

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

SIN EUN LEE

GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS
Uma análise comparativa entre empresas locais e multinacionais

SÃO PAULO
2016

SIN EUN LEE

GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Uma análise comparativa entre empresas locais e multinacionais

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração Empresas.

Campo de conhecimento:
Finanças Corporativas

Orientador:
Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

SÃO PAULO

2016

Lee, Sin Eun.

Gestão de Capital de Giro na Internacionalização das Empresas – Uma análise comparativa entre empresas locais e multinacionais / Sin Eun Lee. - 2016.

67 f.

Orientador: Hsia Hua Sheng

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas multinacionais. 2. Capital de giro. 3. Aprendizagem organizacional. 4. Empresas brasileiras. 5. Títulos de crédito. I. Sheng, Hsia Hua. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.153

SIN EUN LEE

GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Uma análise comparativa entre empresas locais e multinacionais

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração Empresas.

Campo de conhecimento:
Finanças Corporativas

Orientador:
Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

Data de avaliação:

Banca examinadora:

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Jose Evaristo dos Santos
FGV-EESP

Prof(a). Dr(a). Daniela Verzola Vaz
UNIFESP

AGRADECIMENTOS

Aos Professores Dr. Hsia Hua Sheng e Dra. Daniela Verzola Vaz pelos ensinamentos e orientação.

A todos os Professores do Mestrado Profissional em Administração pelo compartilhamento de conhecimentos.

À Ji, pela paciência, companhia e incentivo durante o período que me dediquei aos estudos.

Aos amigos e colegas do mestrado por compartilharem o esforço e descontração.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é testar empiricamente se a gestão de capital de giro adotada pelas empresas multinacionais em outros países se altera na internacionalização em países complexos como o Brasil. Baseado nas respostas a um questionário obtido de uma amostra de 182 empresas do setor eletroeletrônico, elétrico, e de máquinas e equipamentos do Brasil, testes foram conduzidos para encontrar correlação na decisão de uso de cessão de direitos creditórios com a distância psíquica e o tempo de experiência dessas empresas no Brasil. Resultados apontam a maior propensão no uso de cessão de direitos creditórios como ferramenta alternativa de financiamento de curto prazo pelas empresas multinacionais sediadas em países mais distantes psiquicamente e com menor tempo de experiência no Brasil. Estudos sobre finanças internacionais indicam que uma maior distância psíquica das empresas multinacionais aumenta a aversão a incertezas e riscos, e, logo, a necessidade de manutenção de maiores níveis de caixa. Dependendo do tempo de experiência das empresas no mercado estrangeiro, a distância psíquica pode ser minimizada por meio de um processo de aprendizagem organizacional.

Palavras-chave: *Liability of foreignness*. Internacionalização. Aprendizagem das empresas multinacionais. Gestão de capital de giro. Cessão de direitos creditórios.

ABSTRACT

The aim of this research is to empirically test if the working capital management adopted by multinational companies can be altered in foreign market entries of complex countries like Brazil. Based on the results of a survey of 182 companies in the electro-electronics and machinery sectors in Brazil, tests were conducted to analyze the correlation between the decisions of companies to use factoring with psychic distance and elapsed time of operation in Brazil. Results led to a higher propensity in the use of factoring as an alternative tool for short-term financing by multinationals companies with a greater psychic distance and with less elapsed time of operation in Brazil. Research on international business suggest that greater psychic distance of multinationals companies increase the uncertainty and risks avoidance, thus leading to a higher demand in cash holdings. Depending on the elapsed time of operation in the foreign market, psychic distance can be shortened through a process of organizational learning.

Keywords: Liability of foreignness. Internacional Business. Organizational Learning. Working Capital Management. Factoring

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1	Comparativo: aquisição de recebíveis por tipo de instituição.....	12
Figura 1	– Modelo conceitual de Petersen e Pedersen	22
Figura 2	– Modelo de Petersen e Pedersen - Diferentes processos de aprendizagem	23
Quadro 2	Variáveis de Interesse e de Controle	26

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis utilizadas para Análise e Resultado dos Testes Univariado.....	37
Tabela 2 - Modelos de Regressão Logística - Variável dependente: Decisão de antecipar os créditos - Todas as modalidades de antecipação dos créditos	43
Tabela 3 - Modelos de Regressão Logística - Variável dependente: Decisão de antecipar os créditos - Somente na modalidade sem direito de regresso	44
Tabela 4 - Perfil dos respondentes.....	45
Tabela 5 – Origem do capital, índice de distância psíquica, ano de fundação.....	46
Tabela 6 – Área de atuação geográfica, frequência de compra, percentual de vendas a prazo	46
Tabela 7 – Canal de Distribuição, sendo 1 o mais importante.....	47
Tabela 8 – Porte da Empresa.....	47
Tabela 9 – Investimento em P&D e Uso de Seguro de Crédito.....	48
Tabela 10 – Outras variáveis	49
Tabela 11 – Estatística Descritiva, Coeficientes de Correlação de Pearson	50

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REVISÃO DE LITERATURA	14
2.1	IMPACTO DA DISTÂNCIA CULTURAL E PSÍQUICA NAS PRÁTICAS FINANCEIRAS.....	14
2.2	CAPACIDADE DE APRENDIZAGENS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS	19
3	METODOLOGIA	24
3.1	DADOS	24
3.2	MÉTODOS.....	27
3.3	VARIÁVEIS DE INTERESSE (IDP, ORIGEM)	29
3.4	VARIÁVEIS DE CONTROLE (CUSTO DE TRANSAÇÃO, ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS, ECONOMIA DE ESCALA E NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO)	30
4	RESULTADOS TESTE UNIVARIADO	34
4.1	VARIÁVEIS DE INTERESSE (IDP, ORIGEM)	34
4.2	RESULTADO VARIÁVEIS DE CONTROLE (CUSTO DE TRANSAÇÃO, ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS, ECONOMIA DE ESCALA E NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO)	35
5	RESULTADOS MODELOS DE REGRESSÃO LOGÍSTICA	38
5.1	VARIÁVEIS DE INTERESSE (IDP, ORIGEM)	38
5.2	VARIÁVEIS DE CONTROLE (CUSTO DE TRANSAÇÃO, ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS, ECONOMIA DE ESCALA E NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO)	42
6	APRESENTAÇÃO DOS DADOS	45
7	CONCLUSÃO	51
	REFERÊNCIAS	53
	APÊNDICE A – DETERMINANTES PARA A DECISÃO DE USO DE CESSÃO DE CRÉDITO (LITERATURA)	59

1 INTRODUÇÃO

Fazer negócios no Brasil não é uma tarefa fácil para as empresas. De acordo com uma pesquisa realizada pelo Banco Mundial sobre a facilidade de se fazer negócios em 189 países, o Brasil ficou na 116º posição no ranking de 2016 (WORLD BANK, 2016). Por exemplo, a abertura de uma empresa no Brasil demora 101,5 dias, na Nova Zelândia, a líder do ranking, leva 0,5 dias. Em outros indicadores utilizados para apurar o ranking geral, o Brasil não ocupa as melhores posições, como, por exemplo, o indicador relacionado ao pagamento de impostos onde está classificado na 178º posição, tendo uma carga tributária total de 69,1% sobre o lucro, comparativamente a Catar, que ocupa a primeira posição, esse percentual é de 11,3%. No item obtenção de crédito, o Brasil ocupa a 97º posição, no ranking de 2015, ocupava a 90º posição.

Para uma empresa multinacional, estes desafios podem ainda ser maiores, pois existem diferentes barreiras de variada natureza e grau, e falta de familiaridade com o mercado local. De acordo com Hymer (1960), empresas locais possuem uma vantagem por estarem mais bem informados sobre o seu país, economia, linguagem, legislação e as políticas.

Dentre os desafios para o sucesso das empresas no Brasil, está a gestão eficiente do fluxo de caixa e do capital de giro. A gestão do capital de giro no Brasil pode não ser uma tarefa simples devido à restrição financeira e à atual volatilidade macroeconômica. A gestão ineficiente do capital de giro é um dos principais motivos do fechamento de micro e pequenas do Brasil, conforme pesquisa realizada pela SEBRAE sobre mortalidade das empresas publicada em 2007 (SEBRAE, 2007).

De acordo com um estudo conduzido pela KPMG no Brasil em 2014 (KPMG, 2014), os executivos do Brasil consideraram a gestão de caixa como um dos maiores desafios para a condução dos negócios. Em resposta a outra pesquisa conduzida pela empresa de recrutamento Michael Page, em 2014, a maioria dos diretores financeiros brasileiros (64,7%) informou que a prioridade para 2015 será a gestão de caixa e liquidez, devido à incerteza do cenário econômico e político do país.

Para as empresas multinacionais oriundas de países desenvolvidos, pode se tornar um desafio adicional devido à possibilidade de não ter experiência na administração financeira em países com maior instabilidade e volatilidade.

Uma das principais decisões na gestão de capital de giro é a concessão de crédito. No mercado corporativo brasileiro, grande parte das transações comerciais são vendas

realizadas a prazo, ou seja, os clientes pagam os seus fornecedores no vencimento das faturas ao invés de realizar as compras à vista. A concessão de crédito é uma importante fonte de financiamento de curto prazo para os negócios e representa um substancial componente dos ativos das empresas. De acordo com Meltzer (1960), as empresas utilizam o crédito comercial oferecidos pelos agentes da cadeia produtiva para financiar as suas operações devido à dificuldade de acesso ao crédito bancário. Portanto, a utilização do crédito comercial pode acontecer mais por necessidade do que por escolha (PETERSEN; RAJAN, 1994). Desta forma, a procura por crédito comercial pode ser maior quanto menor o acesso ao financiamento bancário, ou quanto maior o custo.

Uma ferramenta alternativa muito utilizada por variados tipos de empresa para a gestão de capital de giro no exterior é a cessão de direitos creditórios ou antecipação do contas a receber. De acordo com Kapler (2006), a cessão de crédito é utilizada no mundo todo em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Em 2004, o volume total foi mais de 800 bilhões de dólares, um crescimento de 88% desde 1998. Em alguns países desenvolvidos, como nos Estados Unidos e Itália, é a principal fonte de financiamento de capital de giro para determinadas indústrias.

Existem variadas denominações para a venda, gestão e antecipação de recebíveis: *Factoring*, Cessão de créditos, Desconto de duplicata, *Invoice discounting*, *Asset Based Financing*, *Vendor Financing*, *Supply Chain Finance* e *Reverse Factoring*, apesar dos diversos nomes, todas são fontes de financiamento baseado em contas a receber de crédito comercial com a aplicação de uma taxa de desconto, ou seja, antecipar um pagamento que será feito em um prazo maior. As principais diferenças destas operações são sutis, sendo diferenciada pelo tipo de ativo cedido, responsabilidade em caso de solvência do devedor, garantias prestadas, método de desconto dos juros, provedores do financiamento e contratante da operação. Nesta pesquisa, todas as modalidades serão estudadas conjuntas e serão retratadas como antecipação de contas a receber, antecipação de recebíveis e cessão de créditos pelo fato de todas serem fonte de financiamento de capital de giro baseado em contas a receber decorrente de crédito comercial.

Pelo fato da literatura ter pesquisado, mais especificamente, a opção de *Factoring*, foi estudado, adicionalmente, a cessão de créditos sem direito de regresso, pela semelhança com o *Factoring* no aspecto de mitigação do risco de crédito. A principal diferença entre *Factoring* e as outras modalidades de antecipação de recebíveis, como a cessão de créditos oferecidos pelas instituições financeiras, é que a primeira tem a possibilidade de conjugar alguns serviços, como acompanhamento comercial do contas a receber e pagar, exame da

situação creditícia da empresa compradora dos produtos, seleção e avaliação dos fornecedores, serviços de cobrança e proteção contra a falta de pagamentos. Em resumo, comprar direitos creditórios, e oferecer serviços de suporte e apoio gerencial. As *Factorings* se diferenciam das instituições financeiras por não poderem captar recursos diretamente do público, utilizando, desta forma, capital próprio ou captação nas instituições financeiras.

O mercado de cessão de créditos no Brasil ganhou volume nos últimos 10 anos, impulsionado pela expansão de crédito, que aumentou o número de devedores e dívidas inadimplente, diferentemente de locais como Estados Unidos e Europa, presente há mais de duas décadas. O instrumento é considerado vantajoso porque ajuda a reduzir o impacto negativo da inadimplência, criar uma fonte alternativa de financiamento e impressão de melhores condições financeiras. Devido à empresa diminuir o seu passivo com bancos, por meio da redução do ativo de curto prazo, ou seja, cedendo os seus recebíveis. Os agentes compradores destes créditos, por atuarem de forma especializada na compra de dívidas e recebíveis, conseguem maior eficiência com a obtenção de ganhos em escala e especialização na cobrança da dívida.

No caso do *Factoring*, é uma atividade que consiste na prestação de serviços dos mais variados e abrangentes de apoio às pequenas e médias empresas, conjugada com a compra de direitos creditórios originados de vendas mercantis.

O fomento comercial ou *Factoring* surgiu no Brasil, em 1982, com a fundação da ANFAC, sendo uma atividade autorregulada. Em 1988, o Banco Central do Brasil enfatizou que a atividade de *Factoring* não podia ser confundida com atividade de instituição financeira, classificando como uma atividade comercial mista atípica que consiste na prestação de serviços conjugada com a aquisição de direitos creditórios ou créditos mercantis. Conforme dados extraídos do site da ANFAC em 2010, as empresas de *Factoring* registraram um estoque de ativos na ordem de R\$ 81 bilhões, com um portfólio de 141 mil clientes.

A cessão de créditos ou antecipação pode ser oferecida pelas instituições financeiras como bancos e fundos de investimentos em direitos creditórios (FDIC).

Segue um quadro resumo indicando as principais diferenças na cessão de créditos realizada por estas instituições, descrevendo as cinco funções básicas da gestão de crédito, proposto por Mian e Smith (1992).

Atividades da gestão de crédito	<i>Factoring</i>	Bancos (Cessão de Crédito)	FDIC (Cessão de Crédito)
Avaliação do risco de crédito	Sim (Independente da venda do título ou não)	Sim (no momento da aceitação do recebível)	Sim (no momento da aceitação do recebível)
Decisão sobre a concessão de prazo	Não	Não	Não
Serviço de cobrança	Sim	Sim (Somente no caso de insolvência)	Sim (Somente no caso de insolvência)
Assumir risco de insolvência	Sim	Sim (Na modalidade sem direito de regresso)	Sim (Na modalidade sem direito de regresso)
Financiamento de capital de giro	Sim (Opcional)	Sim	Sim
Regulamento por	Auto regulamentado	Banco Central	CVM
Forma de captação de recursos	Capital Próprio e empréstimos em bancos	Variados	Emissão de cotas, mercado primário e de capitais

Quadro 1 - Comparativo: aquisição de recebíveis por tipo de instituição

Fonte: Elaborado pelo autor baseado nas cinco funções básicas de crédito de Mian e Smith (1992).

Em relação à adoção da cessão créditos como ferramenta de gestão de capital de giro, as principais questões de pesquisa são: se as práticas adotadas em países mais desenvolvidos na gestão de capital de giro, mais especificamente, o uso de cessão de créditos se altera ou é diferente em países mais complexos como o Brasil. Caso as práticas no Brasil sejam diferentes, essas podem ser aprendidas? Quais os fatores que influenciam no tempo de aprendizagem?

Existem algumas literaturas sobre os determinantes no uso de *Factoring*. Mian e Smith (1992) realizaram uma pesquisa seminal no ponto de vista mais teórico, Smith e Schnucker (1994), em um estudo mais empírico, consideraram o uso de *Factoring* como uma decisão de escolha de estrutura organizacional, ao invés de integrar verticalmente a função de crédito e cobrança. Summers e Wilson (2000) estudaram a necessidade de capital de giro como principal determinante no uso de *Factoring*.

Nas literaturas sobre o processo de aprendizagem das empresas multinacionais, a maioria das pesquisas estava voltada a estudos organizacionais ou sociais. Petersen e Pedersen (2002) exploraram como as empresas multinacionais podem reduzir a desvantagem competitiva em seu processo de internacionalização por meio da aprendizagem sobre o

mercado local, considerando o tempo de operação e a familiaridade com o mercado local, que pode ser medido pelo índice de distância psíquica.

O objetivo desta pesquisa é testar empiricamente se a propensão na adoção de cessão de créditos se altera nas empresas multinacionais quando entram em países complexos como o Brasil. De forma inédita, foram testados novos determinantes no uso de cessão de créditos, como a origem do capital, índice de distância psíquica, investimentos em P&D e o uso de suporte financeiro da matriz, além dos determinantes já existentes na literatura, como escolha de estrutura organizacional e necessidade de capital de giro. As hipóteses desta pesquisa são as seguintes:

- (H1) Quanto maior distância psíquica, maior a propensão de utilizar cessão de crédito;
- (H2) Quanto maior o tempo de experiência das empresas multinacionais, menor a propensão de utilizar cessão de crédito.

Com esta pesquisa, espera-se contribuir para a literatura de finanças internacionais, testando empiricamente sobre a diferença na gestão de capital de giro das empresas multinacionais e locais. Para os gestores financeiros de multinacionais, esta pesquisa irá auxiliar na formulação de estratégias de financiamento para o capital de giro de suas subsidiárias, dependendo do tempo de operação e sua distância psíquica.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A base teórica será dividida da seguinte forma: primeiramente, será apresentada a literatura sobre o impacto das diferenças culturais e distância psíquica nas práticas financeiras das multinacionais, e, em um segundo momento, será abordado se as diferenças culturais podem ser minimizadas pelo processo de aprendizagem das empresas: (A) Impacto da distância cultural e psíquica nas práticas financeiras das empresas multinacionais, e (B) Capacidade de aprendizagem das empresas multinacionais.

2.1 IMPACTO DA DISTÂNCIA CULTURAL E PSÍQUICA NAS PRÁTICAS FINANCEIRAS

O termo *liability of foreignness* foi introduzido por Stephen Hymer em um estudo seminal realizado em 1960 e publicado em 1976. Hymer supôs que as empresas entrantes tinham desvantagem competitiva vis a vis com as empresas locais devido aos riscos cambiais e à falta de familiaridade com as condições de negócios do mercado estrangeiro.

O *liability of foreignness* também foi pesquisado por Zaheer (1995, 1997) que abordou que as empresas multinacionais possuem desvantagem competitiva por ser estrangeiro, porque precisam adquirir informações sobre a economia, aspectos sociais, legais e culturais do país que está se estabelecendo. As empresas entrantes, frequentemente, sofrem com discriminação do governo local, devido a políticas protecionistas das empresas locais. O fluxo de informações sobre o mercado estrangeiro para as empresas em seu processo de internacionalização pode ser prejudicado por diferenças culturais, ambientes de negócios, desenvolvimento industrial, idioma, ou seja, a sua distância psíquica (O'GRADY; LANE, 1996).

Estudos recentes em finanças e internacionalização de empresas começaram a considerar fatores culturais como variáveis legítimas para explicar as decisões financeiras das empresas.

Chang e Noorbaksh (2006), utilizando o índice de dimensão cultural de Hofstede, encontraram evidências que as empresas possuem maiores níveis de caixa em países em que

as pessoas tendem a evitar a incerteza, e, culturalmente, mais masculinos e orientação mais para o longo prazo.

Chui *et al.* (2002) analisaram a relação entre a dimensão cultural e a estrutura de capital das empresas numa amostra composta por 5.591 empresas em 22 países. Utilizando as dimensões culturais dentre conservadorismo, autonomia intelectual e afetiva, hierarquia, domínio, compromisso igualitário e harmonia de Schwartz, eles propuseram que o conservadorismo leva as empresas à percepção de maiores custos de falência e menores vantagens no endividamento. Adicionalmente, eles sugeriram que, nos países com maiores pontuações em domínio, as empresas são mais propensas em utilizar políticas agressivas, pelo fato dos gestores quererem demonstrar as suas habilidades. Os gestores talvez não queiram que as suas iniciativas mais agressivas de práticas financeiras sejam limitadas pelas cláusulas restritivas dos endividamentos, conseqüentemente, é esperado a menor utilização de capital de terceiros. Os autores realizaram testes empíricos e concluíram que os países com as dimensões culturais de conservadorismo e domínio tendem a ter menor participação de capital de terceiros em sua estrutura de capital.

Kwok e Tadesse (2006) examinaram a relação entre a cultura nacional e o sistema financeiro numa amostra composta de 41 países. Eles identificaram duas categorias amplas de sistema financeiro em sua amostra: os sistemas baseados em bancos e sistemas baseados em mercado. Eles concluíram que o sistema financeiro de um país é afetado pelo grau de tolerância prevalente na cultura nacional. Utilizando o índice de tolerância, a incerteza de Hofstede e um índice de arquitetura financeira em seus testes empíricos, eles concluíram que os países menos tolerantes às incertezas são mais propensos a ter um sistema baseado em bancos e vice-versa.

Rezende (2014) aponta que, quanto maior a distância psíquica no processo de internacionalização, o fluxo de informações e recursos se tornam mais complexos, tornando mais agudo à assimetria de informações, em que o conhecimento dos gestores é maior em relação aos investidores da empresa e, portanto, conforme a *Pecking Order Theory*, as empresas no mercado estrangeiro irão preferir financiar seus investimentos com recursos internos, ou seja, adotar uma estratégia de capital de giro mais agressivo, mantendo menores níveis de estoque, redução do prazo das contas a receber e aumento no prazo das contas a pagar.

Além da cultura, os fatores econômicos, políticos, sociais e incerteza no mercado estrangeiro também impactam nas práticas financeiras das empresas multinacionais. Lee e Kwok (1988) compararam as estruturas de capital das multinacionais com as locais em função

da influência de fatores como: custo de agência e falência, imperfeição de mercado, riscos políticos, complexidade das operações, risco cambial, oportunidades de expansão internacional. Encontraram resultados que as multinacionais tendem a ter maiores custos de agência no capital de terceiros e são menos alavancadas.

Ramirez e Tadesse (2009) examinaram a relação entre o nível de caixa com a aversão à incerteza e ao grau de internacionalização das empresas multinacionais, e encontraram resultados que apontam que fatores culturais e o grau de internacionalização das empresas afeta no nível de caixa. Empresas estabelecidas em países com maior aversão à incerteza possuem maiores níveis de caixa e o grau de internacionalização modera o efeito que a cultura tem no nível de liquidez das empresas.

Dittmar *et al.* (2003), e Pinkowitz, Stulz e Williamson (2006) também incluíram, em suas pesquisas, diferenças entre os países para determinar os níveis de caixa das empresas. Eles encontraram resultados que características específicas do país, como corrupção, risco país, ou direito dos acionistas, explicam o nível de caixa entre os países. Eles argumentaram que, nos países com maior risco país e corrupção, pode impor maiores custos de agências nas empresas. Adicionalmente, Pinkowitz *et al.* (2006) argumentaram que empresas estabelecidas em países com maior risco país detêm maiores níveis de caixa.

Outro impacto nas decisões financeiras das empresas é o seu grau de internacionalização. De acordo com Ramirez e Tadesse (2009), o grau de internacionalização na operação das empresas multinacionais aumenta a probabilidade da necessidade de maiores níveis de caixa, pois estende o ciclo de negócios. A necessidade de suportar as exportações demanda a concessão de maiores prazos de pagamento, política de crédito menos restritivas e a manutenção de maiores níveis de estoque, todos os fatores que contribuem para uma maior necessidade de capital de giro. Foley *et al.* (2007) argumentaram que as empresas multinacionais mantêm mais caixa em suas subsidiárias no exterior.

Em relação às diferenças de práticas de empresas multinacionais com as locais, alguns estudos foram realizados. Muitos dos estudos estavam focados na estrutura de capital das empresas multinacionais (eg. BURGMAN, 1996; CHEN *et al.*, 1997; DOUKAS; PANTZALIS, 2003; FATEMI, 1988; KWOK; REEB, 2000; LEE; KWOK, 1988; MANSI; REEB, 2002). Michel e Shaked (1986) realizaram a comparação do desempenho financeiro das multinacionais com as locais e encontraram evidências que as empresas locais possuem superior desempenho considerando risco e retorno, e as multinacionais são significativamente mais capitalizadas com menor risco sistemático.

Park *et al.* (2013) compararam a alavancagem financeira das empresas multinacionais com as locais. Eles concluíram que, numa amostra de empresas americanas, no período de 1981 e 2010, que o nível de alavancagem financeira das empresas multinacionais não é significativamente mais baixo que as locais, contrariando estudos passados na área.

Em relação ao financiamento das empresas multinacionais. Robbins e Storbaugh (1972) argumentaram que uma nova subsidiária deve receber parte do seu recurso como aporte de capital. Após isso, decisões devem ser tomadas sobre a extensão e forma com que deve ser feito o financiamento, seja ela por aporte de capital seja por crédito, se será da matriz ou de empresas coligadas e em qual extensão serão utilizados recursos de terceiros. As teorias de internacionalização argumentam que, na medida em que as subsidiárias são autossuficientes, cresçam sem depender do apoio e suporte financeiro de sua matriz. Após algum tempo, a principal fonte de financiamento é interna, complementado com empréstimos locais e, por consequência, menor uso de empréstimos de sua matriz ou empresas coligadas. Normalmente, poucos recursos são retirados pelas empresas de suas subsidiárias nos estágios iniciais de crescimento. Uma subsidiária de uma empresa multinacional possui diversas alternativas de financiamento sem precisar recorrer a sua matriz. Devido à variação de taxas de juros entre os países, é esperado que a subsidiária obtivesse recursos onde tenha a menor taxa de juros. Na prática, todas as subsidiárias captam recursos localmente, como empréstimos bancários de curto prazo.

Robbins e Storbaugh (1972) encontraram resultados que um quarto das empresas americanas objeto do estudo tomam empréstimos em moeda que desvaloriza menos. Outro motivo que leva uma subsidiária a obter recursos localmente é pelo fato da dívida de uma subsidiária não aparecer nos demonstrativos consolidados de sua matriz. Como, por exemplo, várias empresas não consolidam demonstrativos financeiros de subsidiárias estabelecidas em países em que existe restrição cambial. Outra razão para as empresas multinacionais preferirem recursos locais está nos casos em que certos países de origem, como o Japão, restringirem o montante total de fundos que uma empresa multinacional pode tomar, visto que estas empresas podem ter uma vantagem competitiva sobre as empresas locais e reduzir o controle do governo sobre o mercado monetário local. Por último, as empresas podem preferir empréstimos locais para aumentar o relacionamento com os bancos locais. Independentemente do desenvolvimento do mercado de capitais nos país em que estão estabelecidas as empresas multinacionais, as empresas multinacionais americanas preferem a tomada de empréstimos locais devido à flexibilidade em momentos de incerteza e riscos de variação cambial.

As empresas multinacionais, principalmente as mais novas, podem demandar investimentos adicionais comparadas com as locais. De acordo com Shapiro (1975), conforme as empresas multinacionais expandem suas operações globalmente, a sua necessidade de financiamento cresce. Conforme Hennart e Sheng (2014), em uma pesquisa realizada nas empresas multinacionais americanas estabelecidas no Brasil, estudou-se sobre ativos complementares locais que as empresas multinacionais precisam acessar como terreno, matéria-prima, mão de obra, utilidades, licenças e distribuição. Apesar destes ativos complementares também serem necessários para as empresas locais, mas devido à falta de familiaridade com o mercado local, as empresas multinacionais podem incorrer em custo adicional e, por consequência, demandar por maiores opções de financiamento.

Adicionalmente, de acordo com pesquisa realizada por Arata e Sheng (2015), em empresas do Brasil e México, as empresas internacionais são mais propensas a manter maior flexibilidade financeira, pois possuem maiores oportunidades de investimento e enfrentam maior adversidade nos negócios. Yung e Jian (2015) também, numa pesquisa em 33 países emergentes, encontraram resultados que as empresas financeiramente flexíveis têm maiores níveis de caixa e menor índice de endividamento. Em testes de regressão multivariada, os resultados apontaram que a flexibilidade financeira em países emergentes aumenta a capacidade de investimentos, e sofrem menos com declínio da lucratividade e queda de vendas no período de crise, ou seja, respondem melhor quando têm efeitos adversos.

Para suprir a maior demanda de investimentos e manter a flexibilidade financeira, acelerar o recebimento dos créditos é uma das alternativas, assegurando que o recurso esteja disponível para as empresas realizarem pagamentos ou investimentos. Uma forma de acelerar o recebimento dos créditos é a utilização de cessão de crédito. O uso de *Factoring* ou cessão de crédito é maior em países desenvolvidos do que no Brasil. Em um estudo empírico realizado por Klapper (2006), que utilizou dados em painel de 10 anos de 48 países, encontraram-se resultados que o uso de *Factoring* em proporção ao PIB do país é maior em países economicamente desenvolvidos do que os países emergentes.

Nos países emergentes, principalmente aqueles com barreiras para financiamento das pequenas e médias empresas, o uso de crédito comercial é maior relativamente ao crédito de bancos, intensificado em países com complexo ambiente jurídico, dificultando os contratos bancários (DEMIRGUC-KUNT; MAKSIMOVIC, 2002). Nos países emergentes, o uso de *Factoring* pode ser menor devido aos altos custos praticados em função do tratamento tributário, regulatório e jurídico (KLAPPER, 2006)

Baseado na literatura apresentada, infere-se que, em seu processo de internacionalização, as empresas multinacionais sofrem com o passivo de ser estrangeiro gerando algumas incertezas e riscos econômicos, políticos, sociais e culturais, essa assimetria de informações é intensificada quanto mais distante for o país de origem das empresas multinacionais. A aversão à incerteza leva as empresas a manterem maior nível de caixa, políticas mais agressivas de capital de giro e flexibilidade financeira para investimentos e potenciais riscos. Apresentaremos a nossa primeira hipótese:

- (H1) Quanto maior o índice de distância psíquica, maior a propensão de utilizar cessão de crédito.

2.2 CAPACIDADE DE APRENDIZAGENS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS

Tradicionalmente, a cultura é assumida ser estática ou com mudanças muito lentas. Porém, estudos como de Berry, Poortinga, Segall e Dasen (2002) verificaram que a cultura pode se adaptar a influências ecológicas ou sociopolíticas. Essa visão foi suportada por trabalhos empíricos, como, por exemplo, de Inglehart e Baker (2000), que mostraram como o desenvolvimento econômico é associado às mudanças das tradicionais normas e valores. De maneira similar, as empresas multinacionais podem aprender e se adaptar com suas diversas experiências internacionais. Essas experiências internacionais podem minimizar o impacto das culturas nacionais. Por isso, a internacionalização pode ter algum papel moderador na influência da cultura nacional sobre o nível de caixa. Essa ideia também está implícita nos estudos de Leung, Bhagat, Buchan, Erez e Gibson (2005), que argumentaram que a globalização pode levar à mudança da cultura.

De acordo com Ramirez e Tadesse (2009), na medida em que as empresas expandem internacionalmente, os gestores têm a oportunidade de aprender outras culturas, ou as suas práticas. No primeiro estágio, as atividades internacionais estão restritas somente a exportações. É mais provável que o departamento de marketing e vendas tenha informações sobre o mercado estrangeiro e seus clientes. Essas informações podem implicar que as empresas necessitem somente fazer simples ajustes para atender as futuras novas demandas. Essas mudanças podem ser como, por exemplo, de embalagem ou ajuste no tamanho dos pedidos que melhor atende à demanda dos clientes. Nos estágios subsequentes de

internacionalização, pode levar as empresas a abrirem subsidiárias ou aquisição de outras subsidiárias. Em todos os estágios, o desenvolvimento no processo de internacionalização força as empresas a lidarem com problemas mais complexos, como uma efetiva comunicação devido a barreiras de linguagem, e a distância psíquica que influencia na gestão das operações.

No passado, os processos de aprendizagem ainda não eram a preocupação para os sucessores teóricos de internacionalização (BUCKLEY; CASSON, 1976; HENNART, 1982). Hymer supôs que as empresas entrantes tinham desvantagem competitiva vis a vis com as empresas locais devido aos riscos cambiais e à falta de familiaridade com as condições de negócios do mercado estrangeiro. Hymer, porém, não discutiu como as empresas entrantes podem reduzir o *liability of foreignness* após o estabelecimento no mercado local.

As teorias de aprendizagem das organizações foram desenvolvidas por autores como Kogut e Zander (1993), e expandidas por autores como Barkema e Vermeulen (1998), que propuseram que as empresas são comunidades sociais especializadas na transferência de conhecimento e as empresas multinacionais podem desenvolver melhor uma estrutura de conhecimento e capacidades tecnológicas comparadas com as empresas locais. Como resultado, as empresas e os gestores que atuam somente em um país podem ter menor base de experiência para basear as suas decisões.

O modelo de internacionalização Uppsala de Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) baseia-se num modelo dinâmico de aprendizagem, no qual, na medida em que é adquirido mais conhecimento sobre o mercado estrangeiro, maior o investimento em recursos nesse mercado.

Johanson e Vahlne (1977) desenvolveram um modelo de internacionalização onde o conhecimento sobre o mercado estrangeiro era adquirido de forma gradual e o processo de internacionalização se forma por meio de uma série de decisões incrementais. As decisões são incrementais devido à escassez de conhecimento e incerteza do mercado estrangeiro, portanto, a falta de conhecimento torna-se uma barreira para o desenvolvimento das operações no exterior e o aprendizado sobre o mercado estrangeiro pode reduzir esta barreira. A preferência das empresas na internacionalização será nos países com a menor distância psíquica. Esta distância pode ser superada com o aumento da experiência no mercado estrangeiro.

Estudos feitos por Zaheer e Mosakowski (1997) sugeriram que o *liability of foreignness* diminui dependendo do tempo de operação da empresa entrante. Outros estudiosos na área de internacionalização (JOHANSON; WIEDERSHEIM-PAUL, 1975; JOHANSON e VAHLNE, 1977; WELCH; WIEDERSHEIM-PAUL, 1980) assumiram que as empresas entrantes aprendem sobre o mercado estrangeiro antes da entrada efetiva no país.

Baseado nas diversas literaturas Petersen e Pedersen (2002) desenvolveram um modelo conceitual sobre o processo de aprendizagem das empresas multinacionais (ver figura 1).

Como foi apontando por Hymer (1960), o *liability of foreignness* é composto por três fatores: (1) risco cambial, (2) discriminação da autoridade local contra as empresas entrantes e (3) falta de familiaridade com as condições locais de negócio. É de responsabilidade dos gestores da empresa entrante mitigar por diversos meios estes três “passivos”. Petersen e Pedersen (2002) focaram a mitigação da falta de familiaridade com o mercado local por meio da adoção de processos de aprendizagem. O nível de aprendizagem depende da percepção dos gestores da empresa entrante sobre o grau de familiaridade do mercado local. Adicionalmente, o tempo de operação do mercado estrangeiro pode afetar a qualidade do processo de aprendizagem da empresa entrante. Os autores argumentam que o tempo de operação isolado não consegue explicar o processo de aprendizagem. Porém, Eriksson *et al.* (1998) acharam evidências que o tempo de operação é fortemente correlacionado com o compromisso internacional das empresas. Complementarmente, Barkema *et al.* (1996) concluíram que o aprendizado é inerentemente incremental e os retornos diminuem à medida que as empresas aceleram o processo de internacionalização. Resumindo, o modelo conceitual de Petersen e Pedersen (2002), os gestores da empresa entrante podem escolher dentre, basicamente, três estratégias de aprendizado: (1) Os gestores podem abandonar a ideia de qualquer tipo de aprendizagem, pois eles acreditam que o ambiente de negócio do mercado internacional é muito similar com o país de origem ou os gestores da empresa entrante adotam uma estratégia de padronização global. (2) Adotar um processo de aprendizagem antes da entrada no mercado internacional. (3) Processo de aprendizagem após a entrada.

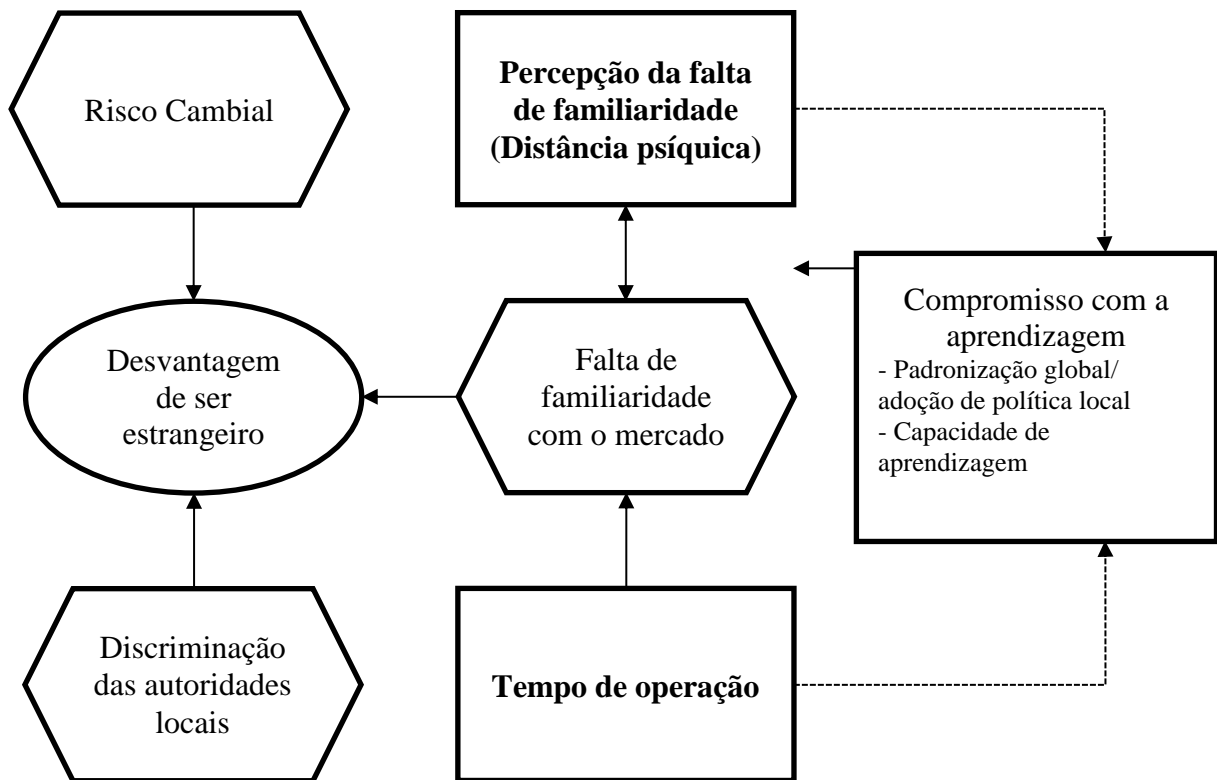


Figura 1 – Modelo conceitual de Petersen e Pedersen
 Fonte: Petersen e Pedersen (2002)

Na figura 2, apresentaremos o modelo proposto por Petersen e Pedersen (2002), as três estratégias de aprendizado estão relacionadas com a percepção de familiaridade com o mercado internacional (distância psíquica) e o tempo de operação. Neste modelo, uma empresa que aprende sobre o mercado local antes da entrada terá um alto grau de familiaridade com o mercado local, mesmo que tenha pouco tempo de atuação no país. Em contraste, uma empresa que adotar a aprendizagem após a entrada no mercado internacional, inicialmente, a sua familiaridade com o mercado local será baixo, porém, com o decorrer do tempo, esse irá aumentar. E, finalmente, no caso de baixo ou ausente processo de aprendizado, a empresa continuará não familiarizada com o ambiente de negócio local.

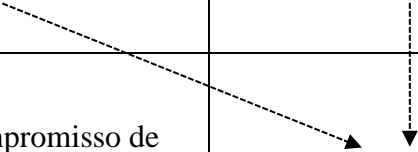
Familiaridade com o ambiente de negócios estrangeiro → Tempo de operação ↓	Baixa	Alta
Curta	Alto aprendizado pós-entrada	Alto aprendizado pré-entrada
Longa	Baixo compromisso de aprendizagem	

Figura 2 – Modelo de Petersen e Pedersen - Diferentes processos de aprendizagem
 Fonte: Petersen e Pedersen (2002)

A pesquisa realizada por Petersen e Pedersen (2002) foi baseada em uma extensa base de dados provenientes de empresas internacionais da Suécia, Dinamarca e Nova Zelândia obtida de um questionário padrão enviada ao diretor geral ou alto executivo. Todos os países escolhidos possuíam limitado mercado local e exploravam mercados internacionais logo no início de suas operações.

Baseado na literatura, as empresas multinacionais podem reduzir as suas diferenças culturais e psíquicas com as empresas nacionais por meio de um processo de aprendizagem dependendo do seu tempo de experiência no mercado estrangeiro, logo, a manutenção de maiores níveis de caixa devido às incertezas pode ser minimizada. Exposto isso, apresentaremos a nossa segunda hipótese.

(H2) Quanto maior o tempo de experiência das empresas multinacionais, menor a propensão de utilizar cessão de crédito.

3 METODOLOGIA

3.1 DADOS

Nós testamos nossas hipóteses em uma amostra de 182 empresas que responderam a uma pesquisa conduzida pelos autores e por uma empresa especializada em pesquisa, durante os meses de junho a outubro de 2015. Foram coletados dados se a empresa antecipa ou não os seus recebíveis. A utilização da antecipação de recebíveis foi relacionada com o país de origem da empresa, ano de fundação ou entrada do capital de estrangeiro, índice de distância psíquica, além de utilizar variáveis de controle com a obtenção de informações detalhadas sobre as características da empresa, estrutura organizacional, produtos, mercados, relação com os fornecedores, política de crédito e gestão do capital de giro. A metodologia de coleta de dados empregada foi uma pesquisa de levantamento de dados baseado num questionário com questões fechadas e abertas previamente determinadas, e enviado aos gestores financeiros da indústria de transformação. Os dados foram coletados por meio de contato telefônico e envio do questionário por correio eletrônico para 968 empresas cuja listagem foi obtida pelo site da ABINEE (Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica) somado a uma base do SERASA. Das 182 empresas da amostra, as maiores empresas em volume de vendas do setor eletroeletrônico do Brasil responderam ao questionário.

O motivo da escolha do método em questionário foi pelo fato das empresas cedentes e os bancos não terem o *disclosure* das operações de cessão de crédito nos demonstrativos financeiros dessas, impossibilitando indicar quais empresas utilizam ou não cessão de créditos. Adicionalmente, não foram coletados determinantes baseados nos balanços das empresas pela falta de informações divulgadas ao público e pela não representatividade das empresas listadas em bolsa no Brasil, e pela impossibilidade de se obter dados sobre as características da empresa e de sua política de gestão de capital de giro e risco de crédito.

Para testar as nossas hipóteses, coletamos dados sobre o país de origem das empresas a fim de verificar a sua distância psíquica e o tempo de experiência das empresas. Como novas variáveis de controle, incluímos a utilização de seguro de crédito, existência de investimentos em P&D e frequência da utilização de empréstimos de empresas coligadas. O

restante das variáveis de controle utilizadas foi adaptado do questionário feito por Summers e Wilson (2000) para identificar os determinantes na decisão de utilizar *Factoring*,

O setor objeto do estudo foi a indústria de transformação com os seguintes códigos CNAE (Classificação Nacional de Atividades Econômicas) da Receita Federal do Brasil (26) Fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (27) Fabricação de Máquinas, Aparelhos e Materiais Elétricos (28) Fabricação de Máquinas e Equipamentos. A escolha do setor em específico foi devido à relevância e à hipótese da existência de empresas multinacionais em função da necessidade tecnológica que este setor demanda. Buscou-se estudar somente um setor específico com o objetivo de dar maior robustez à comparabilidade dos resultados.

Em relação à relevância deste setor, somente parte desse, segundo dados da ABINEE, o segmento de empresas elétricas e eletrônicas do Brasil faturou, em 2014, R\$ 153.8 bilhões, empregando 174.1 mil funcionários. A associação é composta por, aproximadamente, 500 empresas distribuídas em todas as regiões do Brasil e atuando em diversos setores, como: automação industrial, componentes elétricos e eletrônicos, equipamentos industriais, equipamentos de segurança eletrônica, geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, informática, material elétrico de instalação, serviço de manufatura em eletrônica, sustentabilidade, telecomunicações e utilidades domésticas. Outro setor relevante do segmento é composto por associados da ABIMAQ (Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos) composta por outras 7.800 empresas dos mais variados segmentos e fabricantes de bens de capital mecânico com impacto direto sobre diversos setores produtivos do Brasil.

No Quadro 2, foi apresentado o resumo de todas as hipóteses, as variáveis, as principais literaturas, bem como o sinal esperado medido pela maior ou menor propensão em utilizar a cessão de créditos.

Tipo Variável	Variável	Descrição	Escala	Sinal Esperado	Principais Literaturas
Dependente	Antecipa?	A empresa antecipa o contas a receber? (Em qualquer tipo de modalidade.)	(0) Não (1) Sim		
	Sem Regresso?	A empresa antecipa o contas a receber? (Sem direito de regresso.)	(0) Não (1) Sim		
Interesse	IDP	(H1) Quanto maior o índice de distância psíquica, maior a propensão de utilizar cessão de crédito. Índice de distância psíquica	Escala de 0,238 até 0,807 adotado 0 para nacionais	+	O'Grady e Lane (1996) Chang e Noorbaksh (2009) Chui et al. (2002) Kwok e Tadesse (2006) Ramirez e Tadesse (2009) Dirrmar et al. (2003) Pinkowitz et al. (2003) Kapler (2006) Rezende (2013)
	ORIGEM	(H2) Quanto maior o tempo de experiência das empresas multinacionais, menor a propensão de utilizar cessão de crédito. <i>Origem da maioria do capital (Variáveis dummy)</i> Nacional Multinacional Antiga (Mais de 19 anos) Multinacional Nova (Menos de 19 anos)	(0) nacional (1) multinacional antiga maior 19 anos (2) multinacional nova menor 19 anos	- - +	Kogut e Zander (1993) Barkema e Vermeudem (1998) Eriksson et al. (1998) Johanson e Wiedershein-Paul (1975) Johanson e Vahlne (1977) Zaheer e Mosakowski (1997) Petersen e Pedersen (2002) Ramirez e Tadesse (2009)
Controle	GEOGR SEGURO INFO	Custo de Transação Área de atuação geográfica Possui seguro de crédito Frequência da coleta de info financeira dos clientes pela força de vendas	(1) municipal até (4) internacional (0) não (1) sim (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre	+ - -	Mian e Smith (1992) Smith e Schnucker (1994) Summers e Wilson (2000)
	CUSTOM	Especificidade dos Ativos Frequência que os produtos são customizados para cada cliente	(1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre	-	Mian e Smith (1992) Smith e Schnucker (1994) Summers e Wilson (2000)
	FREQCO PRAZO QTDCLI	Economia de Escala Frequência de compra dos principais clientes Percentual das vendas que são realizadas a prazo Quantidade aproximada de clientes	(1) diário (2) semanal (3) mensal (4) trimestral (5) semestral (6) anual Continua Continua	+ + +	Mian e Smith (1992) Smith e Schnucker (1994) Summers e Wilson (2000)
	PED PORTE FORN INADIM REFIN EMPCUR EMPLON INTERC	Necessidade de Capital de Giro Investimentos em P&D no Brasil Porte da empresa Frequência da extensão de prazo de pagamento ao fornecedor Frequência que o atraso do cliente tem impacto adverso Frequência que a restrição financeira tem um impacto adverso Frequência que é utilizado empréstimos de curto prazo Frequência que é utilizado empréstimos de longo prazo Frequência que é utilizado empréstimos de coligadas	(0) não (1) sim (1) microempresa (2) pequena (3) média (4) média grande (5) grande (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre	+ + - + + - - -	Robbins e Storbaugh, 1972 Bickers (1994) Czarnitzki e Hottenrott (2011) Summers e Wilson (2000) Wendels e Stoter (2012) Pike e Cheng (2001)
	CLIENT	Discriminação de Preços Frequência da concessão de aumento de prazo para os clientes	(1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre	-	Schwartz (1974) Mian e Smith (1992) Smith e Schnucker (1994) Summers e Wilson (2000)
	REPVEN FORVEN	Canal de Distribuição Frequência da venda por meio de representantes de vendas Frequência da venda pela própria força de vendas	(1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre (1) Nunca (2) Raramente (3) Às vezes (4) Frequentemente (5) Sempre	- +	
	VAREJO DISTI CONSUM B2B GOVER	<i>Relevância dos principais canais de distribuição</i> Varejista Atacadista/Distribuidor Venda direta ao consumidor Outras indústrias Governo	Escala com 7 níveis sendo 1 o mais importante. Escala com 7 níveis sendo 1 o mais importante. Escala com 7 níveis sendo 1 o mais importante. Escala com 7 níveis sendo 1 o mais importante. Escala com 7 níveis sendo 1 o mais importante.	+ - - - -	Mian e Smith (1992) Smith e Schnucker (1994) Summers e Wilson (2000)

Quadro 2 - Variáveis de Interesse e de Controle

Fonte: Elaborado pelo autor

3.2 MÉTODOS

Para todas as variáveis, foram utilizados dois métodos de teste. Primeiramente, foi feito um teste univariado apresentado na Tabela 1 para verificar a existência de correlação entre cada variável com a decisão da empresa antecipar ou não os seus recebíveis e testar as nossas hipóteses. Os coeficientes indicados nesta tabela indicam a média de cada variável e a tendência do sinal que indica a maior ou menor propensão das empresas da amostra em antecipar ou não o contas a receber. Foi utilizada a mediana ao invés da média para o variável ano de fundação e quantidade total de clientes devido à grande dispersão dos dados da amostra e, para a variável origem da maioria do capital com o tempo de experiência, foi feita a contagem de empresas que antecipam as contas a receber com as que não antecipam.

Adicionalmente, como as nossas variáveis dependentes são categóricas, para testar as nossas hipóteses, utilizamos regressão logística binomial, sendo zero para não antecipa o contas a receber e um para antecipa o contas a receber. Foram utilizadas duas variáveis dependentes:

A) (ANTECIPA) - a decisão da empresa em antecipar os seus créditos comerciais independentemente se é com ou sem direito de regresso, sendo zero para não antecipa e um para antecipa.

B) (SEM REGRESSO) - a decisão de antecipar seus créditos somente sem direito de regresso, sendo zero não antecipa e um antecipa.

O objetivo de utilizar duas variáveis dependentes é da hipótese de alguns determinantes somente serem aplicáveis para a cessão sem direito de regresso e outras para ambos, por exemplo, as variáveis relacionadas com custo de transação em que as empresas são mais propensas a cederem ou utilizar *Factoring* com o objetivo de reduzir o custo de monitoramento do risco de crédito. Nesta situação, a cessão sem direito de regresso é aplicável, ao contrário da antecipação com direito de regresso, por não mitigar o risco de crédito. Uns casos em que ambos os métodos de antecipação são aplicáveis é, por exemplo, quando o objetivo primário da empresa é suprir a necessidade de capital de giro.

O nosso modelo de regressão logística é uma expansão do modelo de Smith e Schnucker, e Summers e Wilson. Smith e Schnucker modelou a decisão do uso de *Factoring* somente como uma escolha de estrutura organizacional, como, por exemplo, a gestão de crédito *in-house*, sendo uma integração vertical. Summers e Wilson incorporaram no modelo

a necessidade de capital de giro. Incorporamos, adicionalmente, a origem do capital, o índice de distância psíquica e o tempo de operação para redução do *liability of foreignness*.

As variáveis independentes que foram utilizadas por Smith e Schnucker e Summers e Wilson para a decisão da empresa em antecipar ou não os seus créditos comerciais são relacionadas com custo de transação, especificidade dos ativos, economia de escala, necessidade de capital de giro, discriminação de preços e canal de distribuição.

Logo, o modelo geral é o seguinte:

Propensão no uso de cessão de crédito = Variáveis de Interesse (Distância cultural e psíquica, capacidade da aprendizagem nas empresas multinacionais) e Variáveis de controle (escolha por estrutura organizacional, necessidade de capital de giro)

Para testar as nossas hipóteses, foram desenvolvidos três modelos, apresentados na Tabela 2 e 3:

- (1) no primeiro modelo foram incorporadas as variáveis de controle com os determinantes que foram significativos em pesquisas anteriores, como a escolha de estrutura organizacional, conforme estudo de Smith e Schnucker e o estudo de Summers e Wilson, incorporando os determinantes relacionados à necessidade de capital de giro;
- (2) no segundo modelo, foi incorporado o índice de distância psíquica;
- (3) no terceiro modelo, a fim de verificar a capacidade de aprendizagem das multinacionais dependendo do seu tempo de experiência, foi incluída uma variável *dummy* origem do capital com o tempo de operação para segregar a amostra em três variáveis, sendo elas:
 - a) empresas nacionais;
 - b) multinacional com mais tempo de experiência;
 - c) multinacional com menos tempo de experiência.

Todos os modelos foram controlados utilizando as variáveis de pesquisas anteriores, que são: os determinantes relacionados à escolha da estrutura organizacional e necessidade de capital de giro.

3.3 VARIÁVEIS DE INTERESSE (IDP, ORIGEM)

A alteração nas práticas de gestão de capital de giro das subsidiárias das empresas multinacionais em seu processo de internacionalização foi mensurada por meio de duas variáveis:

- a) **índice de distância psíquica (IDP)** - A nossa primeira variável para analisar a alteração nas práticas de gestão de capital de giro é o índice de distância psíquica (IDP). Esta variável foi utilizada pelo fato da percepção de familiaridade com o mercado exterior poder influenciar na decisão das empresas em adotar ou não as mesmas práticas utilizadas no país de origem e uma maior distância pode intensificar assimetria de informações gerando maior aversão a risco e, por consequência, maior propensão ao uso de cessão de crédito. O IDP foi obtido com resposta ao questionário sobre o país de origem da maioria do capital estrangeiro e atribuindo o índice de um estudo feito por Rezende (2013) no qual a distância é medida por diversas dimensões entre cultura, idioma, religião, educação, administração, desenvolvimento econômico e industrial, e distância geográfica. A escala vai de 0,238 para Argentina até 0,807 para Cingapura. No caso das empresas nacionais, foi adotado o valor de 0 para a realização dos testes estatísticos;
- b) **país de origem versus Tempo de Experiência (Origem)**. O tempo de experiência de uma subsidiária no exterior pode minimizar a distância cultural e psíquica, portanto, reduzir as incertezas sobre o mercado estrangeiro, e levar a menor necessidade de caixa e uso de cessão de crédito. Com o objetivo de analisar a diferença e capacidade de aprendizagem entre as empresas multinacionais e locais, em função do tempo de experiência. As empresas da amostra foram classificadas em três categorias sendo:
- (0) nacional;
 - (1) multinacional antiga;
 - (2) multinacional nova.

A segregação entre multinacional antiga e nova foi feita entre duas escalas, sendo maiores e menores de 19 anos, que é a mediana do ano de fundação entre as empresas

multinacionais. Foi adotada a mediana e não a média devido à grande dispersão do ano de fundação da amostra observada, variando de 2 até 125 anos.

3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE (CUSTO DE TRANSAÇÃO, ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS, ECONOMIA DE ESCALA E NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO)

As variáveis de controle foram baseadas nos estudos de Smith e Schunucker, e Summers e Wilson, que utilizaram as teorias de custo de transação, especificidade dos ativos, economia de escala e necessidade de capital de giro como determinantes para a decisão da empresa em utilizar *Factoring*. As respectivas teorias estão apresentadas na seção de Anexos.

CUSTO DE TRANSAÇÃO - O custo de transação foi estudado por meio de três variáveis:

- a) **área de atuação geográfica (GEOGR)** - A área de atuação geográfica foi classificada em quatro escalas, que compreende de (1) para atuação a âmbito municipal até (4) para internacional. Posteriormente, foi calculada a média das escalas entre a decisão de antecipar ou não o contas a receber;
- b) **utilização de Seguro contra risco de crédito (SEGURO)** - A empresa possuir ou não seguro contra risco de crédito foi calculado pela média de uma escala binária, sendo (0) não possui seguro e (1) possui seguro;
- c) **frequência da coleta de informações financeiras dos clientes (INFO)**- A frequência com que a própria força de vendas coleta informações sobre os clientes foi calculada com a obtenção de dados pela percepção dos gestores em escala com quatro níveis, que compreende desde (1) nunca coleta até (4) sempre coleta.

ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS (CUSTOM) - A especificidade dos ativos foi estudada avaliando a percepção dos gestores quanto ao grau que os produtos vendidos pela empresa são customizados para cada cliente entre customização de embalagem, especificação, *software* e tempo gasto pela força de vendas para concretizar uma venda. As respostas foram obtidas em uma escala que vai de 1 a 4, sendo (1) nunca é customizado até (4) sempre é

customizado. Com base nesta escala, se calculou a média para se identificar a maior ou menor propensão das empresas em antecipar ou não os seus créditos.

ECONOMIA DE ESCALA - A economia de escala foi estudada por meio de três variáveis:

- a) **frequência de compra dos principais clientes (FREQCO)** – A frequência de compra foi obtida por meio de uma escala com sete níveis, que compreende desde (1) diário, (2) semanal, (3) mensal, (4) trimestral, (5) semestral, (6) anual e (7) projetos;
- b) **percentual das vendas a prazo (PRAZO)** – O percentual das vendas a prazo foi obtido por uma questão aberta no questionário;
- c) **quantidade total de clientes nas principais linhas de negócio (QTDCLI)** – A quantidade total de clientes foi obtida por uma questão aberta no questionário.

NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO - A decisão de antecipar e ceder os créditos comerciais como fonte de capital de giro foi estudada por meio de oito variáveis:

- a) **investimento em P&D no Brasil (PED)** – A existência de investimentos em P&D no Brasil pelas empresas foi medido numa escala categórica, sendo (0) Não tem investimentos em P&D, e (1) Faz investimento em P&D;
- b) **porte da Empresa (PORTE)** - A classificação de porte da empresa adotada foi a mesma do BNDES, que é aplicável à indústria, ao comércio e ao serviço. Esta classificação é adotada em cinco escalas de acordo com o faturamento anual, que são as seguintes: (1) microempresa (Até R\$ 2,4 milhão), (2) pequena (Entre R\$ 2,4 milhões e R\$ 16 milhões), (3) média (Entre R\$ 16 milhões e R\$ 90 milhões, (4) média grande (Entre R\$ 90 milhões e R\$ 300 milhões e (5) grande (Acima de R\$ 300 milhões). Devido à falta de disponibilidade de demonstrativos financeiros das empresas da amostra, esta informação foi obtida diretamente por resposta ao questionário;
- c) **frequência da extensão de prazo de pagamento ao fornecedor (FORN)** - A frequência da utilização de atraso ou alongamento do prazo de pagamento ao fornecedor como fonte de capital de giro. As respostas foram coletadas

numa escala de 1 a 5, sendo (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre;

- d) **frequência que o atraso do cliente tem impacto adverso (INADIM)** – A inadimplência dos clientes pode gerar um impacto adverso no fluxo de caixa da empresa, esta variável foi coletada em resposta ao questionário numa escala de 1 a 5, sendo (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre;
- e) **frequência que a restrição financeira tem impacto adverso (REFIN)** – O impacto adverso da restrição financeira imposta pelos bancos foi coletado em resposta ao questionário numa escala de 1 a 5, sendo (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre;
- f) **frequência que é utilizado empréstimos de curto prazo (EMPCUR)**– A frequência da utilização de empréstimos de curto prazo foi coletada em resposta ao questionário numa escala de 1 a 5, sendo (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre;
- g) **frequência que é utilizado empréstimos de longo prazo (EMPLON)** - A frequência da utilização de empréstimos de longo prazo foi coletada em resposta ao questionário numa escala de 1 a 5, sendo (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre;
- h) **frequência que é utilizado empréstimos de coligadas (INTERC)** - A variável sobre o uso de empréstimos de coligadas foi obtida pela resposta ao questionário numa escala de 1 a 5 sendo, (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre.

DISCRIMINAÇÃO DE PREÇOS (CLIENT) – A extensão de prazo de pagamento ao cliente pode ser utilizada como ferramenta de discriminação de preços pelas empresas. Foi coletada dos gestores da amostra a frequência com que a extensão de prazo aos clientes é utilizada para atrair grandes clientes, como fator decisivo para concretizar uma venda, quando o cliente insiste, para manter em linha com os concorrentes, para recompensar clientes leais, para conquistar clientes dos concorrentes, para atrair novos clientes, para promover produtos com giro lento, para promover produtos com queda de vendas e para promover novos produtos. Esta variável foi medida pela percepção dos gestores quanto à frequência de utilização em escala com cinco níveis, sendo (1) Nunca, (2) Raramente, (3) Às vezes, (4) Frequentemente e (5) Sempre.

CANAL DE DISTRIBUIÇÃO - O determinante canal de distribuição foi estudado pelas seguintes variáveis:

- a) **frequência da venda por meio de representantes de vendas (REPVEN);**
- b) **frequência da venda pela própria força de vendas (FORVEN);**
- c) **relevância dos principais canais de distribuição** - Quais os principais canais de distribuição que a empresa utiliza para vender os seus produtos. Esta resposta foi obtida em uma escala com sete níveis, sendo (1) o mais importante, para os seguintes canais:
 - varejista (VAREJO);
 - atacadista/Distribuidores (DISTI);
 - venda direta ao consumidor (CONSUM);
 - venda para outras indústrias (B2B);
 - venda direta ao governo (GOVER).

4 RESULTADOS TESTE UNIVARIADO

Foram conduzidos testes univariados nas variáveis proxies que, teoricamente, determinam a decisão da empresa em antecipar os seus créditos. Foram realizados testes de média para acomodar as análises das variáveis contínuas, categórica e escala tipo *Likert*, com o objetivo de verificar a existência de correlação das variáveis de interesse e de controle com a decisão da empresa em antecipar seus recebíveis, e para testar a causalidade das variáveis foram realizados testes de regressão logística.

Esta seção tem o objetivo de testar as seguintes hipóteses:

- (H1) Quanto maior distância psíquica, maior a propensão de utilizar cessão de crédito;
- (H2) Quanto maior o tempo de experiência das empresas multinacionais, menor a propensão de utilizar cessão de crédito.

4.1 VARIÁVEIS DE INTERESSE (IDP, ORIGEM)

De acordo com a Tabela 1, obtivemos resultados estatisticamente significativos sobre a correlação da propensão das empresas em antecipar os seus recebíveis com as variáveis **(IDP)** e para as variáveis *dummy* **(Origem)**, origem da maioria do capital *versus* tempo de experiência (nacional, multinacional antiga e multinacional nova).

Verificando o coeficiente de IDP e Origem, demonstrado na Tabela 1, indica que ambas as variáveis de interesse têm correlação com a propensão em antecipar os seus créditos. O sinal positivo está em linha com a nossas hipóteses (H1) e (H2).

Um possível motivo desse resultado é a maior propensão das empresas multinacionais em antecipar os seus créditos, conforme pode ser notado na Tabela 7, em que 25 empresas (57%) do total de 44 empresas multinacionais antecipam os seus créditos, sendo que 50 empresas (36%) do total de 138 empresas nacionais antecipam os seus créditos. Conforme estudo empírico de Klapper (2006), o uso de *Factoring* é maior em países economicamente desenvolvidos do que em emergentes.

4.2 RESULTADO VARIÁVEIS DE CONTROLE (CUSTO DE TRANSAÇÃO, ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS, ECONOMIA DE ESCALA E NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO)

Obtivemos maior significância para o uso de antecipação de recebíveis como fonte de financiamento da necessidade de capital de giro. Do total de oito variáveis, seis variáveis resultaram significância estatística. Os resultados dos testes univariados indicam a existência de correlação destes determinantes para a decisão da empresa em antecipar os seus recebíveis. Resultados similares foram obtidos por Summers e Wilson (2002) com exceção aos sinais das seguintes variáveis:

Os sinais dos resultados apontam que quanto maior a frequência de extensão de prazo de pagamento aos fornecedores (**FORN**) e utilização de empréstimos de curto prazo (**EMPCUR**) como fonte de financiamento, maior a propensão das empresas em antecipar os créditos. O sinal desta variável foi ao contrário do descrito na teoria, de acordo Summers e Wilson (2000), a decisão da empresa em obter financiamento de capital de giro, por meio da cessão de seus recebíveis, irá depender de seu custo, da disponibilidade de alternativas e da restrição de capital devido à dificuldade dos bancos em analisar o risco de crédito, estabelecer o prêmio de risco e disponibilidade de garantias. Portanto, a extensão de prazo de pagamento ao fornecedor é uma alternativa de financiamento do capital de giro e, quanto maior a disponibilidade de alternativas de financiamento, menos propenso em ceder os créditos.

Baseado no resultado da amostra demonstrado na Tabela 1, quanto maior o uso de empréstimo de coligadas (**INTERC**), maior a propensão da empresa em antecipar as contas a receber. A literatura indica que a propensão em antecipar seria maior em empresas com menor uso de empréstimos de coligadas, visto que, no início das suas operações no mercado exterior, as subsidiárias utilizam empréstimos de coligadas como fonte de financiamento e, na medida em que a subsidiária vai adquirindo experiência no mercado exterior, vai migrando para alternativas locais de financiamento (ROBBINS; STORBAUGH, 1972). Esse resultado pode ser explicado pelo uso da cessão como complemento da necessidade de financiamento, juntamente com o empréstimo de coligadas e não somente o uso isolado de cada uma das alternativas, ou o uso de outras formas de financiamento local, como empréstimo bancário ao invés de antecipação de recebíveis.

Em relação à antecipação dos recebíveis como processo de escolha da estrutura organizacional, ou seja, terceirizar a gestão de crédito para bancos e *Factoring*, conforme

estudos de Smith e Schnucker (1994), foram encontrados significância para a frequência de compra dos clientes (**FREQCO**), aumento de prazo para os clientes (**CLIENT**), e venda para o varejo e distribuidores (**VAREJO**) e (**DISTI**).

Frequência de compra dos principais clientes (FREQCO) - Em relação à economia de escala, quanto menor a frequência de compra dos principais clientes das empresas da amostra, menor a propensão de antecipar os seus créditos comerciais. Esse resultado foi ao contrário, de acordo com a teoria. A teoria indica que, quanto maior a frequência de compra dos clientes, maior a propensão em ceder os créditos, devido à economia de escala no custo de informação na avaliação do risco de crédito devido ao maior volume de contas a receber.

Frequência da concessão de aumento de prazo para os clientes (CLIENT) – Conforme o sinal desta variável aponta que, quanto maior a concessão de prazo aos clientes nas empresas da amostra, maior a propensão em utilizar a cessão de créditos como ferramenta de gestão de capital de giro, porém o sinal está ao contrário do previsto na literatura. Ambos Mian e Smith (1992), e Smith e Schnucker (1994) argumentam que utilizar um terceiro para fazer a gestão de créditos reduzirá a flexibilidade em sua condução da política de crédito e comercial, portanto, menos propenso a ceder os seus créditos a terceiros.

De acordo com a Tabela 1, os resultados apontam que, quanto menor a venda por meio de varejistas (**VAREJO**), mais as empresas da amostra são propensas a utilizar cessão de créditos como ferramenta de gestão de capital de giro, porém o sinal está ao contrário do previsto na teoria.

Adicionalmente, quanto menor a venda por meio de atacadistas e distribuidores (**DISTI**), maior a propensão das empresas em ceder os seus créditos, sinal em linha com a teoria. Segundo Mian e Smith (1992), em algumas indústrias, a venda por meio de um atacadista desempenha um importante papel entre o fabricante e o varejista. O atacadista, além da função de distribuição, desempenha o papel de conceder financiamento e prazo para os varejistas. A presença de um atacadista entre a indústria e o varejista altera as relações de concessão de crédito, equivalente ao uso de cessão de crédito. Portanto, empresas que vendem por meio de um atacadista ou distribuidor são menos propensas a utilizar cessão de crédito e as empresas que vendem diretamente a varejistas são mais propensas ao uso de cessão de crédito, também pela preferência dos bancos em aceitar os recebíveis de varejistas.

Tabela 1 - Variáveis utilizadas para Análise e Resultado dos Testes Univariado.

Variável	Descrição	Sinal Esperado	Tipo	Antecipa		Sem Regresso			
				Não	Sim	Não	Sim		
VARIÁVEIS DE INTERESSE									
Impacto da distância cultural e psíquica nas práticas financeiras									
IDP	Índice de distância psíquica	+	Media		0.185	**	0.121	0.189	
Capacidade de aprendizagem das empresas multinacionais									
<i>Origem da maioria do capital</i>									
ORIGEM	Nacional	-	Contagem	88	50		116	22	
			%	64%	36%	**	84%	16%	
ORIGEM	Multinacional Antiga (Mais de 19 anos)	-	Contagem	11	11		18	4	
			%	50%	50%	**	82%	18%	
ORIGEM	Multinacional Nova (Menos de 19 anos)	+	Contagem	8	14		16	6	
			%	36%	64%	**	73%	27%	
VARIÁVEIS DE CONTROLE									
Custo de Transação									
GEOGR	Área de atuação geográfica	+	Media	3.075	3.147		3.093	3.156	
SEGURO	Possui seguro de crédito	-	Media	0.365	0.440		0.373	0.500	
INFO	Frequência da coleta de info financeira dos clientes pela força de vendas	-	Media	3.757	3.853		3.833	3.625	
Especificidade dos Ativos									
CUSTOM	Frequência com que os produtos são customizados para cada cliente	-	Media	3.355	3.467		3.467	3.094	
Economia de Escala									
FREQCO	Frequência de compra dos principais clientes	+	Media	3.168	2.613	**	3.020	2.563	
PRAZO	Percentual das vendas que são realizadas a prazo	+	Media	80.7%	81.5%		81.5%	78.8%	
QTDCLI	Quantidade aproximada de clientes	+	Mediana	200	500		250	500	
Necessidade de Capital de Giro									
PED	Investimentos em P&D no Brasil	+	Media	0.579	0.587		0.567	0.656	
PORTE	Porte da empresa	+	Media	3.084	3.507	**	3.147	3.781	**
FORN	Frequência da extensão de prazo de pagamento ao fornecedor	-	Media	2.187	2.720	***	2.347	2.688	*
INADIM	Frequência que o atraso do cliente tem impacto adverso	+	Media	2.467	3.240		2.700	3.188	**
REFIN	Frequência que a restrição financeira tem um impacto adverso	+	Media	2.009	2.627		2.160	2.750	
EMPCUR	Frequência que é utilizado empréstimo de curto prazo	-	Media	2.028	2.373	**	2.133	2.344	
EMPLON	Frequência que é utilizado empréstimo de longo prazo	-	Media	2.243	2.467		2.307	2.469	
INTERC	Frequência que é utilizado empréstimos de coligadas	-	Media	1.589	1.933	**	1.707	1.844	
Discriminação de Preços									
CLIENT	Frequência da concessão de aumento de prazo para os clientes	-	Media	2.636	3.013		2.720	3.125	
Canal de Distribuição									
REPVEN	Frequência da venda por meio de representantes de vendas	-	Media	3.262	3.600		3.373	3.531	
FORVEN	Frequência da venda pela própria força de vendas	+	Media	4.159	4.093		4.153	4.031	
<i>Relevância dos principais canais de distribuição</i>									
VAREJO	Varejista	+	Media	3.963	3.373	*	3.893	2.906	**
DISTI	Atacadista/Distribuidor	-	Media	3.720	2.640		3.413	2.625	*
CONSUM	Venda direta ao consumidor	-	Media	3.523	3.533		3.533	3.500	
B2B	Outras indústrias	-	Media	3.215	3.360		3.240	3.438	
GOVER	Governo	-	Media	3.729	3.907		3.720	4.188	

Nota: ***, **, * = Nível de Significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaborado pelo autor

5 RESULTADOS MODELOS DE REGRESSÃO LOGÍSTICA

Modelos de regressão multivariada foram construídas baseadas nos modelos teóricos utilizando um conjunto de variáveis que são correlacionadas com a decisão da empresa em antecipar os seus créditos. Foi utilizada regressão logística para modelar a variável binária, especificado como (0) para empresas que não antecipam as contas a receber e (1) para empresas que antecipam, em função das teóricas variáveis determinantes. Os resultados da regressão logística binomial sobre a decisão da empresa em antecipar ou não os seus créditos foram apresentados na Tabela 2 e 3.

Na Tabela 2, foi apresentada a decisão de antecipação independente da modalidade e, na Tabela 3, a decisão da empresa antecipar os seus créditos somente na modalidade sem direito de regresso. A decisão da empresa em antecipar os seus créditos foi classificado como (1), o sinal positivo para o coeficiente indica que a variável aumenta as possibilidades da empresa em antecipar os seus créditos.

O modelo 1a e 1b tentou replicar os modelos de Smith & Schnucker e Summers & Wilson, utilizando as variáveis que tiveram significância estatística. Os modelos 2a e 2b foram incorporados às variáveis **IDP**. No modelo 3a e 3b, foram incorporadas às variáveis *dummy* origem do capital pelo tempo de experiência (nacional, multinacional antiga e multinacional nova).

5.1 VARIÁVEIS DE INTERESSE (IDP, ORIGEM)

IDP - A variável IDP, igualmente ao teste univariado, teve o coeficiente com o sinal esperado, ou seja, quanto maior o IDP, maior a propensão da empresa em antecipar os seus créditos.

Portanto, a nossa hipótese (H1): Quanto maior distância psíquica maior a propensão de utilizar cessão de crédito foi suportado. Este resultado está de acordo com o previsto na literatura em que as empresas multinacionais mantêm maior nível de caixa e necessidade de flexibilidade financeira quanto maior forem as incertezas e intensificado pela distância psíquica. Exemplos práticos que podem levar à maior propensão das empresas multinacionais em utilizar a cessão de crédito são: a gestão financeira e econômica das

empresas do setor eletroeletrônico do Brasil, principalmente das multinacionais diferencia-se de outros setores por adotar maiores níveis de capitalização de terceiros e níveis de liquidez. Este setor caracteriza-se pela forte sazonalidade e alta elasticidade-renda de seus produtos finais, o que implica elevada necessidade de encaixes financeiros médios.

O uso de processos com conteúdo tecnológico elevado, característica do setor de eletroeletrônico, obriga as empresas a contínuos investimentos em P&D, atualização de máquinas e equipamentos, investimentos em treinamento para conseguir manter a sua participação no mercado.

Adicionalmente, as empresas multinacionais deste setor possuem um elevado grau de controle do capital pelos controladores e investidores internacionais, e o desempenho das subsidiárias tende a aproximar de sua matriz, visto que a estratégia organizacional é formulada uniformemente tendo maiores acessos à linha de crédito e fonte de recursos no seu país de origem, como empréstimo de coligadas, disponibilidade de aportes de capital e tecnologia, além do compartilhamento contínuo das melhores práticas operacionais e financeiras. Devido a todos estes fatores, as empresas multinacionais podem utilizar mais a antecipação de recebíveis comparados aos seus congêneres nacionais. Além disso, muitas vezes, as multinacionais, comparativamente, com as empresas nacionais, podem utilizar a antecipação de recebíveis devido:

- a) à minimização de riscos – As controladoras de suas subsidiárias, devido à assimetria de informações com o mercado estrangeiro, podem ter mais aversão a risco e instituir uma política mais agressiva de minimização de riscos, como risco de crédito e liquidez. Incentivando as suas subsidiárias a transferir os riscos de inadimplência para terceiros por meio de, por exemplo, o uso de cessão de créditos sem direito de regresso e contratação de seguro contra risco de crédito. Com o uso da cessão de crédito, as subsidiárias conseguem transferir o risco, além de garantir um nível de liquidez mínimo exigidos pela sua matriz, mesmo apesar de incorrer em custos adicionais com taxa de desconto;
- b) ao relacionamento com clientes – Em muitas ocasiões, apesar das empresas multinacionais não necessitarem antecipar os seus créditos, as empresas acabam realizando a cessão de créditos para manter o relacionamento com os seus clientes. Muitos clientes do setor eletroeletrônico, principalmente o canal de varejo, paga os seus fornecedores somente por meio de um

programa de antecipação a fornecedores, que, basicamente, é uma cessão de créditos que foi contratada pelos clientes, no exterior, essa modalidade é chamada de *Reverse Factoring ou Supply Chain Finance*. Com este programa, as empresas que estruturam esta operação ou as empresas “âncoras”, podem permitir acesso a crédito bancário para os seus fornecedores, pois os bancos estão adquirindo o risco da empresa “âncora” e não da empresa detentora dos créditos, permitindo melhores taxas. Para as empresas “âncoras”, este tipo de programa permite melhores taxas de financiamento comparativamente a empréstimos bancários tradicionais devido à menor carga tributária no Brasil para estes tipos de estruturas, além de poder prorrogar os vencimentos das suas contas a pagar.

Por outro lado, os motivos que levam as empresas brasileiras a evitar a antecipação de recebíveis são:

- a) altas taxas de desconto: As taxas de desconto variam de acordo com o risco da carteira de crédito, que pode ser desde cartão de crédito, cheques pré-datados e duplicatas. A instituição financeira analisa os títulos e faz o desconto, em que pode incidir taxas extras, como liberação de borderôs, registro de títulos, manutenção do limite e outras despesas bancárias que, com a elevação da despesa financeira, pode impactar a estrutura de preço e, conseqüentemente, reduzir a margem de lucro. Além disso, alguns títulos de clientes com restrições podem não ser aceitos. Adicionalmente, além das instituições financeiras, existem as empresas de *Factoring*, que podem exigir uma taxa mais elevada, muito em função dos tributos adicionais que elas incorrem, fazendo com que as empresas utilizem somente em caráter de urgência;
- b) aversão à antecipação de recebíveis: As empresas brasileiras e, principalmente, as pequenas e médias empresas utilizam a antecipação de recebíveis como um instrumento emergencial, pois força a empresa a vender cada vez mais para cobrir a falta de recebíveis futuros e gerar possível descasamento no fluxo de caixa futuro, tornando um vício, em que a antecipação é sempre utilizada para conseguir caixa para financiar a suas operações e elevando os custos financeiros da empresa. Ou seja, o estigma

de que antecipar receitas e arcar com os custos de taxas de desconto é deixar de lucrar;

- c) desconhecimento de outras modalidades de antecipação de recebíveis que tenham menores taxas de desconto, como, por exemplo, o programa de antecipação a fornecedores.

Origem - Conforme a Tabela 2 e 3, a variável *dummy* origem do capital pelo tempo de experiência (nacional, multinacional antiga e multinacional nova) teve resultados significativos. Portanto, a nossa segunda hipótese também foi suportada (H2). Quanto maior o tempo de experiência das empresas multinacionais, menor a propensão de utilizar cessão de crédito.

As empresas multinacionais mais jovens são mais propensas em ceder os seus créditos do que as empresas multinacionais com mais tempo de experiência e as empresas nacionais, assim sucessivamente. Resultado está em linha com a teoria a qual aborda que o tempo de experiência pode influenciar a capacidade de aprendizagem das empresas multinacionais. Um possível motivo para este resultado é o seguinte: primeiramente, a multinacional com pouco tempo de experiência, devido a incertezas no mercado estrangeiro, controle de risco de sua matriz e necessidade de investimentos para uma nova empresa, utiliza a cessão de crédito para manter o nível de caixa. Conforme vai adquirindo experiência e se tornando autossuficiente, a necessidade de manutenção de nível de caixa vai diminuindo e se tornando cada vez mais similar as suas congêneres nacionais em relação às práticas financeiras, ou seja, se adaptando às condições locais.

Conforme a Figura 2, empresas com pouco tempo de operação no mercado exterior possuem alto aprendizado pós e pré-entrada para tentar reduzir a sua desvantagem de ser estrangeiro. Adicionalmente, um maior IDP pode indicar menor familiaridade com o ambiente de negócios no exterior. Empresas com baixa familiaridade com o mercado exterior tem alto aprendizado pós-entrada ou baixo compromisso de aprendizagem.

Na primeira situação em que é empregado alto aprendizado pós-entrada, pode indicar que as empresas multinacionais aprendem sobre a prática de gestão de capital de giro somente após a entrada no mercado estrangeiro, ou seja, a subsidiária, antes da entrada no mercado estrangeiro, utiliza a antecipação de créditos como fonte de financiamento e, conforme vai adquirindo experiência no mercado estrangeiro, utiliza de outras formas de financiar as suas operações. Conforme demonstrado na Tabela 1, as empresas multinacionais

novas (64%) são as que mais antecipam os seus créditos, seguidas pelas multinacionais antigas (50%) e, por último, as empresas nacionais (36%).

Na segunda situação, em que as empresas possuem baixo compromisso de aprendizagem, as empresas em seu processo de internacionalização podem simplesmente adotar as práticas já utilizadas no exterior. Se já utilizavam a antecipação de recebíveis como fonte de financiamento, passam a adotar também no mercado estrangeiro. Outro possível motivo de incentivar a cessão de crédito na modalidade sem direito de regresso e para minimizar o risco de crédito, pois uma outra empresa do grupo teve perdas pela inadimplência dos clientes.

5.2 VARIÁVEIS DE CONTROLE (CUSTO DE TRANSAÇÃO, ESPECIFICIDADE DOS ATIVOS, ECONOMIA DE ESCALA E NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO)

Com o objetivo de dar comparabilidade e maior robustez aos nossos modelos, incorporamos variáveis de controle que tentaram assemelhar da melhor forma possível os modelos das pesquisas de Smith e Schnucker e Summers e Wilson, demonstrados na Tabela 2 e 3 como modelos 1a e 1b. Os modelos desenvolvidos de Smith e Schnucker consideraram a decisão do uso de *Factoring* como uma escolha da estrutura organizacional, ou seja, a decisão de terceirizar a gestão do crédito para terceiros. Summers e Wilson incorporaram, adicionalmente, ao modelo de Smith e Schnucker variáveis relacionadas à necessidade de capital de giro.

Em termos gerais, nossos resultados foram similares aos achados na literatura. Como era esperada a necessidade de capital de giro como determinante para decisão do uso de antecipação e cessão de crédito, teve resultados significativos estatisticamente, o mesmo resultado foi encontrado por Summers e Wilson. Podemos notar que, na amostra estudada, a antecipação é uma alternativa complementar ao financiamento de capital de giro.

Conforme o modelo 1a e 3a da Tabela 2 (todas as modalidades de antecipação), obteve um modelo com 73,60% dos casos corretamente previstos. Todas as variáveis com resultado significativo tiveram os sinais esperados e previstos na literatura, exceto a Frequência de Compra dos Clientes (**FREQCO**), as teorias de custo de informação e transação preveem um sinal positivo, ou seja, quanto menor a frequência de compra dos mesmos clientes, mais as empresas serão propensas a terceirizar a atividade de avaliação de

risco de crédito a terceiros pela cessão de seus recebíveis. Por outro lado, empresas que possuem maior frequência de compra possuem maior ganho de escala com o custo de monitoramento do risco de crédito e estabelecimento de um departamento específico para esta função e, portanto, menos propensas a terceirizar a atividade da gestão de crédito. Em nossa amostra, o sinal foi o oposto à teoria, empresas com pedidos mais frequentes foram mais propensas em antecipar os seus recebíveis, conforme o sinal negativo na Tabela 2. Uma possível explicação seria que as empresas com pedidos mais frequentes também possuem maior volume de recebíveis disponíveis para negociar e ceder a terceiros.

Tabela 2 - Modelos de Regressão Logística - Variável dependente: Decisão de antecipar os créditos - Todas as modalidades de antecipação dos créditos

Variável	Descrição	1.a	2.a	3.a
<u>VARIÁVEIS DE INTERESSE</u>				
Diferenças culturais e psíquicas nas práticas financeiras				
IDP	Índice de distância psíquica		1,4369 *	
ORIGEM	Origem da maioria do capital <i>versus</i> tempo de experiência			0,5092 *
<u>VARIÁVEIS DE CONTROLE</u>				
Custo de Transação				
INFO	Frequência coleta de infofinanceira pela força de vendas	-0,0001	0,0283	0,0480
Especificidade dos Ativos				
CUSTOM	Frequência com que os produtos são customizados	-0,1475	-0,1443	-0,1379
Economia de Escala				
FREQCO	Frequência de compra dos principais clientes	-0,2227 *	-0,2265 *	-0,2444 **
PORTE	Porte da empresa	0,2228	0,1349	0,1443
Discriminação de Preços				
CLIENT	Frequência concessão de aumento de prazo para os clientes	0,4109 *	0,4336 **	0,4087 *
Necessidade de Capital de Giro				
FORN	Frequência extensão de prazo de pagamento ao fornecedor	0,2258	0,2171	0,2039
INADIM	Frequência que o atraso do cliente tem impacto adverso	0,4337 ***	0,4061 **	0,4021 **
REFIN	Frequência da restrição financeira tem um impacto adverso	0,3178 *	0,3416 *	0,3337 *
EMPCUR	Frequência que é utilizado empréstimos de curto prazo	-0,0186	0,0547	0,0548
INTERC	Frequência que é utilizado empréstimos de coligadas	0,0339	-0,0610	-0,0531
Controle				
CONST	Constante	-3,6381 ***	-3,6704 ***	-3,6181 ***
	Modelo Qui Quadrado	40,5994	43,7296	43,6383
	% Casos corretamente previstos	73,60%	73,1%	73,6%

Nota: ***, **, * = Nível de Significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 3 - Modelos de Regressão Logística - Variável dependente: Decisão de antecipar os créditos - Somente na modalidade sem direito de regresso

Variável	Descrição	1.b	2.b	3.b
<u>VARIÁVEIS DE INTERESSE</u>				
Diferenças culturais e psíquicas nas práticas financeiras				
IDP	Índice de distância psíquica		0,47858	
ORIGEM	Origem da maioria do capital com tempo de operação			-0,0097
<u>VARIÁVEIS DE CONTROLE</u>				
Custo de Transação				
INFO	Frequência coleta de infofinanceira pela força de vendas	-0,2788	-0,2732	-0,2793
Especificidade dos Ativos				
CUSTOM	Frequência que os produtos são customizados	-0,4365 **	-0,4299 **	-0,4373 **
Economia de Escala				
FREQCO	Frequência de compra dos principais clientes	-0,1397	-0,1425	-0,1390
PORTE	Porte da empresa	0,4931 ***	0,4613 **	0,4948 **
Discriminação de Preços				
CLIENT	Frequência concessão de aumento de prazo para os clientes	0,6734 **	0,68253 **	0,6740 **
Necessidade de Capital de Giro				
FORN	Frequência extensão de prazo de pagamento ao fornecedor	0,1276	0,12223	0,1283
INADIM	Frequência com que o atraso do cliente tem impacto adverso	0,2127	0,2014	0,2136
REFIN	Frequência da restrição financeira tem um impacto adverso	0,5293 **	0,5327 **	0,5291 **
EMPCUR	Frequência que é utilizado empréstimos de curto prazo	-0,1359	-0,1128	-0,1372
INTERC	Frequência que é utilizado empréstimos de coligadas	-0,1949	-0,2195	-0,1934
Controle				
CONST	Constante	-3,9616 ***	-3,9556 ***	-3,9661 ***
	Modelo Qui Quadrado	30,6514	30,9035	30,6522
	% Casos corretamente previstos	85,20%	85,20%	85,20%

Nota: ***, **, * = Nível de Significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor

6 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

O objetivo desta seção é apresentar descritivamente a amostra de acordo com as respostas obtidas dos questionários, a relevância estatística e a relação com as hipóteses foram analisadas na seção de testes univariados e modelos de regressão logística.

O perfil dos respondentes, em sua maioria, foram gestores que atuam na área financeira, de variado nível hierárquica e experiência profissional média de 7,7 anos.

Tabela 4 - Perfil dos respondentes

Cargo	Experiência Média Em anos	Contagem	%
Diretor	5.5	16	9%
Gerente	10.2	75	41%
Analista	9.8	91	50%
Total	7.7	182	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

Do total de 182 empresas, 138 (76%) são nacionais e 44 (24%) são multinacionais. Na Tabela 5, está apresentada a amostra pelo país de origem, o índice de distância psíquica, o ano de fundação da empresa em mediana e a quantidade de empresas que antecipam as contas a receber com e sem direito de regresso, e, adicionalmente, as empresas que antecipam sem direito de regresso. Para o ano de fundação, adotou-se a mediana devido à grande dispersão das respostas coletadas. Na amostra observada, empresas com origem na Áustria, Itália, Reino Unido, Suécia, Suíça e Coreia do Sul, todas antecipam o contas a receber, em contrapartida, países como Argentina, Índia, México, Holanda e Noruega não antecipam.

Tabela 5 – Origem do capital, índice de distância psíquica, ano de fundação.

Origem Capital	Total Empresas	Índice Distância Psíquica	Anos de Fundação (Mediana)	Antecipa?		Sem Regresso?	
				Não	Sim	Não	Sim
Nacional	138			88	50	116	22
Brasil	138		26	88	50	116	22
Multinacional	44			19	25	34	10
Estados Unidos	10	0.555	25	7	3	9	1
Alemanha	4	0.586	28	2	2	4	
China	4	0.66	9.5	1	3	2	2
Japão	4	0.69	42	2	2	2	2
Espanha	3	0.326	16		3	2	1
França	3	0.436	35	2	1	3	
Áustria	2	0.567	1.55		2	1	1
Itália	2	0.359	31		2	2	
Reino Unido	2	0.634	22.5		2	1	1
Argentina	1	0.238	26	1		1	
Coreia do Sul	1	0.592	17		1		1
Holanda	1	0.616	4	1		1	
Índia	1	0.465	7	1		1	
México	1	0.286	15	1		1	
Noruega	1	0.673	9	1		1	
Suecia	1	0.769	100		1	1	
Suíça	1	0.628	35		1	1	
Tailândia	1	0.522	7		1	1	
Taiwan	1	0.66	18		1		1
Total Geral	182			107	75	150	32

Fonte: Elaborado pelo autor

Com relação à área de atuação geográfica das empresas da amostra, a maioria atua em nível nacional e internacional (88% das empresas), sendo que menos de 10% das empresas atuam somente em nível estadual ou municipal, conforme demonstrado na Tabela 6. Mais de 83% dos clientes das empresas da amostra fazem as compras mensalmente, semanalmente ou diariamente. A maioria das empresas possui mais de 60% de suas vendas a prazo (84%).

Tabela 6 – Área de atuação geográfica, frequência de compra, percentual de vendas a prazo.

Atuação Geográfica	Total		Frequência Compra	Total		Percentual Vendas a Prazo	Total	
	Empresas	%		Empresas	%		Empresas	%
Internacional	56	31%	Diário	29	16%	Menor 30%	10	5%
Nacional	103	57%	Semanal	41	23%	De 30% a 60%	19	10%
Estadual	9	5%	Mensal	80	44%	De 60% a 90%	94	52%
Municipal	14	8%	Trimestral	7	4%	Acima de 90%	59	32%
Total Geral	182	100%	Semestral	7	4%	Total Geral	182	100%
			Anual	5	3%			
			Outro	13	7%			
			Total Geral	182	100%			

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme a Tabela 7, as empresas informaram possuir uma diversidade em seu canal de distribuição de seus produtos.

Tabela 7 – Canal de Distribuição, sendo 1 o mais importante.

Importância	Canal de Distribuição											
	Varejista		Distribuidores		Consumidor		Outras indústrias		Governo		Outro	
	Empresa	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%
1	37	20%	39	21%	47	26%	41	23%	46	25%	18	10%
2	35	19%	46	25%	32	18%	51	28%	26	14%	14	8%
3	32	18%	37	20%	31	17%	24	13%	24	13%	16	9%
4	17	9%	19	10%	11	6%	21	12%	19	10%	8	4%
5	9	5%	3	2%	15	8%	8	4%	10	5%	4	2%
6	3	2%	3	2%	3	2%	2	1%	3	2%	9	5%
Não Aplicável	49	27%	35	19%	43	24%	35	19%	54	30%	113	62%
Total Geral	182	100%	182	100%	182	100%	182	100%	182	100%	182	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

Em relação ao porte da empresa, conforme a Tabela 8, podemos verificar uma diversidade da amostra e, inicialmente, a decisão da empresa em antecipar as contas a receber não está concentrada em nenhum porte específico de empresas. A relevância estatística da relação entre o porte da empresa com a decisão de antecipar foi analisada nos testes univariados.

Tabela 8 – Porte da Empresa

Porte da Empresa	Total Empresas	%	Antecipa?		Sem Regresso?	
			Não	Sim	Não	Sim
Grande	51	28%	25	26	36	15
Média Grande	11	6%	6	5	9	2
Média	68	37%	42	26	60	8
Pequena	38	21%	21	17	31	7
Micro	14	8%	13	1	14	
Total Geral	182	100%	107	75	150	32

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com respostas obtidas, as empresas da amostra informaram que 58% possuem algum tipo de investimento em P&D no Brasil e 40% das empresas informaram possuir seguro contra risco de crédito.

Tabela 9 – Investimento em P&D e Uso de Seguro de Crédito

Variáveis	Total Empresas	Não		Sim	
		Empresas	%	Empresas	%
Possui investimentos em P&D no Brasil?	182	76	42%	106	58%
Possui Seguro de Crédito?	182	110	60%	72	40%

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme a Tabela 10, 67% das empresas da amostra informaram que a força de vendas coleta frequentemente ou sempre informações financeiras de seus clientes para a avaliação do risco de crédito. Cinquenta e oito por cento (58%) das empresas informaram que, frequentemente ou sempre, vendem por meio de representante de vendas e 79% pela própria força de vendas.

Em relação ao grau de customização de seus produtos, podemos notar uma maior diversidade nas respostas. Cinquenta e oito por cento (58%) das empresas informaram que, raramente ou nunca, estendem o prazo de pagamento aos seus fornecedores para financiar o capital de giro da empresa e 66% informou que a restrição financeira dos bancos, raramente ou nunca, tem impacto adverso nos negócios. Sessenta e seis por cento (66%) informaram que, raramente ou nunca, utilizam de empréstimos de curto prazo, 60% das empresas, raramente ou nunca, utilizam empréstimos de longo prazo e 82% das empresas informaram raramente ou nunca utilizar empréstimos de coligadas ou empresas relacionadas.

Tabela 10 – Outras variáveis

Variável	Total Empresas	Frequência				
		Nunca	Raramente	Às Vezes	Frequentemente	Sempre
Frequência que a força de vendas coleta informações financeiras do cliente para avaliação de risco de crédito	182	12	22	26	53	69
		7%	12%	14%	29%	38%
Frequência da venda por meio de representantes de vendas	182	35	21	19	50	57
		19%	12%	10%	27%	31%
Frequência da venda pela própria força de vendas	182	5	16	18	54	89
		3%	9%	10%	30%	49%
Frequência que os produtos vendidos são customizados para cada cliente	182	21	34	35	35	57
		12%	19%	19%	19%	31%
Frequência que é concedido um aumento no prazo de pagamento para os clientes	182	6	63	84	21	8
		3%	35%	46%	12%	4%
Frequência que é utilizado a extensão de prazo de pagamento ao fornecedor para financiar o capital de giro da empresa	182	38	67	51	17	9
		21%	37%	28%	9%	5%
Frequência que o atraso ou insolvência do cliente tem um impacto adverso no capital de giro da empresa	182	23	63	50	22	24
		13%	35%	27%	12%	13%
Frequência que a restrição da linha de crédito concedida pelos bancos tem um impacto adverso nos negócios	182	50	71	34	17	10
		27%	39%	19%	9%	5%
Frequência que é utilizado empréstimo/financiamento de curto prazo?	182	55	65	41	18	3
		30%	36%	23%	10%	2%
Frequência que é utilizado empréstimo/financiamento de longo prazo?	182	41	68	55	7	11
		23%	37%	30%	4%	6%
Frequência que é utilizado empréstimo de empresas coligadas/relacionadas?	182	100	49	21	6	6
		55%	27%	12%	3%	3%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 11 – Estatística Descritiva, Coeficientes de Correlação de Pearson

	IDP	FUNDAC	ORIGEM	GEOGR	SEGURO	INFO	CUSTOM	FREQCO	PRAZO	QTDCLI
Mínimo	0.000	0.100	0.000	1.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.000	1.000
Máximo	0.769	948.000	2.000	4.000	1.000	5.000	5.000	7.000	1.000	0.000
Média	0.133	34.590	0.363	3.104	0.396	3.797	3.401	2.940	0.810	61026.000
Mediana	0.000	25.000	0.000	3.000	0.000	4.000	4.000	3.000	0.900	300.000
FUNDAC	-0.039									
ORIGEM	0.910	-0.091								
GEOGR	0.398	0.025	0.357							
SEGURO	0.175	-0.041	0.145	0.243						
INFO	-0.011	0.117	-0.061	0.141	0.168					
CUSTOM	0.023	0.073	0.026	-0.037	-0.039	0.003				
FREQCO	0.022	-0.073	0.082	0.109	-0.019	-0.034	-0.024			
PRAZO	0.046	0.054	0.074	-0.093	-0.173	0.064	-0.154	-0.075		
QTDCLI	0.192	0.068	0.067	0.088	0.093	0.017	0.037	-0.096	-0.037	
PORTE	0.407	0.032	0.363	0.298	0.347	0.174	0.019	-0.119	-0.044	0.109
REPVEN	-0.065	-0.014	-0.066	0.165	0.136	0.278	-0.132	-0.067	0.082	0.036
FORVEN	-0.025	0.050	-0.042	0.022	0.005	-0.013	0.257	-0.194	-0.121	-0.006
VAREJO	0.027	0.083	0.023	0.001	0.025	-0.076	-0.020	0.103	-0.056	-0.063
DISTI	0.023	0.094	0.026	-0.127	0.087	-0.029	0.062	0.127	-0.084	-0.082
CONSUM	0.159	0.083	0.179	-0.033	-0.015	0.068	-0.039	0.040	0.095	-0.019
B2B	-0.047	-0.077	-0.098	-0.020	-0.072	-0.074	-0.194	0.056	0.076	0.057
GOVER	0.045	-0.087	0.040	0.028	-0.065	-0.113	-0.189	0.180	-0.001	0.005
CLIENT	-0.009	-0.030	0.064	0.024	0.093	-0.030	0.215	-0.175	0.042	-0.067
FORN	0.085	-0.023	0.128	-0.030	-0.055	0.083	0.260	-0.091	0.013	0.048
INADIM	0.139	-0.085	0.180	0.057	-0.108	0.011	0.169	0.037	0.024	0.020
REFIN	-0.045	-0.012	-0.024	0.036	-0.040	0.019	0.129	-0.029	0.091	-0.007
EMPCUR	-0.126	-0.075	-0.111	-0.095	0.041	-0.007	0.006	-0.097	0.066	0.057
EMPLON	-0.111	0.101	-0.107	0.120	0.009	0.077	-0.013	0.022	0.014	0.043
INTERC	0.323	-0.027	0.330	0.149	0.138	-0.013	0.100	0.035	-0.046	0.096
PED	0.007	0.129	-0.056	0.206	0.275	0.183	-0.060	-0.225	-0.112	0.069
	PORTE	REPVEN	FORVEN	VAREJO	DISTI	CONSUM	B2B	GOVER	CLIENT	FORN
Mínimo	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Máximo	5.000	5.000	5.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	5.000	5.000
Média	3.258	3.401	4.132	3.720	3.275	3.527	3.275	3.802	2.791	2.407
Mediana	3.000	4.000	4.000	3.000	3.000	3.000	2.000	3.000	3.000	2.000
REPVEN	0.095									
FORVEN	0.047	-0.273								
VAREJO	-0.141	-0.171	-0.056							
DISTI	-0.088	-0.186	-0.028	0.543						
CONSUM	0.064	-0.038	-0.052	0.102	0.126					
B2B	-0.054	0.005	-0.113	0.005	-0.244	-0.079				
GOVER	-0.179	-0.214	0.023	0.070	-0.021	0.083	0.231			
CLIENT	0.009	0.160	0.018	-0.098	-0.112	-0.014	-0.089	-0.123		
FORN	0.108	-0.040	-0.056	0.080	-0.072	-0.005	-0.083	-0.147	0.256	
INADIM	0.032	0.093	0.009	-0.060	-0.053	-0.011	-0.052	-0.070	0.170	0.285
REFIN	0.044	0.048	0.008	0.127	0.051	0.001	0.055	0.026	0.040	0.282
EMPCUR	0.034	0.006	0.054	0.084	0.027	0.070	-0.029	-0.024	0.117	0.113
EMPLON	0.107	0.096	-0.019	0.069	-0.066	-0.157	0.057	-0.076	0.145	0.152
INTERC	0.267	-0.070	0.063	0.003	0.014	0.016	-0.034	-0.011	0.165	0.157
PED	0.285	0.167	0.083	-0.021	-0.069	-0.019	-0.063	-0.228	-0.011	-0.084
	INADIM	REFIN	EMPCUR	EMPLON	INTERC	PED				
Mínimo	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000				
Máximo	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	1.000				
Média	2.786	2.264	2.170	2.335	1.731	0.582				
Mediana	3.000	2.000	2.000	2.000	1.000	1.000				
REFIN	0.399									
EMPCUR	0.262	0.483								
EMPLON	0.225	0.371	0.350							
INTERC	0.313	0.193	0.247	0.203						
PED	-0.086	-0.039	0.109	0.227	0.028					

Fonte: Elaborado pelo autor

7 CONCLUSÃO

O objetivo desta pesquisa é entender se as práticas de gestão de capital de giro das empresas multinacionais se mantêm em países mais complexos como o Brasil, como o uso de cessão de direitos creditórios. Resultados significativos apontaram que as empresas multinacionais da amostra, que, quanto maior a distância psíquica com o Brasil, mais são propensas em utilizar cessão de créditos para manter um nível maior de caixa e por consequência uma maior flexibilidade financeira para investimentos e possíveis incertezas no mercado estrangeiro. Porém, de acordo com o seu tempo de experiência no mercado estrangeiro, essa distância psíquica pode ser minimizada por meio de um processo de aprendizagem e, com o tempo, se assemelhando com as empresas locais e, logo, menos propensas em ceder os seus créditos.

O resultado deste estudo irá permitir às empresas planejar o tempo que a empresa irá levar para reduzir a sua desvantagem de ser estrangeiro em relação às empresas locais considerando o seu tempo de experiência e analisar as melhores práticas de gestão de capital de giro que se adequam às condições do Brasil.

De acordo com as nossas hipóteses iniciais, os determinantes para a decisão do uso de serviços de *Factoring* se assemelham com a utilização de cessão de créditos. Referente aos determinantes para a decisão das empresas da amostra em antecipar ou não os seus créditos, obtivemos suporte estatístico para a escolha de estrutura organizacional e maior significância para o uso do instrumento para suprir a demanda por financiamento, principalmente em função da restrição financeira imposta pelos bancos, além do impacto adverso que o atraso e a inadimplência ocasionam no fluxo de caixa da empresa. Este resultado pode ser, por exemplo, explicado pelo cenário de recessão que o Brasil está sofrendo no momento.

Pelo fato desta pesquisa ser inédita utilizando estas variáveis e setor, poderá ampliar o entendimento sobre a gestão de capital de giro nas multinacionais. Pesquisas futuras poderiam incorporar a coleta de dados sobre a alteração da gestão de capital de giro considerando o seu tempo de experiência para a mesma empresa, além de estudar outras práticas de gestão de capital de giro, como política de investimentos ou outra fonte de financiamento. Sugestões para pesquisas futuras seria incorporar outros setores além da indústria de eletroeletrônicos, e máquinas e equipamentos, fazendo uma análise comparativa.

Outra possível pesquisa futura seria a coleta de dados num cenário econômico e político diferente do atual, e comparar o impacto da macroeconomia nos resultados.

REFERÊNCIAS

- ARATA, N.; SHENG, H. H.; LORA, M. I. Internationalization and Corporate Cash Holdings: Evidence from Brazil and Mexico. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. spe, p. 01-19, 1 maio 2015.
- BANCEL, F.; MITTOO, U. R. The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. **Financial Management**, v. 33, n. 4, p. 103-32, 2004.
- BARKEMA, H. G.; BELL, J. H. J.; PENNING, J. M. Foreign entry, cultural barriers, and learning. **Strategic Management Journal**, v. 17, p. 151-66, 1996.
- BARKEMA, H. & VERMEULEN. International Expansion through start-up or acquisition; A learning perspective. **Academy of Management Journal**, v. 41, n. 1, p. 7-26, 1998.
- BERGER, A. N.; UDELL, G. F. Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing. **Journal of Political Economy**, v. 100, n. 5, p. 1047, 1992.
- BERRY, J. W. et al. **Cross-cultural psychology: Research and applications**. [s.l: s.n.].
- BESTER, H. Screening vs Rationing in Credit Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 75, n. 4, p. 850-55, 1985.
- _____. The role of collateral in credit markets with imperfect information. **European Economic Review**, v. 31, n. 4, p. 887-99, 1987.
- BICKERS, M. **Factoring: An Industry of Last Resort'**, Director, v. 47, n. 6, p. 43±48, 1994a.
- _____. **Factoring in the UK: A Report and Guide to the Factoring Industry** (DTI/ HMSO, London. 1994b.
- BROUNEN, D.; DE JONG, A.; KOEDIJK, K. Corporate finance in Europe: Confronting theory with practice. **Financial Management**, v. 33, n. 4, p. 71-101, 2004.
- BUCKLEY, P.; CASSON, M. **The Future of the Multinational Enterprise**. [s.l: s.n.].
- BURGMAN, T.A. An empirical examination of multinational corporate capital structure. **J. Int. Bus. Stud.** 27, 553-70, 1996.
- BYOUN, S. **Financial Flexibility, Leverage, and Firm Size**¹. [s.d.].
- CHAN, Y.-S.; KANATAS, G. Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 17, n. 1, p. 84-95, 1985.

CHANG, K.; NOORBAKHS, A. Corporate cash holdings, foreign direct investment, and corporate governance. **Global Finance Journal**, n. 16, p. 302-16, 2006.

CHEN, C. J. P.; CHENG, C. S. A.; HE, J.; KIM, J. An investigation of the relationship between international activities and capital structure. **J. Int. Bus. Stud.** 28,563-77, 1997.

CHUI, A.; LLOYD, A.; KWOK, C. The determination of capital structure: is national culture a missing piece to the puzzle? **Journal of International Business Studies**, v. 33, p. 99-127, 2002.

DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Firms as financial intermediaries-evidence from trade credit data. **World Bank Policy Research Working Paper Series**, 2001.

DITTMAR, A.; MAHRT-SMITH, J.; SERVAES, H. International corporate governance and corporate cash holdings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, p. 111-33, 2003.

DOUKAS, J. A.; PANTZALIS, C. Geographical diversification and agency costs of debt of multinational firms. **J. Corp. Financ.**, v. 9, p. 59-92, 2003.

ERIKSSON, K. et al. Time and experience in the internationalization process. **Zeitschrift fur Betriebswirtschaft**, v. 71, n. 1, p. 21-43, 2001.

FATEMI, A. M. The effect of international diversification on corporate financing policy. **J. Bus. Res.**, v. 16, 17-30, 1988.

FOLEY, C. K.; HARTZELL, J. C.; TITMAN, S.; TWITE, G. Why do firms hold so much cash?: a tax-based explanation. **J. Financ. Econ**, v. 86, p. 579-607, 2007.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2-3, p. 187-243, 2001.

HARTMANN-WENDELS, T.; STÖTER, A. Accounts Receivables Management and the *Factoring* Option: Evidence from a Bank-Based Economy. **SSRN Electronic Journal**, 18 set. 2012.

HENNART, J. **A Theory of Multinational Enterprise**. 1982.

HENNART, J.-F.; SHENG, H. H.; PIMENTA, G. Local complementary inputs as drivers of entry mode choices: The case of US investments in Brazil. **International Business Review**, v. 24, n. 3, p. 466-75, 2015.

HYMER, S. The international operation of national firms. **A Study of Direct Foreigns Investments**. Cambridge, 1976.

INGLEHART, R.; BAKER, W. E. Modernization, Cultural Change, and the Persistence of Traditional Values. **American Sociological Review**, v. 65, n. 1, p. 19, 2000.

JAFFEE, D. M.; MODIGLIANI, F. A Theory and Test of Credit Rationing: Reply. **American Economic Review**, v. 66, n. 5, p. 918-20, 1976.

JAFFEE, D. M.; RUSSELL, T. Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 90, n. 4, p. 651-66, 1976.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J.-E. The internationalization process of the firm - A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

JOHANSON, J.; WIEDERSHEIM-PAUL, F. the Internationalization of the Firm — Four Swedish Cases. **Journal of Management Studies**, v. 12, n. 3, p. 305-22, 1975.

KLAPPER, L. The role of *Factoring* for financing small and medium enterprises. **Journal of Banking and Finance**, v. 30, n. 11, p. 3111-30, 2006.

KLEIN, B.; CRAWFORD, R. G.; ALCHIAN, A. A. "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process." **The Journal of law & economics**, v. 21, n. 2, p. 297-326, 1978.

KOGUT, B.; ZANDER, U. Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation. **Journal of International Business Studies**, v. 24, n. 4, p. 625-45, 1993.

KPMG. Gestão de Liquidez. **KPMG Business Magazine**, v. 34, 2014.

KWOK, C.; TADESSE, S. National culture and financial systems. **Journal of International Business Studies**, v. 37, p. 227-47, 2006.

KWOK, C.C.Y.; REEB, D. M. Internationalization and firm risk: an upstream–downstream hypothesis. **J. Int. Bus. Stud.**, v. 31, p. 611-29, 2000.

LEE, K. C. & KWOK, C C. Y. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure, **Journal of International Business Studies**, v. 19: p. 195-217, 1988.

LEUNG, K. et al. Culture and international business: recent advances and their implications for future research. **Journal of International Business Studies**, v. 36, n. 4, p. 357-78, 2005.

MANSI, S. A.; REEB, D. M. Corporate international activity and debt financing. **Journal of International Business Studies**, v. 33, n. 1, p. 129-47, 2002.

MELTZER, A. H. Mercantile credit, monetary policy, and size of firms. **The Review of Economics and Statistics**, v. 42, n. 4, p. 429-37, 1960.

MIAN, S. L.; SMITH JR., C. W. Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 1, p. 169-200, 1992.

MICHAEL PAGE. Global Insights 2014 e 2015. **Barometro de CFOS e Liderança em Finanças**. 2014. Disponível em:
<http://www.michaelpage.com.br/sites/michaelpage.com.br/files/140910%20-%20cfo_book_web_infograficos.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2015.

MICHEL, A.; SHAKED, I. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: Financial Performance and Characteristics. **Journal of International Business Studies**, v. 17, n. 3, p. 89-100, 1986.

O'GRADY, S.; LANE, H. The psychic distance paradox. **Journal of International Business Studies**, p. 309-17, 1996.

PARK, S. H.; SUH, J.; YEUNG, B. Do multinational and domestic corporations differ in their leverage policies? **Journal of Corporate Finance**, v. 20, n. 1, p. 115-39, 2013.

PETERSEN, B.; PEDERSEN, T. Coping with liability of foreignness. **Journal of International Management**, v. 8, n. 3, p. 339-50, 2002.

PETERSEN, M.; RAJAN, R. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. **The Journal of Finance**, v. 49, n. 1, p. 3-37, 1994.

PIKE, R.; CHENG, N. S. Credit Management: An Examination of Policy Choices, Practices and Late Payment in UK Companies. **Journal of Business Finance**, v. 28, n. 7&8, p. 1013-42, set. 2001.

PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; Williamson, R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. **Journal of Finance**, n. 61, 2725-51, 2006.

RAMÍREZ, A.; TADESSE, S. Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms. **International Business Review**, v. 18, n. 4, p. 387-403, 2009.

REZENDE, C. F.; CUNHA, P. F. da; PEREIRA, V. S. "Relação entre internacionalização e a necessidade de capital de giro." **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2014.

ROBBINS, S. M.; STOBAUGH, R. B. Financing Foreign Affiliates. **Financial Management**, v. 1, n. 3, p. 56, 1972.

SCHWARTZ, R. A. An Economic Model of Trade Credit. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 9, n. 4, p. 643-57, 1974.

SERTÃ REZENDE, L. **As Teorias de Internacionalização e os Padrões de Escolha dos Mercados Alvo**: estudo quantitativo sobre as empresas brasileiras na década 2002-2011, Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, 2013.

SHAPIRO, A. C. UNIVERSITY OF S. C. **Multinational Financial Management**. [s.l: s.n.]. v. 15.

_____. Evaluating Financing Costs for Multinational Subsidiaries. **Journal of International Business Studies**, v. 6, n. 2, p. 25-32, 1975a.

_____. Exchange Rate Changes, Inflation, And The Value Of The Multinational Corporation. **Journal of Finance**, v. 30, n. 2, p. 485-502, 1975b.

SISTEMA BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. (2007). **Fatores Condicionantes e Taxas de Sobrevivência e Mortalidade das Micro e Pequenas Empresas no Brasil 2003–2005**. Brasília, DF: Autor. Recuperado de <[http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/8F5BDE79736CB99483257447006CBAD3/\\$File/NT00037936.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/8F5BDE79736CB99483257447006CBAD3/$File/NT00037936.pdf)>.

SMITH, J. K.; SCHNUCKER, C. An empirical examination of organizational structure: The economics of the *Factoring* decision. **Journal of Corporate Finance**, v. 1, n. 1, p. 119-38, 1994.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Rationing Credit Information Imperfect. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.

SUMMERS, B.; WILSON, N. Trade Credit Management and the Decision to Use *Factoring*: An Empirical Study. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 27, n. 1-2, p. 37–68, 2000.

WELCH, L. S.; WIEDERSHEIM-PAUL, F. Initial Exports -- a Marketing Failure? **Journal of Management Studies**, v. 17, n. 2, p. 333-44, 1980.

WILLIAMSON, O. E. "**Markets and Hierarchies**." New York, p. 26-30, 1975.

WILLIAMSON, O. E. "The economics of organization: The transaction cost approach." **American Journal of Sociology**, p. 548-77, 1981.

WILLIAMSON, O. E. "Transaction-cost economics: the governance of contractual relations." **The Journal of Law & Economics**, v. 22.2, p. 233-61, 1979.

WORLD BANK. **Doing Business 2016**: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. Washington, DC: World Bank, 2016. DOI: 10.1596/978-1-4648-0667-4. License: Creative Commons Attribution CCBY 3.0 IGO.

YUNG, K.; LI, D. D.; JIAN, Y. The value of corporate financial flexibility in emerging countries. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 32, p. 25-41, jul. 2015.

ZAHEER, S.; MOSAKOWSKI, E. The dynamics of the liability of foreignness: a global study of survival in financial services. **Strateg. Manage. J.** 18, p. 439-64, 1997.

ZAHEER, S. "Overcoming the liability of foreignness." **Academy of Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 341-63, 1995.

APÊNDICE A – DETERMINANTES PARA A DECISÃO DE USO DE CESSÃO DE CRÉDITO (LITERATURA)

Em um trabalho seminal, Mian e Smith (1992) analisou a escolha da política de gestão de crédito sobre um ponto de vista mais teórico. O estudo avaliou seis estratégias de gestão de crédito, que são (1) estabelecimento de uma subsidiária financeira cativa (2) emissão de dívida lastreado em contas a receber (3) uso de *Factoring* (4) utilização de empresas de informação de crédito (5) manter uma empresa de cobrança (6) contratar seguro contra risco de crédito. Adicionalmente, os autores apontaram que existem basicamente cinco funções relacionadas com o processo de concessão de crédito comercial. São eles, (1) Avaliação do risco de crédito (2) A tomada de decisão em relação ao prazo de venda oferecido e o respectivo limite de crédito (3) Processo de cobrança (4) Assumir o risco de insolvência (5) Financiamento do capital ao cliente. Algumas dessas funções podem ser terceirizadas para instituições especializadas, como empresas de *Factoring*, bancos, seguradoras de risco de crédito, agências de informação de crédito e empresas de cobrança. As organizações podem decidir entre gerenciar o processo de gestão de crédito inteiramente *in house* (verticalmente integrado), ou terceirizar parte dessas atividades.

Smith e Schnucker (1994) consideraram a decisão das empresas em utilizar o *Factoring* como uma escolha de se integrar verticalmente a gestão de crédito, conseqüentemente o seu modelo focou nos custos de informação e monitoramento. Adicionalmente, Summers e Wilson (2000), investigaram os determinantes no uso de *Factoring* nas empresas no Reino Unido, adicionando a decisão do uso de *Factoring* como uma alternativa de financiamento de capital de giro. Kapler (2006) analisou os determinantes dos serviços de *Factoring* entre diversos países. Wendels e Stoter (2012) estudou a opção do uso de *Factoring* nas empresas da Alemanha.

Custos de Transação

Smith e Schnucker (1994) examinou a decisão de integrar verticalmente a função de gestão de crédito e analisar o impacto dos custos de transação nesta decisão. Em qualquer mercado com informação imperfeita, existem custos para o comprador e vendedor em obter informação suficiente para avaliar a probabilidade de risco e retorno em uma transação. Por exemplo, em uma transação comercial, a empresa que fornece os produtos ou serviços precisa

analisar o risco de crédito do comprador e o comprador precisa avaliar o valor dos produtos oferecidos. Por isso, quanto maior o custo de transação, maior a propensão da empresa em ceder os seus créditos a terceiros. Em algumas circunstâncias, o cessionário (bancos e *Factorings*) pode adquirir dívida de um mesmo comprador por diversos fornecedores, de esta forma ter menor custo na obtenção das informações sobre o potencial risco de crédito dos compradores, diante de tal circunstância, espera-se que aumente a propensão da empresa detentora dos recebíveis em utilizar cessão de crédito, pois o custo de análise de crédito é menor para os bancos do que a empresa vendedora. A distribuição geográfica dos compradores também pode afetar a facilidade com que a empresa pode obter informações sobre o risco de crédito dos compradores. É esperada a redução no uso de cessão de crédito quando a obtenção de informação de crédito está mais facilmente integrada com o processo de vendas, este também seria o caso em que a empresa tenha outras características que reduzem o custo de informação, como uma base de cliente estável, um alto nível de repetição de vendas para o mesmo cliente ou um alto nível de contato regular com o cliente. Seria, portanto esperado que empresas com estas características, sejam menos propensas a ceder os seus créditos. Adicionalmente, empresas que já possuem certo custo de informação para a proteção do risco de crédito, como a utilização de seguro de crédito, ou empresas fornecedoras de informação de crédito também terem menor probabilidade de utilizar a cessão de crédito.

A teoria indica que quanto maior o custo de transação para a avaliação do risco de crédito internamente, mais propenso as empresas serão em ceder os seus créditos a terceiros.

Especificidades dos ativos

Estudos realizados por Williamson (1975, 1979, 1981), Klein et al. (1978) e outros, sugere que a decisão da integração vertical é determinada pela natureza da transação entre vendedor e comprador. Se as partes são pressionadas pela concorrência para fazer investimentos altamente específicos com baixa probabilidade de recuperação, a fim de completar a transação de forma eficiente, está mais propensa a ações oportunistas da outra parte então, logo, maior a probabilidade de integrar verticalmente. O investimento pode ser físico como, por exemplo, a aquisição de materiais ou equipamentos para atender o contrato, ou pode ser em termos de tempo investido em estabelecer uma relação e analisar as necessidades do cliente. A perda potencial desse investimento faz com que o fornecedor seja

menos propenso a se retirar do contrato em face de ações adversas por parte do comprador, como por exemplo, uma tentativa de renegociar o preço.

Mian e Smith (1992) argumentam que na medida em que os investimentos são específicos para um comprador individual, afeta a probabilidade de que terceiros estarão dispostos a financiar a transação devido ao valor de recuperação dos produtos. Smith e Schnucker (1994) também discutiu a esperada correlação negativa entre os investimentos específicos para o comprador e o envolvimento de terceiros para realizar o processo de cobrança, tais como empresas de *Factoring*. O uso de um terceiro pode limitar a capacidade da empresa em preservar o valor do seu investimento, como por exemplo, concedendo condições de crédito mais flexíveis para ajudar o comprador em dificuldades financeiras. Se em uma transação comercial é necessário grande dispêndio de tempo da equipe de vendas para concretizar a venda, o valor que um terceiro pode gerar pode ser reduzido, pois a força de vendas poderá coletar informações sobre a capacidade creditícia do comprador de forma mais eficaz.

Logo, quanto maior o grau de especificidade dos ativos, menos propenso as empresas serão em ceder os seus créditos sem direito de regresso a terceiros.

Economia de Escala

De acordo com Smith e Schnucker (1994), os custos fixos associados a atividades de gestão de crédito são mais pulverizados em empresas com maior número de clientes e maior proporção de vendas a crédito, gerando maior economia caso a empresa decida em gerir internamente a função de crédito ao invés de terceirizar a atividade. Mian e Smith (1992) argumentam que as vantagens de terceirizar as funções de crédito são maiores para as empresas de menor porte, pelo fato das grandes empresas poderem ter maiores investimentos em pessoas mais qualificadas e maiores investimentos em sistemas de informação para a gestão de crédito. Eles sugerem ainda que os cessionários, ou seja, as empresas que adquirem os créditos (bancos, fundos e *Factorings*) possuem menores custos de pessoal e sistemas, comparado com empresas com vendas sazonais, devido à prévia disponibilidade de informações sobre a capacidade creditícia dos compradores de transações realizadas no passado com outros vendedores.

Em resumo, quanto maior a economia de escala que uma empresa possui em pulverizar os custos fixos para a análise e obtenção de informações de crédito, menos propensos serão em ceder os seus créditos sem direito de regresso a terceiros.

Valor do Produto como Garantia

Conforme Mian e Smith (1992), quanto maior o grau de customização do produto, o valor do produto como garantia é maior para o vendedor do que para um terceiro. No caso de uma insolvência o produto associado ao direito creditório pode ser recuperado e ser disponibilizado para venda, nesta situação o vendedor pode negociar os produtos customizados em melhores condições do que terceiros. Espera-se maior propensão das empresas gerirem internamente a gestão de crédito, quanto maior o nível de personalização dos produtos. Nestas situações os terceiros podem ser mais relutantes em aceitar recebíveis associados a produtos mais personalizados. Os cessionários dos direitos creditórios podem ser menos propensos a financiar vendas de bens mais complexos e técnicos, devido a maior probabilidade de ocorrência de conflitos e disputas comerciais em relação à entrega, qualidade e especificação do produto solicitado. Esta teoria indica que quanto menor o valor do produto como garantia para os bancos, menos propenso eles serão em aceitar estes títulos.

Discriminação de Preço

Schwartz (1974) associou a concessão de crédito como uma parte integrante da política de preços da empresa. O prazo de recebimento concedido afeta o preço total dos produtos pago pelos compradores, os detalhes das condições de crédito acordadas entre o fornecedor e cliente não estão prontamente à disposição de terceiros (outros clientes), e em especial algumas condições não são transparentes, como permitir que os clientes pagassem em atraso sem a cobrança de juros ou multa. Desta forma as empresas podem variar as condições de crédito como um instrumento de discriminação de preços entre os seus clientes de uma maneira não explícita. Ambos Mian e Smith (1992), e Smith e Schnucker (1994) argumentam que utilizar um terceiro para fazer a gestão de créditos, reduzirá a flexibilidade em sua condução da política de crédito e comercial, portanto menos propenso a ceder os seus créditos a terceiros.

A teoria é a seguinte, quanto maior o grau em que o prazo concedido é utilizado como ferramenta de discriminação de preços, menos propenso a empresa será em ceder os seus créditos a terceiros.

Financiamento e necessidade de fluxo de caixa

Summers e Wilson (2000) argumentam que a decisão da empresa em obter financiamento de capital de giro através da cessão de seus recebíveis, irá depender de seu custo, a disponibilidade de alternativas e a restrição de capital devido à dificuldade dos bancos em analisar o risco de crédito, estabelecer o prêmio de risco e disponibilidade de garantias. Bickers (1994) sugeriu que o crescimento das empresas de *Factoring* está ligado com a dificuldade das pequenas empresas em obter financiamento e o problema de fluxo de caixa ocasionado pelo aumento nos atrasos de recebimento e insolvência dos clientes.

Uma variedade de modelos teóricos foi desenvolvida que examina a potencial existência de restrição de capital como, por exemplo, Jaffee e Modigliani (1969), Jaffee e Russell (1976), Stiglitz e Weiss (1981). Bester (1985 e 1987), Chan e Kanatas (1985), Petersen e Rajan (1994) e Berger e Udell (1992) argumentaram que a disponibilidade de garantias ou o relacionamento com o credor, reduzem a probabilidade de restrição de capital.

Se uma empresa possui dificuldades em obter financiamento, a cessão de créditos pode ser benéfica de duas maneiras; primeiramente por acelerar os recebíveis em caixa e segundo por viabilizar o financiamento para empresas que não possuem as garantias necessárias requeridas pelos bancos, como disponibilidade de ativos fixos como garantia dos empréstimos.

Em pesquisas realizadas por Graham e Harvey (2001), Bancel Mittoo (2004) e Brounen et al. (2004) nos EUA e Europa, os diretores financeiros foram convidados a identificar fatores importantes que influenciam a sua decisão de financiamento. Estes estudos indicaram que os executivos de empresas colocam um valor significativo em ter flexibilidade financeira. Byoun (2007) define a flexibilidade financeira como o grau e velocidade com a qual a empresa pode mobilizar os seus recursos financeiros, a fim de tomar medidas preventivas e reativas de maximizar o valor da empresa. Segundo Wendels e Stoter (2012), durante as crises financeiras, os bancos podem não fornecer financiamento, incentivando as empresas em procurar instrumentos de financiamento alternativos. Cessão de crédito pode ser usada como um instrumento para diversificação financeira, que reduz a ameaça de futuras restrições financeiras. Portanto, eles indicaram a hipótese que as empresas que são mais dependentes de um banco, são mais propensas a empregar cessão de crédito. Como a cessão de crédito, permite as empresas em mitigar o risco de crédito, as empresas mais vulneráveis a insolvência de seus clientes é mais propensa em ceder os seus créditos. Além disso, como uma cessão de crédito envolve a venda de contas a receber para um terceiro, uma empresa que

possui alto risco de crédito é capaz de obter financiamento com base na qualidade de crédito de seus clientes.

Muitas vezes as empresas adquirentes dos direitos creditórios, como bancos, fundos e empresas de *Factoring* podem ter um processo de cobrança mais eficiente do que as empresas, o uso da cessão de crédito nestas situações também pode ajudar a melhorar o hábito de pagamento dos clientes. Adicionalmente, Summers e Wilson (2000) afirmam que as empresas de *Factoring* podem exercer maior pressão sobre os clientes, para a pontualidade dos pagamentos, uma vez que os atrasos de pagamento dos compradores podem reduzir a sua avaliação de risco, com vários fornecedores diferentes. Também foi sugerido que as empresas com problemas de liquidez, ocasionado por vendas sazonais, estão mais propensas a ceder os créditos.

Mian e Smith (1992) sugeriram adicionalmente que a cessão de créditos é mais prováveis em empresas com menores *credit ratings*. Espera-se uma maior probabilidade de uma empresa em utilizar a cessão de créditos, quanto mais alta à proporção de contas a receber para ativos totais. Empresas com maior volume de recebíveis podem estar mais propensas em efetuar cessão de créditos do que obter empréstimo bancário.

Pike e Cheng (2001) argumentam que as empresas com vendas sazonais são mais propensas a se envolver em transações comerciais de maior risco para estimular suas vendas. Portanto, eles previram que esses tipos de empresas são mais propensos a utilizar variados instrumentos para a redução de riscos, como cessão de recebíveis.

Esta teoria indica que quanto maior a restrição de capital e menos alternativas de financiamento, maior a propensão em utilizar a cessão de crédito.

Canal de Distribuição e o Processo de Venda

Segundo Mian e Smith (1992), existem variados canais de distribuição e de vendas entre as empresas. Algumas empresas comercializam os seus produtos (1) diretamente aos seus clientes através de sua própria força de vendas, (2) através de varejistas, que por sua vez comercializam a consumidores, (3) para atacadistas que comercializam a varejistas que comercializam a consumidores, (4) através de representantes de vendas, em vez de sua própria força de vendas.

Embora a decisão do canal de distribuição pareça ser em grande parte, impulsionado pelo tamanho da venda, a concentração geográfica dos consumidores e a frequência de venda, afeta também os incentivos das empresas no que diz respeito à escolha

da política de gestão de recebíveis, por pelo menos quatro razões. (1) Se a empresa possui sua própria força de vendas, ao invés de empregar representantes de vendas, é mais propensa em integrar verticalmente a gestão de crédito. Com uma dedicada força de vendas, a empresa tem menor custo de monitoramento do risco de crédito dos clientes, porque a atividade de vendas gera informações de crédito. (2) As informações de crédito são mais facilmente obtidas, quanto mais frequentes os contatos de vendas. Mas é importante que o agente de vendas deva estar motivado para monitorar a solvência do cliente, ajustando a remuneração baseado no volume recebido e não no vendido, pode ser uma das soluções. (3) Quando a concessão de crédito e prazo é utilizada como uma ferramenta de discriminação de preços, maior a probabilidade de financiar diretamente o cliente, ao invés de utilizar intermediários. (4) Em algumas indústrias, a venda através de um atacadista, desempenha um importante papel entre o fabricante e o varejista. O atacadista além da função de distribuição desempenha o papel de conceder financiamento e prazo para os varejistas. A presença de um atacadista entre a indústria e o varejista, altera as relações de concessão de crédito, equivalente ao uso de cessão de crédito. Portanto, empresas que vendem através de um atacadista ou distribuidor é menos propenso a utilizar cessão de crédito e empresas que possuem a sua própria força de vendas tem mais probabilidade de utilizar cessão de crédito, devido a maior capacidade de coletar informações de risco de crédito de seus clientes em seu processo de venda.

Esta teoria indica que quanto maior o grau de vendas utilizando a própria força de vendas, maior a propensão da empresa em ceder os seus créditos.

Restrições no fornecimento: As preferencias do cessionário

Conforme Summers e Wilson (2000) a decisão de uma empresa em ceder os seus créditos, deve estar em linha com a aceitação dos recebíveis pelas empresas de *Factoring*. Os cessionários (Quem compra os recebíveis) preferem empresas que vendem *business to business*, aqueles cujos produtos e serviços permitem uma venda imediata e que todas as obrigações do fornecedor já estejam cumpridas. A qualidade da carteira de clientes precisa ser aceitável e o risco ser pulverizado, evitando a concentração em somente um cliente individual. Como os cessionários podem não aceitar os créditos de empresas que tenham o seu faturamento abaixo de um determinado nível, podem afetar a decisão das empresas em utilizar cessão de crédito.

Questionários utilizados para coleta de dados

1	Qual o seu cargo atual na empresa? Resposta aberta:
2	Qual o seu tempo de atuação na empresa? Resposta aberta:
3	Qual o porte da empresa? (faturamento anual) a) Micro (Menor que R\$ 2.4 milhões) b) Pequena(Entre R\$ 2.4 milhões a R\$ 16 milhões) c) Media(Entre R\$ 16 milhões a 90 milhões) d) Media grande(Entre R\$ 90 milhões a R\$ 300 milhões) e) Grande (Maior que R\$ 300 milhões)
4	Qual o setor de atividade da empresa? a) Indústria b) Serviços c) Atacadista/Distribuição d) Outros (Especificar)
5	Em que ano a empresa foi fundada? Resposta aberta:
6	Qual o país de origem da maioria do controle acionário? a) Brasil b) Estrangeiro (Especificar)
6.1	Caso tenha respondido (b) na questão6, qual o ano de entrada do capital estrangeiro? Resposta aberta:
6.2	Caso tenha respondido (b) na questão6, qual a forma de entrada do capital estrangeiro? a) Fusão ou aquisição b) Estabelecimento de subsidiaria c) Outros (Especificar)
7	Quais são os principais produtos da empresa? Resposta aberta:
8	Quais os principais canais de distribuição? (Poderá ser indicado mais de 1) a) Varejistas b) Atacadistas/Distribuidores c) Outras indústrias d) Governo e) Outros
9	Qual a área de atuação geográfica da empresa? a) Municipal b) Estadual c) Nacional d) Internacional
10	Qual a quantidade total de clientes ativos nas principais linhas de negocio? a) Menos de 100 b) Entre 101 a 300 c) Entre 301 a 500 d) Mais de 500
11	Qual a frequência dos pedidos de compra dos principais clientes? a) Diário b) Semanal c) Mensal d) Trimestral e) Anual
12	Qual o percentual das vendas a prazo? a) Menos de 60% b) De 61% ~ 70% c) De 71% ~ 80% d) De 81% ~ 90% e) Mais de 90%
13	A empresa possui investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento no Brasil? a) Sim b) Não
14	Possui apólice de seguro de credito? a) Sim b) Não
15	A empresa antecipa (negocia) as contas a receber com bancos, Factorings, fundos de investimento, cliente? a) Sim b) Não
15.1	Caso tenha respondido (a) na questão 14, indique as formas de antecipação (poderá ser indicada mais de uma opção) a) Cessão de credito sem direito de regresso b) Cessão de credito com direito de regresso c) Programa de antecipação do cliente para os seus fornecedores (Risco Sacado, Confirming, FIDC, etc) d) Compror/vendor e) Outros (Especificar)

Para as próximas questões (14 ~ 24), favor indicar a sua percepção conforme a escala indicada:	(1) Nunca	(2) Raramente	(3) Às vezes	(4) Frequentemente	(5) Sempre
16 Com que frequência a força de vendas coleta informações financeiras ou de mercado para avaliação de risco de crédito dos clientes?					
17 Com que frequência a empresa vende através de representantes de vendas					
18 Com que frequência a empresa vende através da própria força de vendas					
19 Com que frequência os produtos vendidos são customizados para cada cliente? (Customização de embalagem, especificação, software, tempo gasto pela força de vendas para concretização de uma venda)					
20 Com que frequência é concedida um aumento ou redução no prazo de pagamento para os clientes? (Para atrair grandes clientes ou novos, fator decisivo para concretizar uma venda, para manter em linha com os concorrentes, para recompensar clientes leais, para promover produtos com giro lento ou novos produtos)					
21 Com que frequência é utilizada a extensão de prazo de pagamento ao fornecedor para financiar o capital de giro?					
22 Extensão em que o atraso ou insolvência do cliente tem um impacto adverso no capital de giro da empresa?					
23 Com que frequência a redução ou restrição da linha de crédito para empréstimos concedidos pelos bancos tem um impacto adverso nos negócios?					
24 Com que frequência é utilizada empréstimos/financiamento bancário de curto prazo? (Conta garantida, capital de giro, financiamento de ativos, etc - com prazo menor que um ano)					
25 Com que frequência é utilizado empréstimos/financiamento de longo prazo? (Emissão de ações, debentures, BNDES. etc. - com prazo superior a um ano)					
26 Com que frequência é utilizada empréstimos de empresas coligado-relacionadas?					