode significar a perda de descontos obtidos para pagamento antecipados e um declínio na lucratividade.

Cabe também avaliar o tipo de relacionamento com os seus parceiros (clientes e fornecedores), pois ele influencia o custo de crédito comercial de empresas em *financial distress*. Conforme apresentado, a ruptura da cadeia de suprimentos traz consequências maiores do que o impacto financeiro pela alteração nos prazos de pagamento ou recebimento. Outros fatores como a assimetria de informação, custos para troca de agentes na cadeia de valor e recuperação de ativos podem ser facilitadores na utilização de crédito comercial. Assim, os parceiros comerciais podem se tornar parceiros “financeiros” na obtenção de um financiamento com custo competitivo.

Por fim, nosso resultado também sugere que o efeito tesoura isolado não pode ser considerado como um indicador de dificuldade financeira. Desde que essa empresa tenha capacidade de se refinarçar, essa empresa não terá problema de sustentar financeiramente seu modelo de negócio.

7. Referências

- Almazari, Ahmad Aref (2013). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from Saudi cement companies. *British Journal of Economics, Management & Trade*, v. 4, n. 1, p. 146-157.
- Almeida, Juliano Ribeiro; Eid Jr, William (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*, v. 67, n. 5, p. 924-934.
- Almeida, Juliano Ribeiro (2010). *Gestão do capital de giro, acesso a financiamentos e valor da empresa*. Tese de Doutorado.

- Asquith, Paul; Gertner, Robert; Scharfstein, David (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, n. 3, p. 625-658.
- B3 Brasil Bolsa Balcão (2020). *Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm> Acesso em: maio 2020.
- Braga, Roberto; Nossa, Valcemiro; Marques, José Augusto Veiga da Costa (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 15, n. SPE, p. 51-64.
- Brandão, Raquel (2020). Ação da Bombril sobe 15% com resultados positivos. *Valor Investe*. 15 jun. 2020. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2020/06/15/acao-da-bombril-sobe-15percent-com-resultados-positivos.ghtml>. Acesso em: 03 set. 2020.
- Carvalho, A. T. (2004). *Modelo de previsão de insolvência para empresas comerciais*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.
- Conceição, Ana (2020). Brasil está entre os que levará mais tempo para se recuperar, diz consultoria. *Valor, São Paulo*, 29 abr. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/04/29/brasil-esta-entre-os-que-levarao-mais-tempo-para-se-recuperar-diz-consultoria.ghtml>>. Acesso em: 2 jul. 2020.
- Deangelo, Harry; Deangelo, Linda (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, v. 45, n. 5, p. 1415-1431.
- Deloof, Marc (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of business finance & Accounting*, v. 30, n. 3-4, p. 573-588.
- FGV IBRE Fundação Getúlio Vargas – Instituto Brasileiro de Economia (2020). Disponível em: <www.portalibre.fgv.br> . Acesso: Jul-2020.
- Fleuriet, M; Kehdy, R.; Blanc, G. (1978). *A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um método de análise, orçamento e planejamento financeiro*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral.
- Fleuriet, M; Kehdy, R.; Blanc, G. (2003). *O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo modelo de análise, orçamento e planejamento financeiro*. Belo Horizonte: Campus.
- Gardner, Mona J.; Mills, Dixie L.; PopE, Ralph A. (1986) Working capital policy and operating risk: An empirical analysis. *Financial Review*, v. 21, n. 3, p. 31-31.
- Gill, A., Biger, N., E Matur, N. (2010) The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and economics journal*, v.10, n.1, p. 1-9.
- Gonçalves, Adalto Barbaceia; Schiozer, Rafael F.; Sheng, Hsia Hua (2018). Trade credit and product market power during a financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, v. 49, p. 308-323.
- Hackbarth, Dirk; Hennessy, Christopher A.; Leland, Hayne E. (2007) Can the trade-off theory explain debt structure?. *The Review of Financial Studies*, v. 20, n. 5, p. 1389-1428.

- Hill, Matthew D.; Kelly, G. Wayne; Highfield, Michael J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial management*, v. 39, n. 2, p. 783-805.
- Laguna, Eduardo (2020). Grandes empresas viram 'bancos' de fornecedores que não obtêm crédito. *Estado de S. Paulo*, 08 jul. 2020. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,grandes-empresas-viram-bancos-de-fornecedores-que-nao-obtem-credito,70003357078>>. Acesso em: 03 set. 2020.
- Marques, José Augusto Veiga Da Costa; Braga, Roberto (1995). Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*, v. 35, n. 3, p. 49-63.
- Mendes, Felipe (2020). Decadência de Saraiva e Cultura pode abrir espaço para livrarias menores. *Veja*, 29 jul. 2020. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/decadencia-de-saraiva-e-cultura-pode-abrir-espaco-para-livrarias-menores/>>. Acesso em 07 set. 2020.
- Molina, Carlos A.; Preve, Lorenzo A. (2012). An empirical analysis of the effect of financial distress on trade credit. *Financial Management*, v. 41, n. 1, p. 187-205,.
- Molina, Carlos A.; Preve, Lorenzo A. (2009). Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress. *Financial management*, v. 38, n. 3, p. 663-686.
- Moura, Júlia (2020). Empresas chamam credores e fazem renegociação em série de debêntures. *Folha de São Paulo*, 05 ago. 2020. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/07/empresas-chamam-credores-e-fazem-renegociacao-em-serie-de-debentures.shtml>>. Acesso em 07 set. 2020.
- Nascimento, Cristiano et al. (2012) Tipologia de Fleuriet e a crise financeira de 2008. *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 4, p. 40-59.
- Opler, Tim C.; Titman, Sheridan (1994). Financial distress and corporate performance. *Journal of finance*, v. 49, n. 3, p. 1015-1040.
- Opler, Tim; Titman, Sheridan (1993). The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *Journal of Finance*, v. 48, n. 5, p. 1985-1999.
- Pandoveze, C.L.; Benedicto, G. C. (2010) *Análise das demonstrações financeiras*. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning.
- Pescuma, Derna; Castilho, Antonio Paulo F. (2002). *Trabalho acadêmico—O que é. Como fazer*.
- Petersen, Mitchell A.; Rajan, Raghuram G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *Review of Financial Studies*, v. 10, n. 3, p. 661-691.
- Prado, José Willer et al. (2018). Uma abordagem para análise do risco de crédito utilizando o modelo Fleuriet. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 12, n. 3.
- Preve, Lorenzo A. (2004) *The use of trade credit under extreme conditions: financial distress and financial crisis*. Tese de Doutorado.
- Rocha, Irani; Klann, Roberto Carlos; Hein, Nelson (2010). Utilização do modelo Fleuriet na análise da gestão do capital de giro de empresas brasileiras do setor de siderurgia. In: *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.

- Sacaramuzzo, Mônica (2020). Dois anos após fundo do poço, Bombril volta ao azul e planeja investimentos. *Estado de S. Paulo*, 02 ago. 2017. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,dois-anos-apos-fundo-do-poco-bombril-volta-ao-azul-e-planeja-investimentos,70001920042>>. Acesso em: 03 set. 2020.
- Sanvicente, A. Z.; Minardi, A. M. A. F. (1998). *Identificação de indicadores contábeis significativos para a previsão de concordata de empresas*. São Paulo: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Working Paper.
- Sheng, H. H.; Bortoluzzo, A. B.; Dos Santos, G. A. P. (2013). Impact of Trade Credit on Firm Inventory Investment During Financial Crises: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Finance & Trade*, v. 49, p. 32–52.
- The United States Department Of Justice (2020). *Herfindahl-Hirschman Index. An official website of the United States government*. Estados Unidos, 31 jul. 2018. Disponível em: < <https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>>. Acesso em: 3 jul. 2020.
- Wilner, Benjamin S. (2020) The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit. *The journal of finance*, v. 55, n. 1, p. 153-178.

Tabela 1 - Resultado das equações (DSO)

Variável Dependente: DSO (<i>Days Sales Outstanding</i>)							
Variáveis	LossFD				FinDIST		
	Coefficiente	Erro Padrão	p-valor		Coefficiente	Erro Padrão	p-valor
LossFD	(4.080)	2.276	0.073	*	-	-	-
FinDIST	-	-	-		(1.460)	2.094	0.485
DPO	0.065	0.021	0.002	***	0.063	0.021	0.002 ***
DII	0.097	0.014	0.000	***	0.097	0.014	0.000 ***
EBITDA	(5.048)	5.390	0.349		(4.170)	5.751	0.468
Leverage	(7.684)	3.453	0.026	**	(8.249)	3.447	0.016 **
Δ Receita	(6.851)	2.276	0.073	*	(6.875)	1.632	0.000 ***
* Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%							
R ² (sq)	0.055				0.054		
Observações	1,798				1,798		

Tabela 2 - Resultado das equações (DPO)

Variável Dependente: DPO (<i>Days Payment Outstanding</i>)							
Variáveis	LossFD				FinDIST		
	Coefficiente	Erro Padrão	p-valor		Coefficiente	Erro Padrão	p-valor
LossFD	5.766	2.541	0.023	**	-	-	-
FinDIST	-	-	-		0.873	2.344	0.709
DSO	0.084	0.027	0.001	***	0.082	0.027	0.002 ***
DII	0.230	0.016	0.000	***	0.231	0.016	0.000 ***
EBITDA	(16.020)	6.011	0.007	***	-18.613	6.406	0.003 ***
Leverage	7.986	3.975	0.044	**	8.999	3.973	0.023 **
Δ Receita	(8.943)	1.803	0.000	***	(9.046)	2.344	0.709
* Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%							
R ² (sq)	0.656				0.655		
Observações	1,798				1,798		

Tabela 3: Lista de empresas de mercados não concentrados

Fios e Tecidos	Material Rodoviário
CEDRO	FRAS-LE
COTEMINAS	MARCOPOLO
DOHLER	RANDON PART
IND CATAGUAS	RECRUSUL
KARSTEN	RIOSULENSE
PETTENATI	TUPY
SANTANENSE	WETZEL S/A
SPRINGS	
TEX RENAUX	

Tabela 4: Resultado das equações (Concentração de Mercado - DSO)

DSO (Days Sales Outstanding)								
Variável Dependente	Mercado Não concentrado				Mercado Concentrado			
	Coefficiente	Erro Padrão	p-valor		Coefficiente	Erro Padrão	p-valor	
FinDIST	(6.890)	3.470	0.048	**	(0.243)	2.389	0.918	
DPO	(0.034)	0.037	0.359		0.007	0.024	0.001	***
DII	0.086	0.026	0.001	***	0.102	0.016	0.000	***
EBITDA	21.592	14.594	0.140		(4.299)	6.217	0.489	
Leverage	10.037	6.809	0.141		(9.937)	3.818	0.009	***
Δ Receita	(3.382)	2.144	0.116		(8.424)	2.389	0.000	***
* Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%								
R^2 (sq)	0.107				0.059			
Observações	225				1,573			

Tabela 5: Resultado das equações (Concentração de Mercado - DPO)

DPO (Days Payment Outstanding)								
Variável Dependente	Mercado Não concentrado				Mercado Concentrado			
	Coefficiente	Erro Padrão	p-valor		Coefficiente	Erro Padrão	p-valor	
FinDIST	(0.258)	6.392	0.967		4.344	2.500	0.082	*
DSO	(0.077)	0.126	0.541		0.083	0.027	0.002	***
DII	0.334	0.045	0.000	***	0.211	0.017	0.000	***
EBITDA	112.258	25.620	0.000	***	(26.409)	6.457	0.000	***
Leverage	59.208	12.078	0.000	***	2.458	4.128	0.551	
Δ Receita	(18.719)	3.763	0.000	***	(5.632)	2.040	0.005	***
* Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%								
R^2 (sq)	0.701				0.662			
Observações	225				1,573			

Tabela 6 - Resultado das equações (Efeito Tesoura)

Efeito Tesoura (Variável <i>dummy</i>)								
Variável Dependente	DSO (<i>Days Sales Outstanding</i>)				DPO (<i>Days Payment Outstanding</i>)			
	Coefficiente	Erro Padrão	p-valor		Coefficiente	Erro Padrão	p-valor	
EF_Tesoura	8.205	2.356	0.000	***	1.557	2.678	0.560	
DSO	-	-	-		0.080	0.027	0.003	***
DPO	0.062	0.021	0.003	***	-	-	-	
DII	0.096	0.014	0.000	***	0.231	0.016	0.000	***
EBITDA	(2.507)	5.180	0.628		(19.638)	5.807	0.007	***
Leverage	(10.658)	3.468	0.002	***	8.753	4.011	0.029	**
Δ Receita	(6.733)	2.109	0.000	***	(9.123)	1.804	0.000	***
* Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%								
R^2 (sq)	0.060				0.054			
Observações	1,798				1,626			