

# Gestão do capital de giro, rentabilidade e valor: impactos dos modos de entrada no mercado internacional

## *Working capital management, profitability and value: impacts of entry modes in the international market*

Bruno Bartasson Ferreira Rosa <sup>1</sup>

Vinícius Silva Pereira <sup>1</sup>

Antonio Sergio Torres Penedo <sup>1</sup>

<sup>1</sup>Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Gestão e Negócios, Programa de Pós-Graduação em Administração, Uberlândia, Minas Gerais, Brasil.

## Resumo

**Objetivo:** Analisar a influência da gestão do capital de giro na rentabilidade e no valor de multinacionais brasileiras, conforme o seu modo de entrada no mercado internacional.

**Método/abordagem:** A pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, utiliza dados secundários de 2007 a 2021, analisados por regressão linear múltipla com dados em painel. A amostra é composta por 43 multinacionais presentes no Ranking das Empresas Brasileiras mais Transnacionalizadas entre 2007 a 2011.

**Contribuições teóricas/práticas/sociais:** Os resultados ampliam a literatura ao demonstrar que modos de entrada não patrimoniais, aliados à gestão eficiente do capital de giro, geram valor aos acionistas, apesar de não impactar a rentabilidade. Ainda, auxilia os gestores no processo de internacionalização e amplia o escasso conhecimento do tema em mercados emergentes, com potencial impacto no crescimento e desenvolvimento econômico local.

**Originalidade/relevância:** A relação investigada é inédita na literatura e contribui com a ampliação das pesquisas sobre os modos de entrada em relação a multinacionais de mercados emergentes.

**Palavras-chave:** Modos de Entrada; Internacionalização; Capital de Giro; Rentabilidade; Valor de Empresas.

## Abstract

**Purpose:** Analyze the influence of working capital management on the profitability and value of Brazilian multinationals, according to their entry mode into the international market.

**Design/methodology/approach:** The descriptive research, with a quantitative approach, uses secondary data from 2007 to 2021, analyzed by multiple linear regression with panel data. The sample consists of 43 multinationals present in the Ranking of the Most Transnationalized Brazilian Companies between 2007 and 2011.

**Research, Practical & Social implications:** The results expand the literature by demonstrating that non-equity entry modes, combined with efficient working capital management, generate value for shareholders, despite not impacting profitability. Furthermore, it assists managers in the internationalization process and expands the scarce knowledge on the subject in emerging markets, with potential impact on local economic growth and development.

**Originality/value:** The relationship investigated is unprecedented in the literature and contributes to the expansion of research on entry modes in relation to multinationals in emerging markets.

**Keywords:** Entry Modes; Internationalization; Working Capital; Profitability; Valuation.

## Introdução

A gestão do capital de giro pode ser uma vantagem competitiva para as empresas (Boisjoly et al., 2020). Diretores financeiros relatam que se trata de uma prática importante para o valor das companhias (Kieschnick et al., 2013). Empresas como a Dell e a GE ficaram famosas ao demonstrar que poderiam economizar bilhões de dólares por meio de técnicas utilizadas para tornar mais eficiente a gestão do capital de giro (Boisjoly et al., 2020).

Gestão de estoque, contas a receber e contas a pagar são os três elementos da gestão do capital de giro de uma empresa (Pirttilä et al., 2020; Yilmaz & Nobanee, 2023). Uma métrica amplamente utilizada para avaliar a eficácia da gestão do capital de giro é o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), que se refere ao tempo médio transcorrido entre o desembolso do dinheiro para compras e o recebimento do dinheiro das vendas (Dbouk et al., 2020). Avanços na gestão do capital de giro fizeram com que cada fase do CCC se tornasse uma oportunidade para criar valor, melhorar o fluxo de caixa e a rentabilidade, melhorar os tempos do ciclo e diminuir os custos (Boisjoly et al., 2020).

Prasad et al. (2018) constataram que vários estudos focaram a relação entre a gestão eficiente do capital de giro e a rentabilidade, sendo que concluíram que aquela afeta o desempenho de curto prazo das empresas, a sua rentabilidade e o seu desempenho operaci-

onal. Não obstante, trabalhos mais recentes passaram a estudar a gestão do capital de giro também sob um viés mais estratégico e constataram que há efeitos de longo prazo, de forma que a gestão do capital de giro também gera impactos no valor das empresas (Kieschnick et al., 2013; Boisjoly et al., 2020).

Um ponto que a literatura ainda pode avançar sobre a influência da gestão do capital de giro na rentabilidade e valor das empresas é a análise do fator internacionalização, mais especificamente o impacto gerado nessa relação pelos modos de entrada no mercado internacional. A escolha do modo pelo qual a empresa atuará no mercado internacional é uma questão central nos estudos internacionais (Hennart & Slangen, 2015). Dado que a decisão de adotar estratégias patrimoniais ou não patrimoniais exerce influências diferentes sobre os recursos humanos e financeiros de uma empresa, ela também impacta sua capacidade de alcançar sucesso internacional (Amankwah-Amoah et al., 2022).

Dong et al. (2022) ressaltam a necessidade de ampliar e desenvolver pesquisas sobre os modos de entrada, principalmente de multinacionais de mercados emergentes, a fim de avançar na literatura e fornecer melhor conhecimento aos gestores. No mesmo sentido, Steinbruch et al. (2020) chamam a atenção dos pesquisadores para a necessidade de se desenvolver pesquisas sobre a relação entre o desempenho e a internacionalização de empresas em contextos diferentes dos que são encontrados

em países desenvolvidos, especialmente na América Latina.

As empresas brasileiras, assim como as situadas em outras economias emergentes, possuem pouca tradição de atuação no mercado internacional (Cuervo-Cazurra et al., 2019), tendo experimentado uma crescente expansão, mas apenas recentemente, nas últimas três décadas (Ahmed & Bebenroth, 2019). Além de retardatárias, as economias emergentes possuem uma base institucional fraca, uma dinâmica de crescimento econômico instável e políticas governamentais fortes, aspectos que aumentam os riscos e as incertezas inerentes à internacionalização (Rwehumbiza & Marinov, 2020). Esses fatores, aliados à necessidade de pesquisas com multinacionais de mercados emergentes, evidenciam a relevância da presente investigação.

Assim, esta pesquisa tem como objetivo analisar a influência da gestão do capital de giro na rentabilidade e no valor de multinacionais brasileiras conforme o seu modo de entrada no mercado internacional. Para atingir o objetivo proposto foi utilizada uma amostra composta por 43 multinacionais brasileiras que participaram do Ranking das Empresas Brasileiras mais Transnacionalizadas, entre o período de 2007 a 2011, fornecido pela Fundação Dom Cabral (FDC), com dados do período de 2007 a 2021. Foram excluídas as empresas do setor financeiro e mantidas apenas as que possuem capital aberto e são listadas na B3. Os dados foram submetidos a análises de estatística descritiva,

análise de correlação e regressão linear múltipla com dados em painel.

## Fundamentação Teórica

### Gestão do capital de giro, rentabilidade e valor

O capital de giro é a força vital de um empreendimento comercial e, se não for gerenciado adequadamente, pode resultar no fracasso do negócio (Padachi et al., 2012). A análise da forma como uma empresa faz a gestão do seu capital de giro pode determinar a sua saúde financeira, tendo em vista que, em sua maioria, os itens financiados pelo capital de giro representam uma proporção significativa dos seus ativos (Njoroge & Opuodho, 2022). Contas a receber, estoques e contas a pagar são os componentes da gestão do capital de giro (Pirttilä et al., 2020; Yilmaz & Nobanee, 2023). A habilidade do gestor em trabalhar de forma eficiente com cada um destes componentes tornou-se uma oportunidade para melhorar não apenas a rentabilidade, mas também o fluxo de caixa, diminuir os custos e criar valor para as empresas (Boisjoly et al., 2020).

Inicialmente, vale apresentar um panorama dos resultados dos estudos acerca da relação entre gestão do capital de giro com a rentabilidade e o valor das empresas, para que na próxima Subseção seja analisada a influência que os modos de entrada no mercado internacional exercem nessa relação. No que

se refere à rentabilidade, algumas pesquisas constataram que ela apresenta uma relação positiva com a gestão do capital de giro (Akoto et al., 2013; Tahir & Anuar, 2016; Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2020; Candeias & Dias, 2023).

No entanto, a maioria das pesquisas encontrara uma relação negativa entre o CCC e a rentabilidade das empresas (Shin & Soenen, 1998; Enqvist et al., 2014; Ukaegbu, 2014; Singh et al., 2017; Boisjoly et al., 2020; Özkaya & Yasar, 2023; Umar & Al-Faryan, 2023; Johan et al., 2024; Prasad et al., 2024). Há, ainda, estudos que apresentam uma relação não linear entre essas variáveis, qual seja, em forma de U (Baños-Caballero et al., 2012) ou de U invertido (Bottoc & Anton, 2017; Yilmaz & Nobanee, 2023).

A partir da análise dos estudos já realizados é possível notar, apesar dos diferentes resultados, que a gestão do capital de giro afeta o desempenho de curto prazo das empresas, a sua rentabilidade e o seu desempenho operacional. Não obstante, trabalhos mais recentes, como os realizados por Kieschnick et al. (2013) e por Boisjoly et al. (2020), passaram a estudar a gestão do capital de giro também sob um viés mais estratégico e constataram que há efeitos de longo prazo, ou seja, que a gestão do capital de giro também gera impactos no valor das empresas.

Kieschnick et al. (2013) analisaram a relação entre a gestão do capital de giro e a geração de riqueza para os acionistas, em uma amostra com empresas americanas no período de 1990 a

2005, e constataram que o investimento em capital de giro operacional líquido aumenta o valor de empresas com restrições financeiras e com crescimento futuro de vendas. No entanto, quanto maior a carga de endividamento da empresa, menos valor é gerado com o investimento em capital de giro operacional líquido, reduzindo-se a riqueza dos acionistas.

Boisjoly et al. (2020), ao realizar uma pesquisa com todas as empresas integrantes da base de dados do *Center for Research on Securities Prices* (CRSP) e da S&P Compustat, no período de 1990 a 2017, concluíram que as grandes empresas estão se engajando em programas de melhoria contínua da gestão do capital de giro que resultaram em maior desempenho e valor de mercado. Verificaram ainda que os resultados são mais fortes no setor de transporte e comunicações e mais fracos nos serviços financeiros.

Ainda, estudos realizados por Ogundipe et al. (2012), Chang (2018) e Boisjoly et al. (2020) constataram uma relação negativa entre o CCC e a geração de valor para os acionistas. Por outro lado, Moussa (2018) e Tiwari et al. (2023) encontraram uma relação positiva, e Baños-Caballero et al. (2014) encontraram uma relação em forma de U invertido entre essas variáveis.

Nota-se que a gestão do capital de giro influencia não apenas aspectos operacionais das empresas, relacionados ao curto prazo e à rentabilidade, mas também afeta o desempenho delas,

inclusive por meio da geração de riqueza para os acionistas. Os diferentes estudos sobre o tema encontraram resultados diversos para a relação entre a gestão do capital de giro e as variáveis representativas de rentabilidade e valor das empresas.

Assim, no presente estágio da literatura é relevante continuar a pesquisa do tema, com o qual a presente investigação contribui por meio da análise da influência dos modos de entrada no mercado internacional sobre a relação entre a gestão do capital de giro com a rentabilidade e o valor de multinacionais brasileiras.

### Impactos dos modos de entrada

A motivação para as empresas se internacionalizarem passa pela premissa de que o crescimento e os lucros extras não podem ser alcançados operando apenas no mercado doméstico (Root, 1994). Willcocks (2013) elenca quatro objetivos almejados pelas empresas ao entrarem no mercado externo: busca por recursos naturais, alta demanda, maior eficiência em termos de custos e busca por ideias e talentos.

Quando as empresas decidem valer-se da diversificação internacional de suas atividades, elas precisam fazer uma escolha estratégica sobre o modo pelo qual se dará a sua entrada em países estrangeiros (Qi et al., 2020). Esta escolha afeta amplamente os aspectos organizacionais e operacionais associados ao seu desenvolvimento internacional (Moalla & May, 2020), especialmente a quantidade de controle que a empresa

desfruta sobre suas atividades comerciais e pode ter um impacto considerável em seu desempenho em mercados estrangeiros (Erramilli & Rao, 1993). Após anos de pesquisas sobre o tema, os modos de entrada permanecem como uma área relevante para o avanço de estudos de desempenho nos negócios internacionais (Hennart & Slangen, 2015).

Dentre as teorias existentes, a Teoria dos Custos de Transação é comumente utilizada para examinar a decisão do modo de entrada no mercado externo (Wang et al., 2023). Antes de expor a sua relação com os modos de entrada vale definir quando ocorre uma transação e como são identificados os eventuais custos dela decorrentes. Uma transação ocorre quando um bem ou serviço é transferido de uma interface tecnologicamente separável para outra, finalizando um estágio da atividade e iniciando outro. Ou seja, é como em uma máquina que funciona adequadamente: se as interfaces funcionam bem, as transações ocorrem suavemente. No entanto, se há atrito, há perda de energia. Assim, se as transações não ocorrem harmoniosamente, havendo conflitos frequentes que geram atrasos, avarias e outras más funções, há uma contrapartida econômica, que são os custos de transação (Williamson, 1981).

Pesquisa desenvolvida por Williamson (1979) identificou três dimensões críticas que determinam o nível dos custos das transações, bem como a estrutura de governança mais econômica para cada caso. As três dimensões críti-

cas para determinar os custos das transações são a incerteza, a frequência com que as transações se repetem e o grau de duração e especificidade dos investimentos. Em relação à estrutura de governança, custos altos costumam ser identificados quando se tem uma estrutura simples para governar uma transação complexa e vice-versa. Assim, uma estrutura de governança específica costuma se formar quando as transações são executadas sob maior incerteza, são recorrentes e necessitam de investimento idiossincrático.

Analisando especificamente os fatores associados à Teoria dos Custos de Transação que têm impacto na escolha do modo de entrada no mercado internacional, Taylor et al. (1998) identificam três ao nível de mercado e quatro ao nível da empresa. Os três fatores relacionados ao mercado são a incerteza da demanda pelo produto no país anfitrião, a atratividade geral do mercado do país anfitrião e o nível de similaridade cultural entre os países de origem e anfitrião. Os demais quatro fatores, relacionados ao nível da empresa, são: a especificidade dos ativos ou tecnologias nos quais o produto e os processos de produção da empresa são baseados; a capacidade da empresa de receber um preço justo pela tecnologia que pretende transferir; a frequência de transações entre o empreendimento e as outras subsidiárias da empresa; e o tamanho da empresa que faz a escolha modal.

Pan e Tse (2000) elaboraram um modelo hierárquico de modos de entrada no mercado internacional por meio do qual classificam os modos de entrada em patrimoniais e não patrimoniais. Os modos de entrada patrimoniais abrangem as exportações e os acordos contratuais, enquanto os modos de entrada não patrimoniais englobam as joint ventures e as operações de propriedade integral. A classificação é desenvolvida com base no maior comprometimento de recursos no exterior, exposição ao risco, controle e potencial de lucro a que estão sujeitos os modos de entrada patrimoniais em relação aos não patrimoniais (Pan & Tse, 2000).

Os custos dos modos de entrada patrimoniais são maiores, tendo em vista que exigem alto nível de investimento em ativos humanos e físicos, tais como recrutamento de pessoal especializado e estabelecimento de sistemas logísticos, depósitos e sistemas de pagamentos. No entanto, ambas modalidades, patrimonial e não patrimonial, podem mostrar-se atraentes ou não a depender das circunstâncias e dos objetivos. A título de exemplo, a exportação, apesar de não gerar custos com a construção de operações locais no exterior e contribuir para o aumento das vendas, pode gerar custos e tarifas de transporte e permite pouco controle sobre os agentes no país de destino. Já a instalação de uma subsidiária integral no país de destino evita a perda do controle e dos lucros, mas a subsidiária acaba assumindo todos riscos e custos (Willcocks, 2013).

Assim como nas demais economias emergentes, as empresas brasileiras possuem pouca tradição de atuação no mercado internacional (Cuervo-Cazurra et al., 2019), tendo experimentado uma crescente expansão, mas apenas recentemente, nas últimas três décadas (Ahmed & Bebenroth, 2019). Além de serem considerados retardatários no mercado internacional, os países nos quais essas empresas estão situadas possuem uma base institucional fraca, uma dinâmica de crescimento econômico instável e políticas governamentais fortes (Rwehumbiza & Marinov, 2020), fatores que aumentam as incertezas e os riscos inerentes aos negócios internacionais (Santos Jhuniór et al., 2021).

O cenário de maiores incertezas e riscos no qual as empresas de economias emergentes se veem inseridas pode levá-las a adotar modos de entrada mais econômicos e eficientes, quais sejam, os modos de entrada não patrimoniais. Esta escolha pode fazer com que a empresa incorra em menores custos de transação e obtenha um desempenho superior com as melhores práticas de gestão do capital de giro em comparação ao que poderia ser obtido se optasse por modos de entrada patrimoniais.

Assim, a presente pesquisa pretende avançar no estudo do tema ao avaliar o impacto da gestão do capital de giro na rentabilidade e no valor das multinacionais brasileiras conforme o

seu modo de entrada no mercado internacional, por meio das seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: a adoção predominante de modos de entrada não patrimoniais, combinada com uma gestão eficiente do capital de giro, tem uma relação negativa com a rentabilidade de multinacionais brasileiras.

H2: a adoção predominante de modos de entrada não patrimoniais, combinada com uma gestão eficiente do capital de giro, tem uma relação negativa com o valor de multinacionais brasileiras.

Por fim, vale destacar que em pesquisa realizada nas bases de dados Scopus, Web of Science e Scientific Periodicals Electronic Library (SPELL) não foram encontrados estudos que tenham avaliado o impacto dos modos de entrada na relação entre a gestão do capital de giro com a rentabilidade e o valor de empresas, o que evidencia o ineditismo e a contribuição da presente pesquisa para a literatura.

## Metodologia

Com intuito de analisar o impacto da gestão do capital de giro na rentabilidade e no valor de multinacionais brasileiras conforme o seu modo de entrada, foi realizada uma pesquisa descritiva de abordagem quantitativa, com dados secundários extraídos da

FDC, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Econômica. A população da pesquisa foi formada por 68 empresas participantes do Ranking das Empresas Brasileiras mais Transnacionalizadas, entre o período de 2007 a 2011, fornecido pela FDC. A justificativa para a seleção apenas das empresas participantes do ranking até 2011 é que a FDC cessou nesse ano a disponibilização dos índices de ativos no exterior e exportação.

Para suprir a ausência de dados de ativos no exterior e de exportação para as empresas que integraram o referido ranking nos exercícios posteriores a 2011, foram coletados dados também na CVM no período de 2012 a 2021, o que culminou com um período analisado de 2007 a 2021. Depois, foram excluídas as empresas do setor financeiro em face de suas peculiaridades contábeis, e mantidas apenas aquelas que possuem capital aberto e que estão listadas na B3, o que resultou em uma amostra composta por 43 multinacionais brasileiras. Os demais dados foram extraídos da base de dados do Econômica.

Segundo Boisjoly et al. (2020), a variável Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) foi utilizada como proxy para rentabilidade e a variável Q de Tobin foi utilizada como proxy para valor de empresa. O ROIC é uma medida de desempenho financeiro que considera de forma conjunta a eficiência operacional e de capital (Tey et al., 2020) e que, por tratar-se de uma métrica imune à

estrutura de capital das empresas e à recompra de ações, pode ser considerada uma medida mais justa de desempenho financeiro das empresas em comparação ao Retorno sobre os Ativos (ROA) e ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) (Damodaran, 2007). O Q de Tobin é uma das proxies mais sugeridas pela literatura para mensurar o valor das empresas e é composto pelo valor de mercado do patrimônio líquido adicionado ao valor contábil da dívida, dividido pelo valor contábil dos ativos totais (Chang, 2018).

O CCC foi utilizado como proxy de gestão do capital de giro. Trata-se da medida mais usual para representá-la e é formada pela soma do Prazo Médio de Recebimento (PMR) e do Prazo Médio de Estoque (PME), subtraído pelo Prazo Médio de Pagamento (PMP) (Prasad et al., 2019). Por sua vez, o PMR representa a política de cobrança das empresas ou de concessão de crédito comercial, o PME representa a política de estoque das empresas e o PMP representa a política de pagamento de fornecedores das empresas ou de utilização de crédito comercial (Ukaegbu, 2014; Boisjoly et al., 2020).

A variável independente de interesse Modos de Entrada (MOD) foi mensurada por meio da diferença entre o percentual de entradas patrimoniais da empresa no ano, representado pelo total de ativos no exterior, e o percentual de entradas não-patrimoniais da empresa no ano, representado pelas exportações. Um valor positivo para a va-

riável MOD indica que a empresa adotou, naquele ano, predominantemente, um modo de entrada patrimonial; já um valor negativo representa uma predominância de modo de entrada não-patrimonial para o ano em análise (Pan & Tse, 2000; Pereira & Sheng, 2012).

As fórmulas das variáveis dependentes e independentes de interesse que foram mencionadas, bem como das variáveis de controle, encontram-se sintetizadas nas Tabelas 1 e 2.

Variável	Fórmulas	Sinal Esperado	Referências
Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)	$\frac{LO - I}{PL + E}$	Não se aplica.	Variável Dependente.
Modos de entrada (MOD)	$EPA - ENPA$	-	Não foi encontrada pesquisa que avaliou esta relação.
Ciclo de Conversão de Caixa (CCC)	$PME + PMR - PMP$	-	(1), (4), (5), (8), (10), (12), (13), (15) e (16).
		+	(3), (6), (9) e (11).
		U	(2).
		U invertido	(7) e (14).
Prazo médio de estoque (PME)	$\frac{ES}{CPV} \times 365$	-	(3) e (10).
		+	(5), (9), (11) e (16).
Prazo médio de recebimento (PMR)	$\frac{CR}{V} \times 365$	-	(1), (3), (5), (10), (11) e (13).
		+	(9).
Prazo médio de pagamento (PMP)	$\frac{CP}{C} \times 365$	-	(1), (10) e (11).
		+	(5), (9), (13) e (16).
Tamanho (TAM)	$\ln(AT)$	+	(3), (5) e (9).
Empresas de grande capitalização (EGC)	<i>Dummy</i> : 1 para empresas de grande capitalização (quartil superior em relação ao valor de mercado) e 0 caso contrário	+	(10).
Liquidez (LIQ)	$\frac{AC}{PC}$	+	(3) e (9).
Índice de giro total do ativo (IGA)	$\frac{AC}{AT}$	+	(3) e (9).

**Tabela 1.** Variáveis utilizadas no modelo de regressão de rentabilidade das empresas  
 Fonte: Elaborada pelos autores.

Legenda: (1) Shin e Soenen (1998), (2) Baños-Caballero et al. (2012), (3) Akoto et al. (2013), (4) Enqvist et al. (2014), (5) Ukaegbu (2014), (6) Tahir e Anuar (2016), (7) Botoc e Anton (2017), (8) Singh et al. (2017), (9) Amponsah-Kwatiah e Asiamah (2020), (10) Boisjoly et al. (2020), (11) Candeias e Dias (2023), (12) Özkaya e Yasar (2023), (13) Umar e Al-Faryan (2023), (14) Yilmaz e Nobanee (2023), (15) Johan et al. (2024) e (16) Prasad et al. (2024). LO = lucro operacional, I = impostos, PL = patrimônio líquido, E = endividamento, EPA = percentual de entradas patrimoniais no ano, ENPA = percentual de entradas não patrimoniais no ano, PME = prazo médio de estoque, PMR = prazo médio de recebimento, PMP = prazo médio de pagamento, ES = estoque, CPV = custo dos produtos vendidos, CR = contas a receber, V =

vendas, CP = contas a pagar, C = compras, AT = ativo total, DLP = dívidas de longo prazo, AC = ativo circulante, PC = passivo circulante.

Variável	Fórmulas	Sinal Esperado	Referências
Q de Tobin (Q)	$\frac{VM + DT}{AT}$	n/a	Variável Dependente.
Modos de Entrada (MOD)	$EPA - ENPA$	-	Não foi encontrada pesquisa que avaliou esta relação.
Ciclo de Conversão de Caixa (CCC)	$PME + PMR - PMP$	-	(1), (4) e (6).
		+	(5) e (7).
		U invertido	(2).
Prazo médio de estocagem (PME)	$\frac{ES}{CPV} \times 365$	+	(3) e (6).
Prazo médio de recebimento (PMR)	$\frac{CR}{V} \times 365$	+	(3) e (6).
Prazo médio de pagamento (PMP)	$\frac{CP}{C} \times 365$	-	(6).
		+	(3).
Tamanho (TAM)	$\ln(AT)$	-	(4) e (5).
		+	(3).
Alavancagem (ALAV)	$\frac{DLP}{AT}$	-	(3), (4) e (5).
		+	(1), (2) e (5).
Empresas de grande capitalização (EGC)	<i>Dummy</i> : 1 para empresas de grande capitalização (quartil superior em relação ao valor de mercado) e 0 caso contrário	+	(6).
Oportunidades de crescimento (MB)	$\frac{VMPL}{VCPL}$	+	(5).
Produto interno bruto (PIB)	$CS + I + G + X - M$	+	(5).

**Tabela 2.** Variáveis utilizadas no modelo de regressão de valor de empresas

Fonte: Elaborada pelos autores.

Legenda: (1) Ogundipe et al. (2012), (2) Baños-Caballero et al. (2014), (3) Oseifuah e Gyekye (2017), (4) Chang (2018), (5) Moussa (2018), (6) Boisjoly et al. (2020) e (7) Tiwari et al. (2023). VM = valor de mercado, DT = dívida total, AT = ativo total, PME = prazo médio de estoque, PMR = prazo médio de recebimento, PMP = prazo médio de pagamento, ES = estoque, CPV = custo dos produtos vendidos, CR = contas a receber, V = vendas, CP = contas a pagar, C = compras, DLP = dívidas de longo prazo, LOL = lucro operacional líquido, DE = Depreciações, AM = amortizações, VMPL = valor de mercado do patrimônio líquido, VCPL = Valor contábil do patrimônio líquido, CEC = Caixa e equivalentes de caixa, DFT = dívida financeira total, DI = disponibilidades (caixa e aplicações financeiras de curto prazo), CX = caixa, CS = consumo, I = investimentos, G = gastos governamentais, X = exportações, M = importações.

Os dados foram analisados por meio da técnica de regressão linear múltipla com dados em painel, que é a

técnica apropriada quando a análise envolve apenas uma variável dependente métrica e busca maximizar a correlação

entre esta e as variáveis independentes (Hair et al., 2009). As equações que representam os modelos de regressão

propostos são descritas nas Fórmulas 1 e 2:

$$ROIC = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 PME_{it} + \beta_3 PMR_{it} + \beta_4 PMP_{it} + \beta_5 MOD_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 ALAV_{it} + \beta_8 EGC_{it} + \beta_9 LIQ_{it} + \beta_{10} CCCMOD_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$Q = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 PME_{it} + \beta_3 PMR_{it} + \beta_4 PMP_{it} + \beta_5 MOD_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 ALAV_{it} + \beta_8 EGC_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{13} MB_{it} + \beta_{15} CCCMOD_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

Onde  $\beta_0$  representa o intercepto,  $i$  representa a empresa,  $t$  representa o ano e  $\mu$  representa o termo de erro.

Considerando que as hipóteses da pesquisa foram formuladas no sentido de que a relação entre a gestão eficiente do capital de giro com a rentabilidade e o valor das empresas é influenciada pelos modos de entrada no mercado internacional, as variáveis CCC e MOD foram analisadas também por meio da interação entre elas.

## Resultados e Discussões

As estatísticas descritivas das variáveis são apresentadas na Tabela 3. No que se refere às variáveis dependentes, o Q de Tobin médio de 1,33 e a dispersão dos dados em torno da média de apenas 1,03 indicam que o valor de mercado somado às dívidas totais é próximo do valor do total de ativos das empresas da amostra. Além disso, o ROIC médio de 7,45 com um desvio padrão de 13,47 indica que, em média, as empresas da amostra possuem um retorno superior ao valor investido.

A partir da análise das estatísticas descritivas das variáveis independentes de interesse pode-se inferir que a variável MOD, ao apresentar uma média de -15,06, indica que há predominância de modos de entrada não-patrimoniais. Ainda, verifica-se que os valores máximo e mínimo de CCC, PME, PMR e PMP foram elevados, bem como os respectivos desvios padrões, o que demonstra uma diferença considerável entre as empresas da amostra.

Em relação às variáveis independentes de controle, vale destacar que o IGA médio de 0,44 indica que quase metade do ativo total das empresas da amostra pode ser convertido em recursos financeiros no curto prazo. Além disso, LIQ médio de 1,85 com um desvio padrão de 0,81 demonstra que esses recursos disponíveis são suficientes para arcar com as suas obrigações de curto prazo. No entanto, essa disponibilidade de recursos não significa que as empresas não estão alavancadas, tendo em vista que, em média, a dívida de longo prazo representa 36% do seu ativo total. Ainda, o MB superior a 1 indica que, em média, o valor das ações

das empresas da amostra é condizente e até mesmo superior ao seu valor contábil. Por fim, o Produto Interno Bruto

(PIB) médio nos anos que compõem o estudo foi de 1,81.

Variáveis	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Q	505	1,3362	1,0357	0,27	8,0575
ROIC	507	7,4594	13,4715	-105,9965	88,9094
CCC	503	70,5471	84,1479	-515,3743	665,9326
PME	503	69,6294	58,5418	0	493,0263
PMR	506	61,1093	43,7052	8,4269	418,6667
PMP	503	60,2202	61,2794	2,2892	640,4884
MOD	415	-15,061	28,8511	-88	71,1
TAM	507	23,3483	1,9841	17,4953	27,9117
ALAV	507	0,3687	0,1847	0,0084	1,6923
EGC	645	0,2573	0,4375	0	1
PIB	645	1,8133	3,3133	-3,5	7,5
MB	475	2,6737	3,8266	-18,2549	33,8666
LIQ	507	1,8579	0,8134	0,1322	7,3068
IGA	507	0,4459	0,1723	0,0343	0,8534

**Tabela 3.** Estatísticas descritivas

Fonte: elaborada pelos autores.

Legenda: A notação das variáveis está indicada na Tabela 1. Q = Q de Tobin, ROIC = retorno sobre o capital investido, CCC = ciclo de conversão de caixa, PME = prazo médio de estoque, PMR = prazo médio de recebimento, PMP = prazo médio de pagamento, MOD = modos de entrada, TAM = tamanho, ALAV = alavancagem, EGC = empresas de grande capitalização, PIB = produto interno bruto, MB = oportunidades de crescimento, LIQ = liquidez, IGA = índice de giro total do ativo.

Vale ressaltar que os dados apresentados para a variável EGC, por tratar-se de uma variável *dummy* que segrega a base de dados em 0 e 1, com o valor 1 para as empresas do quartil superior em relação ao valor de mercado, não tem relevância, pois tem o valor 0,25 como o único possível para a sua média. Vale destacar, ainda, que os valores apresentados para a variável Tamanho (TAM) são os resultantes do logaritmo natural do total de ativos, o qual foi aplicado a fim de evitar problemas de heterogeneidade resultantes dos diferentes portes das organizações.

As variáveis, com exceção da *dummy* EGC, também foram submetidas a uma análise de correlação, cujo resultado do coeficiente de correlação de Pearson é apresentado na Tabela 4, com destaque para aqueles que se mostraram estatisticamente significantes ao nível de 5%. Da análise dos resultados obtidos para as variáveis representativas de gestão do capital de giro e de modos de entrada, infere-se que a redução dos prazos médios de recebimento e de pagamento tendem a aumentar a rentabilidade das empresas. Por outro lado, o aumento do CCC e do prazo médio de recebimento podem gerar um aumento

do valor das empresas da amostra, efeito que também é esperado diante de um menor PMP.

Em relação às variáveis de controle, observa-se, ainda, que a maior rentabilidade das empresas da amostra está correlacionada a um PIB mais elevado e às empresas de grande capitalização, com maior liquidez, com maior

índice de giro dos ativos e com maiores oportunidades de crescimento, bem como com uma menor alavancagem. Por outro lado, o valor das empresas está negativamente correlacionado com o tamanho e a alavancagem, e positivamente correlacionado com a liquidez, o índice de giro dos ativos e as oportunidades de crescimento.

	ROIC	Q	CCC	PME	PMR	PMP	MOD	TAM	ALAV	LIQ	IGA	PIB	MB
ROIC	1												
Q	0,537*	1											
CCC	-0,043	0,124*	1										
PME	-0,083	-0,022	0,721*	1									
PMR	-0,113*	0,144*	0,477*	0,136*	1								
PMP	-0,167*	-0,135*	-0,270*	0,257*	0,198*	1							
MOD	0,000	0,079	-0,174*	0,057	-0,371*	0,072	1						
TAM	-0,049	-0,329*	-0,333*	0,005	-0,499*	0,148*	-0,292*	1					
ALAV	-0,241*	-0,399*	-0,305*	-0,059	-0,310*	0,163*	-0,158*	0,377*	1				
LIQ	0,111*	0,141*	0,442*	0,184*	0,190*	-0,335*	-0,039	-0,113*	-0,240*	1			
IGA	0,318*	0,331*	0,372*	0,156*	0,282*	-0,152*	-0,008	-0,529*	-0,445*	0,290*	1		
PIB	0,177*	0,057	0,086	0,046	0,001	-0,101*	0,228*	-0,030	-0,123*	0,081	0,024	1	
MB	0,479*	0,681*	0,012	0,040	0,005	0,022	-0,010	-0,189*	-0,114*	0,007	0,255*	0,063	1

**Tabela 4.** Matriz de correlação

Fonte: elaborada pelos autores.

Legenda: \* = nível de significância de 5%. Q = Q de Tobin, ROIC = retorno sobre o capital investido, CCC = ciclo de conversão de caixa, PME = prazo médio de estoque, PMR = prazo médio de recebimento, PMP = prazo médio de pagamento, MOD = modos de entrada, TAM = tamanho, ALAV = alavancagem, LIQ = liquidez, IGA = índice de giro total do ativo, EGC = empresas de grande capitalização, PIB = produto interno bruto, MB = oportunidades de crescimento, CCCMOD = interação entre as variáveis CCC e MOD.

A presença de correlação moderada (0,5 a 0,7) a forte (0,7 a 0,9) entre algumas variáveis, a exemplo, respectivamente, de TAM com IGA e de PME com CCC, indica a possibilidade de existência de multicolinearidade. Assim, também foi analisado o Fator de Inflação de Variância (VIF). O critério para a identificação de multicolineari-

dade foi o valor de VIF para cada variável maior que 10 e o VIF médio do modelo também maior que 10 (Hair et al., 2009). O Modelo 1, apesar de não ter apresentado um VIF médio superior a 10, apresentou multicolinearidade em algumas variáveis, o que foi resolvido com a retirada da variável PMR. Já o Modelo 2 apresentou VIF médio e de algumas variáveis superior a 10, o que foi

solucionado com a exclusão das variáveis PIB e PMR.

Por fim, foi realizada a estimação de dois modelos de regressão linear múltipla com dados em painel, a fim de analisar o impacto dos modos de entrada na relação entre a gestão do capital de giro com a rentabilidade e o valor das multinacionais brasileiras. Após a

realização dos testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman verificou-se que ambos modelos deveriam ser estimados com efeitos fixos. Por meio dos testes de Wald e de Woodridge foi constatada a presença, respectivamente, de heterocedasticidade e de autocorrelação em ambos modelos, razão pela qual foram estimados com erros padrão robustos.

Variável	Modelo 1 (ROIC)	Modelo 2 (Q)
CCC	-0,04695***	0,0002195
PME	0,03093*	0,0000799
PMR	-	-
PMP	-0,07225***	-0,0027631
MOD	-0,01179	0,0026024
TAM	0,0865	-0,2041277***
ALAV	-0,8775	-0,7126173*
LIQ	-0,7949	-
IGA	28,1765***	-
EGC	4,0690***	0,3343908***
PIB	-	-
MB	-	0,15141***
CCCMOD	0,0003	-0,0000599***
Constante	0,7781	6,2606***
Observações	397	370
R <sup>2</sup>	0,3771	0,3844
VIF médio	2,61	2,70
Breusch-Pagan	0,0000	0,0000
Chow	0,0000	0,0000
Hausman	0,9988	0,2486
Wald	0,0000	0,0000
Woodridge	0,0000	0,0000

**Tabela 5.** Resultados dos modelos de regressão

Fonte: elaborada pelos autores.

Legenda: Significância estatística ao nível de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10%(\*). ROIC = retorno sobre o capital investido, Q = Q de Tobin, CCC = ciclo de conversão de caixa, PME = prazo médio de estoque, PMR = prazo médio de recebimento, PMP = prazo médio de pagamento, MOD = modos de entrada, TAM = tamanho, ALAV = alavancagem, LIQ = liquidez, IGA = índice de giro total do ativo, EGC = empresas de grande capitalização, PIB = produto interno bruto, MB = oportunidades de crescimento, CCCMOD = interação entre as variáveis CCC e MOD.

Os resultados dos dois modelos foram apresentados na Tabela 5. O Modelo 1 apresentou resultados em conformidade com vários estudos já realizados no sentido de que uma política agressiva de gestão do capital de giro, representada por um reduzido CCC, aumenta a rentabilidade das empresas (Shin & Soenen, 1998; Enqvist et al., 2014; Ukaegbu, 2014; Singh et al., 2017; Boisjoly et al., 2020; Özkaya & Yasar, 2023; Umar & Al-Faryan, 2023; Johan et al., 2024; Prasad et al., 2024). Isto porque manter altos níveis de capital investidos no ciclo operacional pode implicar em maiores custos de financiamento e de oportunidade. A necessidade de obtenção de capital adicional para suprir os recursos investidos em capital de giro acarreta maior despesa com juros, maior exposição ao risco de crédito e maior risco de falência (Kieschnick et al., 2011; Baños-Caballero et al., 2014). Ainda, o capital investido na gestão do capital de giro deixa de ser investido em projetos mais rentáveis e de aumento de valor para a empresa (Ek & Guerin, 2011; Kieschnick et al., 2013; Baños-Caballero et al., 2014), o que sugere que é mais rentável a adoção de uma política mais agressiva de gestão do capital de giro.

No que se refere ao PME, verificou-se que manter maiores níveis de estoques está associado a maior rentabilidade, assim como em Ukaegbu (2014), Amponsah-Kwatiah e Asiamah (2020), Candeias e Dias (2023) e Prasad et al. (2024). Esse resultado permite inferir que estoques maiores permitem que a

empresa controle a produção diante da variação da demanda e das flutuações dos preços dos produtos, e evitam interrupções no processo produtivo por falta de insumos (Blinder & Maccini, 1991), bem como a perda de vendas por falta de estoque, com uma consequente melhora na rentabilidade (Schiff & Lieber, 1974; Ukaegbu, 2014).

Em consonância com os resultados obtidos por Shin e Soenen (1998), Boisjoly et al. (2020) e Candeias e Dias (2023), o PMP apresentou uma relação negativa com a rentabilidade das empresas, o que permite concluir que a não utilização de crédito comercial gera maiores benefícios para as empresas da amostra em termos de rentabilidade. As contas a pagar são uma importante fonte de recursos para a maioria das empresas (Baños-Caballero et al., 2014). No entanto, a não utilização de crédito comercial, com o consequente pagamento antecipado das contas, pode garantir descontos importantes nas negociações (Ng et al., 1999; Wilner, 2000). Ainda, a demora no pagamento de fornecedores, decorrente da obtenção de crédito comercial, pode gerar uma má classificação de crédito e a retenção dos produtos por parte dos fornecedores, com uma consequente piora nos níveis de rentabilidade (Ukaegbu, 2014).

Em relação às variáveis independentes de controle do Modelo 1, confirmou-se o resultado de pesquisas anteriores no sentido de que a maior rentabilidade está ligada ao elevado índice de giro dos ativos (Akoto et al., 2013; Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2020) e às

empresas de grande capitalização (Boisjoly et al., 2020). Por outro lado, não foi constatada uma relação estatisticamente significativa entre rentabilidade e as variáveis tamanho, alavancagem e liquidez.

A hipótese H1 não foi confirmada. Assim, para as multinacionais brasileiras integrantes da amostra, o modo de entrada no mercado internacional, seja ele predominantemente patrimonial ou não patrimonial, não influencia a relação entre a gestão do capital de giro e a sua rentabilidade.

Em relação ao Modelo 2 da Tabela 5, nenhuma das variáveis representativas de gestão do capital de giro apresentou relação estatisticamente significativa com a variável Q de Tobin, o que indica que o CCC, bem como os seus elementos PME e PMP, não impactam no valor das multinacionais brasileiras analisadas na amostra. Também não foi verificado impacto no valor das empresas em decorrência da predominância pela adoção de modos de entrada patrimoniais ou não.

Confirmando o resultado de pesquisas anteriores, as variáveis tamanho (Chang, 2018; Moussa, 2018) e alavancagem (Oseifuah & Gyekye, 2017; Chang, 2018; Moussa, 2018) apresentaram relação negativa estatisticamente significativa com o Q de Tobin das multinacionais brasileiras analisadas, o que demonstra que as menores empresas da amostra e aquelas que são mais alavancadas maximizam o valor para os seus acionistas. Também corroborando estudos já realizados, EGC (Boisjoly et al.,

2020) e MB (Moussa, 2018) apresentaram relação positiva estatisticamente significativa com o Q de Tobin, do que se infere que empresas de grande capitalização e que possuem maiores oportunidades de crescimento possuem maior valor.

Por fim, vale destacar que, apesar de as variáveis CCC e MOD, tomadas individualmente, não serem estatisticamente significantes perante a variável Q de Tobin, a interação entre elas apresentou relação negativa estatisticamente significativa. Dessa forma, a hipótese H2 foi confirmada, de maneira que os modos de entrada moderam negativamente a relação entre o CCC e o valor das multinacionais brasileiras da amostra. Em outras palavras, cada unidade subtraída de interação CCCMOD aumenta o valor das empresas, *ceteris paribus*. Ainda, a predominância de modos de entrada não patrimoniais, combinada com um reduzido CCC, implica em geração de valor para os acionistas.

Esse desempenho superior em termos de geração de valor obtido com a adoção de práticas mais agressivas de gestão do capital de giro combinado com a adoção de modos de entrada não patrimoniais pode ser decorrente dos menores custos de transação a que as empresas estão submetidas quando se internacionalizam por tais modos (Wilcocks, 2013). Ainda, o cenário de maiores incertezas e riscos característicos do mercado brasileiro, no qual as empresas da amostra estão inseridas, que é potencializado quando as empresas decidem se internacionalizar, tende a ser

menos significativo quando essa internacionalização se dá por meio de modos de entrada não patrimoniais (Santos Jhuniór et al., 2021).

Os maiores riscos e incertezas, aliados aos maiores custos de transação envolvidos na adoção de modos de entrada patrimoniais, podem prejudicar os benefícios que as empresas buscam auferir quando adentram no mercado internacional. A adoção de modos de entrada não patrimoniais, a exemplo das exportações, por exigir um baixo nível de investimento em ativos humanos e físicos e por contribuir com o aumento das vendas, permite que as empresas afirmem benefícios com a internacionalização, atenuando os riscos e as incertezas a ela inerentes.

## Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo verificar o impacto dos modos de entrada na relação da gestão do capital de giro com a rentabilidade e o valor das multinacionais brasileiras. Para tanto, foram analisados dados secundários entre o período de 2007 a 2021 por meio da regressão linear múltipla com dados em painel, em uma amostra composta por 43 multinacionais que participaram do Ranking das Empresas Brasileiras mais Transnacionalizadas, entre o período de 2007 a 2011, fornecido pela FDC.

Os resultados encontrados para a análise do impacto sobre a rentabilidade das multinacionais brasileiras integrantes da amostra sugerem que adotar uma política agressiva de gestão do

capital de giro, mas com altos níveis de estoques e reduzida utilização de crédito comercial, aumenta o ROIC. Também se constatou que as variáveis IGA e EGC exercem influência positiva sobre a sua rentabilidade. Por outro lado, não foi constatada uma relação estatisticamente significativa entre o ROIC e as variáveis TAM, ALAV e LIQ. Ainda, a hipótese H1 foi rejeitada, o que permite concluir que a adoção de modos de entrada não patrimoniais não influencia a relação entre a gestão do capital de giro e a sua rentabilidade.

Nenhuma das variáveis representativas de gestão do capital de giro apresentou relação estatisticamente significativa com o valor das multinacionais brasileiras, o que indica que o CCC, bem como os seus elementos PME e PMP, não impactam no valor das empresas estudadas. Também não foi verificado impacto no valor das empresas em decorrência da predominância pela adoção de modos de entrada patrimoniais ou não. Por outro lado, as variáveis TAM e ALAV apresentaram relação negativa estatisticamente significativa com o Q de Tobin, enquanto EGC e MB apresentaram relação positiva estatisticamente significativa com esta variável.

Dentre os resultados da pesquisa, vale enfatizar que, apesar de as variáveis CCC e MOD, tomadas individualmente, não terem apresentado significância estatística com o Q de Tobin, a interação entre elas apresentou relação negativa estatisticamente significativa, confirmando-se a hipótese H2.

Assim, a adoção de modos de entrada não patrimoniais combinada com uma gestão eficiente do capital de giro é capaz de gerar valor para os acionistas das multinacionais brasileiras. Esse desempenho superior pode ser decorrente dos menores riscos, incertezas (Santos Jhuniór et al., 2021) e custos de transação a que as empresas estão submetidas quando se internacionalizam por tais modos (Willcocks, 2013).

Este artigo contribui para a literatura ao fornecer evidências sobre o efeito dos modos de entrada na relação entre a gestão do capital de giro com a rentabilidade e o valor de multinacionais brasileiras. A referida análise é inédita na literatura, tendo em vista que em pesquisa realizada nas bases de dados Scopus, Web of Science e SPELL não foram encontrados estudos com este enfoque.

Os resultados do estudo também geram implicações para a prática empresarial, tendo em vista que corroboram pesquisas anteriores ao demonstrar que os gestores podem obter melhores resultados, em termos de rentabilidade, caso tornem mais eficiente a gestão do capital de giro. Além disso, principalmente, auxiliam os gestores no processo de expansão internacional ao apresentar resultados inéditos no sentido de que a associação de uma gestão eficiente do capital de giro a uma internacionalização baseada em modos de entrada não patrimoniais, embora não aumente a rentabilidade das multinacionais brasileiras, é capaz de gerar valor para os seus *stakeholders*.

Essas implicações práticas podem transformar-se em contribuições sociais, tendo em vista que conhecer os aspectos que influenciam a rentabilidade e o valor de empresas de um país emergente, nos quais as pesquisas sobre finanças internacionais ainda são escassas, pode auxiliar no seu crescimento econômico, com potencial de gerar reflexos também no desenvolvimento econômico dessas sociedades.

Como limitações do presente trabalho, cita-se a utilização de amostra composta apenas pelas empresas brasileiras que participaram do ranking da FDC no período de 2007 a 2011, o que limita a generalização dos resultados. Ainda, a formação da proxy MOD considerou apenas um modo de entrada patrimonial (ativos no exterior) e um modo de entrada não patrimonial (exportações).

Com o objetivo de superar essas limitações e avançar na literatura com conclusões para além das empresas da amostra, trabalhos futuros podem realizar uma investigação valendo-se de uma base de dados composta por uma quantidade maior de empresas brasileiras, de empresas de outros países emergentes e até mesmo de países desenvolvidos, tendo em vista que não foram encontradas pesquisas similares neste tipo de mercado. Ainda, sugere-se a utilização de outras medidas para compor a proxy representativa dos modos de entrada, a fim de investigar se os resultados se confirmam.

## Referências

- Ahmed, K., & Bebenroth, R. (2019). Acquisition behavior of emerging versus developed market multinationals. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 10(1), 9-30. <https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.00001>
- Akoto, R. K., Awunyo-Vitor, D., & Angmor, P. L. (2013). Working capital management and profitability: evidence from Ghanaian listed manufacturing firms. *Journal of Economics and International Finance*, 5(9), 373-379. <https://doi.org/10.5897/JEIF2013.0539>
- Amankwah-Amoah, J., Adomako, S., Danquah, J. K., Opoku, R. A., & Zahoor, N. (2022). Foreign market knowledge, entry mode choice and SME international performance in an emerging Market. *Journal of International Management*, 28(4), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2022.100955>
- Amponsah-Kwatiah, K., & Asiamah, M. (2020). Working capital management and profitability of listed manufacturing firms in Ghana. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1751-1771. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-02-2020-0043>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2012). How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs. *Small Business Economics*, 39(2), 517-529. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9317-8>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67, 332-338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- Blinder, A. S., & Maccini, L. J. (1991). The resurgence of inventory research: What have we learned? *Journal of Economic Surveys*, 5(4), 291-328. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.1991.tb00138.x>
- Boisjoly, R. P., Conine, T. E., & McDonald IV, M. B. (2020). Working capital management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research*, 108, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.025>
- Botoc, C., & Anton, S. G. (2017). Is profitability driven by working capital management? Evidence for high-growth firms from emerging Europe. *Journal of Business Economics and Management*, 18(6), 1135-1155. <https://doi.org/10.3846/16111699.2017.1402362>
- Candeias, T., & Dias D. (2023). Wine companies' profitability in the old world: working capital's impact. *Administrative Sciences*, 13(171), 1-17. <https://doi.org/10.3390/admsci13080171>

- Chang, C. (2018). Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence. *International Review of Economics & Finance*, 56, 568-581. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.014>
- Cuervo-Cazurra, A., Carneiro, J., Finchelstein, D., Duran, P., Gonzalez-Perez, M. A., Montoya, M. A., & Newburry, W. (2019). Uncommoditizing strategies by emerging market firms. *Multinational Business Review*, 27(2), 141-177. <https://doi.org/10.1108/MBR-07-2017-0051>
- Damodaran, A. (2007, julho). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and implications*. Stern School of Business, New York, NY. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1105499>
- Dbouk, W., Moussawi-Haidar, L., & Jaber, M. Y. (2020). The effect of economic uncertainty on inventory and working capital for manufacturing firms. *International Journal of Production Economics*, 230(107888), 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107888>
- Dong, L., McDonald, F., & Xie, J. (2023). Improving knowledge on the entry mode decisions of emerging market multinationals. *Transnational Corporations Review*, 15(2), 35-46. <https://doi.org/10.1080/19186444.2022.2073753>
- Ek, R., & Guerin, S. (2011). Is there a right level of working capital? *Journal of Corporate Treasury Management*, 4(2), 137-149.
- Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32(C), 36-49. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005>
- Erramilli, M. K., & Rao, C. P. (1993). Service firms' international entry-mode choice: A modified transaction-cost analysis approach. *Journal of Marketing*, 57(3), 19-38. <https://doi.org/10.1177/002224299305700302>
- Hair Jr., J. F., William, B., Babin, B., & Anderson, R. E. (2009). *Análise multivariada de dados*. (6ª ed.) Porto Alegre: Bookman.
- Hennart, J. F., & H. L. Slangen, A. (2015). Yes, we really do need more entry mode studies! A commentary on Shaver. *Journal of International Business Studies*, 46, 114-122. <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.39>
- Johan, S., Kayani, U. N., Naeem, M. A., & Karim, S. (2024). How effective is the cash conversion cycle in improving firm performance? Evidence from BRICS. *Emerging Markets Review*, 59, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101114>
- Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and Shareholders Wealth.

- Review of Finance*, 17, 1827-1852.  
<https://doi.org/10.1093/rof/rfs043>
- Moalla, E., & Mayrhofer, U. (2020). How does distance affect market entry mode choice? Evidence from French companies. *European Management Journal*, 38(1), 135-145.  
<https://doi.org/10.1016/j.emj.2019.08.002>
- Moussa, A. A. (2018). The impact of working capital management on firms' performance and value: evidence from Egypt. *Journal of Asset Management*, 19, 259-273.  
<https://doi.org/10.1057/s41260-018-0081-z>
- Ng, C. K., Smith, J. K., & Smith, R. L. (1999). Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade. *Journal of Finance*, 54, 1109-1129.  
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00138>
- Njoroge, G. W., & Opuodho, G. (2022). Relationship between working capital management practices and financial performance by registered property developers in Kenya. *International Journal of Finance*, 7(3), 1-24.  
<https://doi.org/10.47941/ijf.938>
- Ogundipe, S. E., Idowu, A., & Ogundipe, O. (2012). Working Capital Management, Firm's Performance and Market Valuation in Nigeria. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 61, 1196-1200.
- Oseifuah, E. K., & Gyekye, A. (2017). Working capital management and shareholders' wealth creation: evidence from non-financial firms listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(1), 80-88.  
[http://dx.doi.org/10.21511/imfi.14\(1\).2017.08](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.14(1).2017.08)
- Özkaya, H., & Yasar, S. (2023). Working capital management in the food and beverage industry: Evidence from listed European companies. *Agricultural Economics*, 69(2), 78-88.  
<https://doi.org/10.17221/383/2022-AGRICECON>
- Padachi, K., Howorth, C., & Narasimhan, M.S. (2012). Working capital financing preferences: the case of Mauritian manufacturing small and medium-sized enterprises (SMEs). *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(1), 125-157.
- Pan, Y., & Tse, D. K. (2000). The hierarchical model of market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 31(4), 535-554.  
<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490921>
- Pereira, V. S., & Sheng, H. H. (2012). Os efeitos dos modos de entrada sobre o endividamento das multinacionais. *12º Encontro Brasileiro de Finanças FEA/USP*, São Paulo, SP.
- Pirttilä, M., Estoniano, V. M., Lind, L., & Kärrri, T. (2020). Working capital management in the Russian automotive industry supply chain. *International Journal of Production Economics*, 221, 1-8.

- <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.08.009>
- Prasad, P., Narayanasamy, S., Paul, S., & Chattopadhyay, S. (2018). Review of literature on working capital management and future research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(3), 827-861. <https://doi.org/10.1111/joes.12299>
- Prasad, N., Tanwar, N., & Kumar, M. (2024). Working capital management and profitability: with special evidence from agriculture companies listed on the national stock exchange. *Indian Journal of Economics and Development*, 20(1). <https://doi.org/10.35716/IJED-23088>
- Qi, X., Chan, J. H., Hu, J., & Li, Y. (2020). Motivations for selecting cross-border e-commerce as a foreign market entry mode. *Industrial Marketing Management*, 89, 50-60. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.01.009>
- Root, E. R. (1994). *Entry strategies for international markets*. Lexington Books: San Francisco, CA.
- Rwehumbiza, D., & Marinov, M. A. (2020). Development of entrepreneurial orientation of export manufacturers from emerging economies. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 16(2), 667-689. <https://doi.org/10.1007/s11365-019-00580-x>
- Santos Jhuniór, R. O., Abib, G., & Stocker, F. (2021). Risk perception in the internationalization of brazilian companies: an analysis in different entry modes. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 12(1), 2021, 106-128. <https://doi.org/10.15388/omee.2021.12.50>
- Schiff, M., & Lieber, Z. (1974). A model for the integration of credit and inventory management. *Journal of Finance*, 29, 133-140. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb00029.x>
- Shin, H-H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.
- Singh, H. P., Kumar, S., & Colombage, S. (2017). Working capital management and firm profitability: a meta-analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 34-47. <https://doi.org/10.1108/ORFM-06-2016-0018>
- Steinbruch, F. K., Nunes, M. P., & Nascimento. (2020). Companies' performance on the internationalization process. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 14(1), 34-55. <https://doi.org/10.12712/rpca.v14i1.38441>
- Tahir, M., & Anuar, M. B. A. (2016). The determinants of working capital management and firm's performance of textile sector in Pakistan. *Quality & Quantity*, 50(2), 605-618. <https://doi.org/10.1007/s1135-015-0166-4>

- Taylor, C. R., Zou, S., & Osland, G. E. (1998). A transaction cost perspective on foreign market entry strategies of US and Japanese firms. *Thunderbird International Business Review*, 40(4), 389-412.  
<http://dx.doi.org/10.1002/tie.4270400405>
- Tey, Y. S., Brindal, M., Darham, S., Sidi-que, S. F. A., & Djama, M. (2020). Early mover advantage in roundtable on sustainable palm oil certification: a panel evidence of plantation companies. *Journal of Cleaner Production*, 252, 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119775>
- Tiwari, S. C., Sayyad, M., Azam, M. S., & Sudesh, N. S. (2023). Determinants of WCM of Indian listed firms: A GMM regression approach. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 1-20. <https://doi-org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1080/23322039.2023.2199550>
- Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, 31, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.005>
- Umar, H. U., & Al-Faryan, M. A. S. (2024). The impact of working capital management on the profitability of listed halal food and beverage companies. *Managerial Finance*, 50(3), 534-557. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2022-0606>
- Wang, Q., Wang, Y., Li, X., & Tang, L. (2023). The sustainability of family ownership on the choice of foreign market entry mode: empirical evidence from listed family firms in China. *Sustainability*, 15(13), 1-16. <https://doi.org/10.3390/su151310674>
- Willcocks, L. (2013). *Global business management foundation*. Steve Brokes Publishing: Stratford-upon-Avon.
- Williamson, O. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548-577. <https://doi.org/10.1086/227496>
- Williamson, O. (1979). Transaction cost economics: The governance of contractual obligations. *Journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261. <https://doi.org/10.1086/466942>
- Wilner, B. S. (2000). The exploitation of relationship in financial distress: The case of trade credit. *Journal of Finance*, 55, 153-178. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00203>
- Yilmaz, I. & Nobanee, H. (2023). The nexus between cash conversion cycle and operating performance: novel evidence from MENA region. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2023-0310>

Bruno Bartasson Ferreira Rosa ([brunobartasson@hotmail.com](mailto:brunobartasson@hotmail.com)) trabalhou na ideia, elaboração e revisão do artigo.

Vinícius Silva Pereira ([viniciuss56@ufu.br](mailto:viniciuss56@ufu.br)) trabalhou na ideia, orientação e revisão do artigo.

Antonio Sergio Torres Penedo ([penedo@ufu.br](mailto:penedo@ufu.br)) trabalhou na ideia, orientação e revisão do artigo.

Data de Submissão: 07/02/2024 Data de Aprovação: 22/08/2024.

Editor-Chefe: Diogo Henrique Helal.

Editor Adjunto: Bruno Melo Moura.

Esta obra está licenciada sob uma Atribuição-Não Comercial 4.0 Internacional (CC BY NC 4.0). Esta licença permite que outros distribuam, remixem, adaptem e criem a partir do trabalho, para fins não comerciais, desde que lhe atribuam o devido crédito pela criação original. Texto da licença: [https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.pt\\_BR](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.pt_BR).

Direitos autorais das pessoas autoras, 2025. Licenciado sob Licença Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY 4.0). Esta licença permite que outros distribuam, remixem, adaptem e criem a partir do seu trabalho, mesmo para fins comerciais, desde que lhe atribuam o devido crédito pela criação original. Texto da Licença: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>