

MORAL HAZARD E SELEÇÃO REVERSA DE FORNECEDORES DE TRADE CREDIT: UM SURVEY COM FIRMAS NÃO LISTADAS

CLAUDINÊ JORDÃO DE CARVALHO
UFU - Universidade Federal de Uberlândia
jordao@ufu.br

Artigo Científico

Crédito e análise setorial

MORAL HAZARD E SELEÇÃO REVERSA DE FORNECEDORES DE TRADE CREDIT: UM SURVEY COM FIRMAS NÃO LISTADAS

Resumo

Este *survey* identifica e descreve as intenções ocultas de executivos nas micro ações de quebra de contratos mercantis. Na hipótese de falta de caixa, o risco moral direciona o surgimento do fenômeno da seleção reversa - “fogo amigo” - contra fornecedores de crédito. Nessa situação, os devedores podem filtrar credores que não receberão seus créditos comerciais no vencimento. Uma amostra não probabilística, coletada em *cross section*, com 154 firmas não listadas em bolsa forneceu dados sobre as práticas de delinquência financeira, os motivos e os fatores latentes que direcionam tal comportamento. As evidências mostram que se os executivos tiverem que inadimplir, o governo será a primeira vítima, depois bancos e por último, os fornecedores. A frequência de atraso a fornecedores é de 87% e há punição nesse caso. A falta de liquidez, os altos custos de transação junto a bancos e administradoras de cartão de crédito, bem como o estilo de política de cobrança do fornecedor são os motivos mais influentes do atraso de pagamento do TC. Entre os credores comerciais, o fator de maior importância é o registro do boleto no sistema de cobrança do banco. A taxa do custo efetivo médio com penalidades cobrado por 462 fornecedores é de 8,70% ao mês!

Palavras-chave: assimetria de informações; custos de transação; delinquência financeira.

Abstract

This survey identifies and describes the hidden agenda of executives in contract-breaking micro actions. In the event of a lack of cash, the moral hazard provokes the emergence of the phenomenon of reverse selection - "friendly fire" - against credit providers. In this situation, borrowers can filter out creditors who will not receive their trade credits at maturity. A non-probability sample with 154 companies that are not listed on the stock exchange provided data about the practices of financial crime, the motives and the latent factors that direct such behavior. The evidence shows that if executives are to default, the Government will be the first victim, then banks and lastly, suppliers. The frequency of delaying payments to suppliers is 87% and there is punish in this case. The lack of liquidity, the high transaction cost of banks and credit card companies, as well as the policies of the supplier are the most influential reasons of late payment of the TC. Among commercial lenders, the most important factor is the registration of the payment order in the billing system of the Bank. The effective cost with penalties is 8.70% per month!

Keywords: information asymmetry; transaction costs; financial delinquency.

Introdução

O efeito dos executivos na definição de políticas gerais de finanças corporativas é significativo, indiscutível e está bem documentado na literatura econômica. No entanto, conhece-se pouco sobre micro ações específicas na área financeira, como sugerem Graham, Harvey e Puri (2015). Este *survey* descreve tanto as práticas de comportamentos ocultos como os motivos de 154 executivos na escolha de credores de *trade credit* (TC), que sofrerão atrasos nos recebimentos. Estima-se, ainda, a taxa efetiva mensal com custos das penalidades financeiras (multa e juros de mora) decorrente dessa inadimplência. Além disso, agregam-se novos conhecimentos empíricos à crescente e inovadora corrente de pesquisa que visa compreender como as micro ações dos dirigentes funcionam no interior das organizações (Graham, Harvey & Puri, 2015), operando numa economia emergente.

Este estudo é o primeiro na literatura econômica financeira a tratar do tema, em nível específico, do gestor individual (“efeito de executivos”). Uma das razões dessa escassez de estudos empíricos nesse assunto pode decorrer do fato de se tratar de um aspecto invasivo e delicado sobre atitudes de executivos, o que requer cautela e estratégia na obtenção de dados a respeito. Até onde foi possível pesquisar, não foram encontradas pesquisas que relatam as práticas de ações ocultas pela ótica do delinquente financeiro, na escolha do fornecedor de TC que não receberá o valor do crédito na data de vencimento. Além disso, não há uma clara compreensão na literatura econômica financeira sobre o comportamento dos gestores quanto às práticas de gestão de contas a pagar de TC e das características demográficas das firmas associadas a essa questão de inadimplência.

A seleção adversa é uma questão contratual crítica e desafiadora tanto para ofertantes, *ex-ante* a um contrato, como para demandantes de TC, em razão da assimetria de informações (Akerlof, 1970) entre o principal e o agente. Como decorrência das transações comerciais que usam esse canal de crédito, o principal enfrenta o problema de *moral hazard* na liquidação do contrato. A ocorrência de atitudes oportunistas de agentes, *ex-post* à operação mercantil, tem relevância econômica importante em razão (1) do impacto negativo no fluxo de renda do principal e (2) na reputação e custos de transação para o agente. O atraso de pagamentos de TC é um ato de delinquência financeira conduzido – unilateralmente – pelo devedor contra o credor. Nesse caso, o devedor faz a seleção reversa do fornecedor (fenômeno do “fogo amigo”) que não receberá pontualmente seus créditos. Conforme intuição de Akerlof (1970), tais eventos podem levar ao desaparecimento do mercado de TC.

O mercado de TCs movimenta um volume financeiro significativo em nível global e em diversos contextos de mercado. Segundo o *Financial Times*, em 2007, o TC financiou aproximadamente 90% da transação mundial de mercadorias, com um valor estimado em US\$25 trilhões. Para se ter uma noção da relevância do tema no contexto internacional, essas operações envolveram recursos financeiros da ordem de 69% e de 52%, sob a forma de ativos e passivos circulantes, respectivamente, em micro e pequenas empresas espanholas (García-Teruel; Martínez-Solano, 2007); da ordem de 41% da dívida total para firmas de porte médio no Reino Unido; de 35%, nos EUA, e, aproximadamente, 50% da dívida de curto prazo tanto para firmas britânicas como norte-americanas (Cuñat, 2007). No Brasil, Carvalho e Schiozer (2012) encontraram que $\frac{3}{4}$ das MPEs brasileiras fazem 50% ou mais de suas compras a prazo (em média, 67,6% das compras são realizadas por meio de TCs).

No entanto, parte substancial dos devedores de TC incorrem no *moral hazard* e quebram os contratos com seus fornecedores. Essa liquidação ineficiente dos contratos é (1) heterogênea entre as firmas;(2) sinaliza risco de perdas;(3) pode provocar crises de liquidez no credor e está associado a (4) diversas características organizacionais e comportamentais dos líderes de negócios. Peel, Wilson e Howorth (2000), além de Carvalho e Schiozer (2012) descobriram, respectivamente, que 89% de firmas industriais britânicas e 80% de MPEs mineiras e paulistas atrasaram, com alguma frequência, o pagamento do TC a seus

fornecedores, e que, no Reino Unido e na União Europeia, as firmas de grande porte e as públicas eram as piores delinquentes. Para Peel *et al.* (2000), esse comportamento pode ser parcialmente explicado pela ausência de legislação, em países da zona do Euro, que permitisse ao credor o direito de cobrar juros de mora e outras penalidades dos devedores. Em complemento, Howorth e Westhead (2002), bem como Carvalho e Schiozer (2012), encontraram evidências em MPEs britânicas e brasileiras (estados de Minas Gerais e de São Paulo) de que as práticas de gestão de crédito e de cobrança e, ainda, de capital de giro, diferem de acordo com o porte das firmas.

Além disso, outros aspectos como o nível de desenvolvimento e de eficiência do mercado financeiro, de crédito e de capitais de um país (Demirguç-Kunt & Maksimovic, 2002) e o estágio de desenvolvimento das economias afetam diretamente o ambiente de negócios das empresas (Fisman & Love, 2003), podendo explicar parcialmente como as firmas se financiam e investem. Nesse cenário, o que prepondera no mundo real são mercados financeiros com falhas e ineficiências na alocação de capital para as firmas. Nesses ambientes, as firmas não financeiras (indústrias, varejistas e distribuidores), com mais acesso ao mercado de crédito e com menor custo de capital e/ou capitalizadas, assumem o papel adicional de intermediários financeiros, ofertando TC vinculados à venda de produtos.

Isso posto, foi estruturado um questionário com base na literatura de assimetria de informações (Akerlof, 1970), de TC (Petersen & Rajan, 1994), de custos de transação (Williamson, 1979) e de gestão financeira (Weston & Brigham, 2000) para documentar as opiniões e percepções de dirigentes e coletar dados de firmas privadas e não listadas na BM&FBOVESPA. O instrumento de coleta consiste em blocos de perguntas sobre o grau de controle financeiro de curto prazo, os motivos para atrasar pagamento a credores, o nível de importância de fatores específicos associados à escolha de fornecedor que sofrerá a delinquência, os dados com despesas por quebra de contratos (multa e juros de mora), bem como características demográficas das firmas. Especificamente, foram criadas escalas com *proxies* do *moral hazard* para captar as práticas de micro ações empregadas por devedores na seleção de fornecedores que não receberão pontualmente seus créditos, tendo em vista:

- 1) Verificar se há, ou não, uma *pecking order* de obrigações na seleção de credores distintos (bancos, governos e fornecedores);
- 2) Revelar os motivos que podem levar as firmas a não cumprirem contratos de créditos com fornecedores;
- 3) Mostrar evidências empíricas, em nível doméstico, da taxa efetiva mensal (CET) das despesas com penalidades (juros de mora, multas e/ou comissão de permanência) para firmas delinquentes.

Os resultados mostram importantes *insights* com implicações empíricas e teóricas para a literatura do risco moral em contratos mercantis e em finanças corporativas. Reporto que nas firmas dessa amostra particular, a delinquência financeira segue uma hierarquia. Se os dirigentes necessitarem adiar os pagamentos aos credores de natureza diferentes, escolhem, prioritariamente, os valores devido aos governos, seguido por bancos e fornecedores. Esse comportamento pode ser explicado com base nos fundamentos dos custos de transação, de TC e de agência. A preferência pelo governo ocorre porque o ônus financeiro é inferior às demais fontes de capital e também porque o processo legal de cobrança é lento. Em adição, constatou-se, ainda, que o relacionamento com bancos e fornecedores, o poder de mercado, a reputação e a possibilidade de interrupção imediata de capital financeiro e de mercadorias são fatores determinantes que afetam a seleção reversa dos demais credores.

As evidências mostram que há uma variação importante nas práticas de delinquência pelos executivos. O atraso de pagamento ocorre com alguma frequência em 87% das firmas na presente amostra e, nesse caso, o fornecedor pune o cliente pela falha. Esse achado

corroborar os resultados encontrados por Carvalho e Schiozer (2012) em uma amostra brasileira, assim como por Howorth e Reber (2003) para empresas britânicas. Esse grau de delinquência poderia ser explicado pelo fato das empresas não listadas em bolsa de valores sofrerem restrição de acesso ao crédito devido à sua elevada opacidade e assimetria informacional (Rothschild & Stiglitz, 1976). Os dirigentes informam que 88% das firmas na nossa amostra tiveram limites de crédito pré-aprovados e 69% contrataram empréstimos de curto prazo nos bancos. Tais evidências possibilitam supor que o capital contratado junto ao mercado institucional deveria ser alocado para atender às necessidades operacionais de curta duração, honrando pontualmente, assim, suas obrigações. Tais dados contrariam, portanto, a hipótese de falha de mercado no que tange ao acesso à liquidez pelas firmas com alta opacidade informacional.

A falta de liquidez, os altos de transação junto a bancos e administradoras de cartão de crédito, bem como o estilo de política de cobrança do fornecedor são os motivos mais influentes do atraso de pagamento do TC. Os resultados permitem deduzir que os principais motivos que podem levar os dirigentes do mesmo setor de atuação econômico à delinquência das contas a pagar são a queda nas vendas à vista, a alta inadimplência de clientes, as taxas de juros elevadas nos empréstimos de curto prazo e as práticas de cobrança ineficiente do fornecedor. Quando se confrontam os motivos que podem atrasar os pagamentos e o custo de transação decorrente daquela decisão, os resultados são surpreendentes: seria esperado algum *trade-off* entre essas variáveis, em razão das elevadas taxas de penalidades financeiras praticadas por ofertantes de TC, por quebra do contrato mercantil, mas, com significância econômica, foram encontradas apenas três associações entre os motivos e a taxa mensal de penalidades cobradas pelo atraso. Ou seja, os encargos financeiros decorrentes de quebra de contrato parecem ser irrelevantes para os respondentes na amostra da pesquisa.

Buscou-se analisar como o risco moral ocorre na relação de agência entre o delinquente (o agente) e o credor (o principal). Mais especificamente, a ideia foi compreender como acontece o “fogo amigo” do agente (comprador) sobre o principal (os fornecedores de TC). A reputação e o relacionamento com o fornecedor parecem direcionar a seleção reversa de credores. Os resultados revelam que 80% dos dirigentes pesquisados consideraram importante saber se o título de dívida está na carteira de cobrança registrada ou não. Esta informação sinaliza risco para sua reputação e para a qualidade de crédito junto ao sistema financeiro e credores, pois o não pagamento no vencimento pode acarretar o apontamento ao cartório de protesto e às empresas de avaliação de risco de crédito. Na opinião dos entrevistados, essa perspectiva foi, também, quanto ao relacionamento privilegiado com o fornecedor. Para 70% dos gestores esse aspecto é importante na decisão de selecionar um fornecedor em detrimento de outro. Acredita-se que a reciprocidade no relacionamento longo com certo fornecedor lhe dá o direito de escolhê-lo, pois o histórico de geração de rendas seria levado em conta pelo credor numa hipótese de interrupção de entrega futura de mercadorias.

Estimou-se o custo de transação no caso de falta de pagamento da obrigação contratual. Existem, geralmente, dois ônus nos boletos bancários: a multa e os juros de mora. A análise aponta um custo efetivo mensal médio de 8,70% ao mês (taxa de juros composta de 172% ao ano!). Taxas de juros com essa ordem de grandeza são incompreensíveis para agentes que operam em economias de mercado desenvolvidos.

Por conseguinte, este estudo torna-se relevante, pois os fundamentos econômicos de países com mercado em transição geralmente apresentam distorções em relação aos dos países desenvolvidos, onde são geradas as teorias seminais. Nessa perspectiva, as organizações daquelas economias se veem diante de situações de imperfeições de mercado que as penalizam – como altas taxas de juros reais e de inflação, baixa proteção institucional ao credor, excessiva regulação, restrições de acesso ao mercado financeiro, de crédito e ao de capitais, ainda incipiente e com poucas empresas.

As firmas que sofrem restrições financeiras (custo de capital oneroso e volume de crédito limitado) suprem suas necessidades de capital por intermédio de parceiros comerciais. Parte delas unilateralmente adia o pagamento ao fornecedor, prolongando, dessa maneira, o prazo original do financiamento comercial.

O nível de acesso das firmas ao mercado de crédito institucional está associado à maneira como essas se financiam. Howorth e Reber (2003) revelaram que o atraso de pagamentos aos fornecedores em MPEs britânicas está positiva e significativamente relacionado à dificuldade de obtenção de financiamento bancário e ao atraso de recebimento dos clientes, e negativamente relacionado com o uso de fontes de financiamento de longo prazo. Em complemento a essas evidências, os citados autores ensinam, ainda, que conhecer os procedimentos de cobrança dos fornecedores (ágeis e eficientes *versus* morosos e ineficientes) direciona o devedor na decisão da escolha do fornecedor que não receberá, pontualmente, o valor do crédito contratado.

Os resultados deste estudo podem contribuir para a literatura de risco moral em contratos comerciais em duas perspectivas: acadêmica e gerencial. Na perspectiva acadêmica, a comunicação das novas evidências empíricas encontradas pode ser útil à comunidade científica ao expor os fatores latentes associados à escolha de fornecedores que não receberão pontualmente seus créditos a partir da percepção de executivos. Esses resultados podem ser considerados novidade, pois constitui o primeiro trabalho no mundo a abordar esse tema particular. Por conseguinte, conhecer a lógica de atitudes oportunistas de executivos na prática amplia os saberes sobre as bases teóricas do problema de risco moral, de assimetria informacional e dos fundamentos de custos de transações.

Na perspectiva gerencial, os resultados podem ser úteis para que fornecedores de crédito, analistas de crédito, investidores e empresas de serviços de proteção ao crédito entendam o comportamento de seus clientes e aperfeiçoem suas práticas e mecanismos de concessão de crédito e de cobrança. Desse modo, podem reduzir os riscos de choques de liquidez quando os compradores deixam de pagar, no vencimento, suas obrigações. Para devedores, estes podem apropriar-se dos resultados para implementar mudanças operacionais na administração do capital de giro e, portanto, melhorar a sua qualidade de crédito perante o mercado.

Sequenciando esses antecedentes teóricos e empíricos sobre o tema, o artigo está assim estruturado: a seção seguinte descreve os procedimentos aplicados no *survey* e a metodologia aplicada aos dados; após, vem a seção que mostra os resultados obtidos, e a última seção conclui contrastando e comparando teoria e práticas identificadas por líderes empresariais.

Dados, procedimentos e instrumento de coleta de dados

Desenho do estudo

O foco do estudo são as práticas e as atitudes de dirigentes de firmas sobre ações ocultas em atrasos de pagamentos de créditos comerciais. Esse levantamento foi realizado porque não há bases de dados públicas prontas e disponíveis sobre o tema. Nesse contexto, na pesquisa foi estruturado – com sustentação na literatura de créditos comerciais, de economia das informações, da relação principal-agente e de custos de transação – um instrumento para coleta de dados sobre controle financeiro, prioridades e motivos da delinquência financeira e dos fatores considerados pelos dirigentes de firmas quando precisam escolher um fornecedor que não receberá em dia o TC contratado. Os dados utilizados nesse estudo são primários e foram obtidos exclusivamente de um levantamento anônimo com dirigentes e/ou proprietários de empresas mineiras e paulistas não listadas na BM&FBOVESPA.

Uma mensagem de apresentação do presente estudo foi circulada, com uma cópia da versão inicial do instrumento de coleta de dados, entre colegas professores de finanças e de métodos de pesquisa com *surveys* de forma a serem gerados comentários, sugestões e críticas sobre a estrutura, o layout, a extensão, a redação e a ordenação dos itens do questionário. O objetivo dessa etapa foi validar o conteúdo do questionário entre pares, visando minimizar os potenciais vieses (de aquiescência; de não respondentes; de *straight-line* e de respostas socialmente desejáveis) a que estão sujeitos as coletas de dados do tipo levantamento. Os *feedbacks* variaram: aspectos sobre potenciais vieses, invasividade, redação e sequência das perguntas. Tais contribuições possibilitaram aperfeiçoar a versão preliminar do instrumento, resultando, assim, na versão utilizada no levantamento.

Em seguida, realizou-se um pré-teste dessa segunda versão. Foram convidados – pela conveniência do relacionamento – oito dirigentes de firmas de diferentes portes e setores de atividade econômica para que respondessem e tecessem críticas sobre o questionário proposto. O objetivo foi descobrir se haveria dubiedade na redação dos itens do questionário, conhecer a opinião desses dirigentes sobre a interpretação e a clareza das perguntas, bem como obter comentários e notas sobre o modelo de escala a ser aplicado no levantamento. Somente dois aspectos associados a custos de transação – sobre valor de juros de mora ao dia e de multa em casos de atrasos –, foram anotados pelos entrevistados e considerados pelos autores para compor a versão final da escala. A estrutura dessa versão é composta por quatro blocos de itens, a saber: i) dados sócio-demográficos; ii) dados sobre acesso das firmas ao sistema bancário e da ordem de preferência em atrasar obrigações; iii) dados sobre motivos que podem levar as empresas a praticar delinquência financeira e iv) dados sobre fatores que podem determinar a escolha de fornecedores que não receberão, pontualmente, seu crédito comercial. A versão final do instrumento usado para coleta de dados está disponível para consulta no endereço <https://pt.surveymonkey.com/s/VTT65SY>.

Procedimentos de Coleta de dados

O modelo final do instrumento de coleta de dados foi acompanhado de uma carta institucional de apresentação e de sensibilização assinada pelo autor deste estudo. A coleta de dados transversal foi realizada entre 03 de dezembro de 2013 e 10 de janeiro 2014. A escolha da amostra foi não probabilística, mas de acordo com a conveniência de acesso do entrevistador aos dirigentes e/ou proprietários das firmas. Dois meios de entrega dos dados, não identificados, foram disponibilizados gestores : i) pela *web*, com questionário eletrônico auto-administrado, em *link* específico ou ii) por meio de entrevista, com questionário físico. Os dados registrados no formulário impresso foram coletados pelo entrevistador e transferidos pela *web* no *link* acima mencionado. Verificou-se que não houve diferença estatística, em nível de significância de 1%, entre as respostas obtidas pelos dois meios de entrega dos dados. A duração média para preenchimento do questionário foi de 12 minutos.

O banco de dados final é composto por 154 firmas e 462 fornecedores de TC. Essas firmas operam em 52 atividades econômicas diferentes (CNAE). Destas, 88,6% estão sediadas no estado de Minas Gerais e 11,4% no estado de São Paulo. O resumo das características demográficas das firmas está exposto no conjunto de Figuras a seguir.

A Figura 1 mostra a distribuição das firmas da amostra por setor de atuação. As empresas varejistas são predominantes na amostra (53%). Os setores de serviço, de indústria e do atacado têm participação de 23%, 19% e 6%, respectivamente. Como se observa, as empresas varejistas e de serviço, as quais operam com consumidor final, correspondem a aproximadamente 75% das firmas respondentes. Isso sugere que uma proporção importante delas pode demandar tanto crédito comercial como bancário para financiar suas necessidades

de capital de giro. A participação das firmas por setor de atuação é representativa da população.



Figura 1. Proporção de firmas por setor de atuação

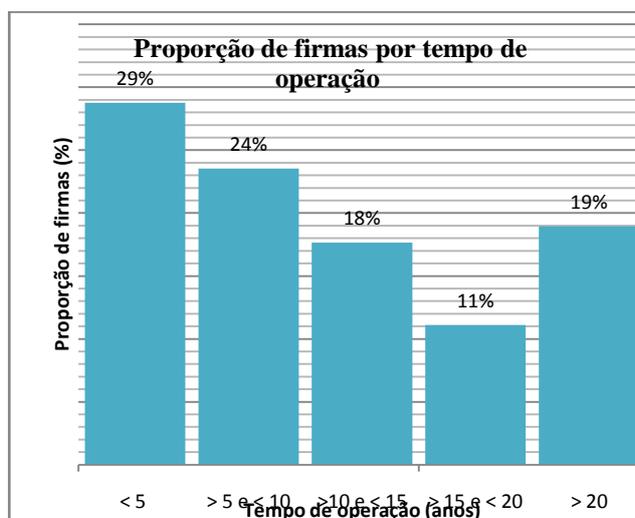


Figura 2. Proporção de firmas por idade

A Figura 2 ilustra a distribuição do tempo em atividade das firmas. A maioria das firmas da amostra, 53%, é jovem e opera no mercado há menos de 10 anos. É possível que os dirigentes desse conjunto de empresas demonstrem maior vontade de crescer que os das demais. Como consequência dessa dimensão organizacional, o capital interno gerado pelas operações pode ser insuficiente para atender à necessidade de financiamento e crises de liquidez podem surgir nesta fase de vida da empresa. Nessas circunstâncias, e se a firma vier a sofrer ainda de restrição ao crédito bancário, a delinquência financeira pode ser uma contingência financeira inevitável. Em contraste, 19% das firmas estão em atividade há mais de 20 anos.

A Figura 3 mostra que 62% dos respondentes são os próprios donos do negócios enquanto 38% são gestores. Esses dados apontam que é pouco provável a existência de acentuados conflitos de interesses entre principal e agente nessas firmas.

Conforme destacaram Graham e Harvey (2001, p. 189) em seus levantamentos empíricos, “*the survey indicates that firm size significantly affects the practice of corporate finance.*” A quantidade de funcionários foi utilizada como uma *proxy* do tamanho das firmas. Esse critério segue o padrão de classificação do SEBRAE. Coerente com esse perfil, a maioria (63%) das empresas é de micro e pequeno porte, 25% são de tamanho médio e 13% são grandes empresas.

Consistente com a hipótese de assimetria informacional – de que quanto maior a falta de evidenciação de informações, maiores são os riscos –, as empresas não listadas em bolsa de valores podem sofrer de restrição de acesso ao crédito institucional e, nessas condições, deixarem de pagar suas obrigações se o capital interno for insuficiente.

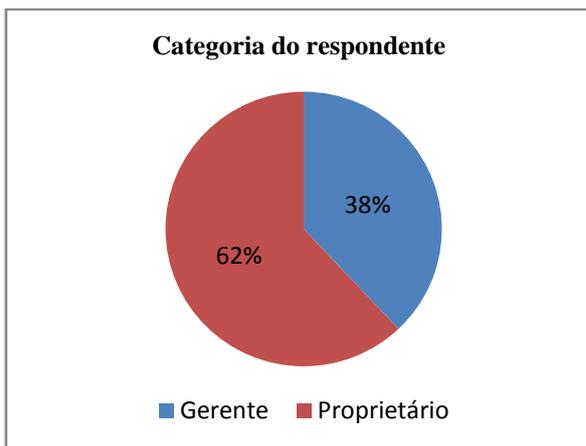


Figura 3. Proporção de respondentes por função

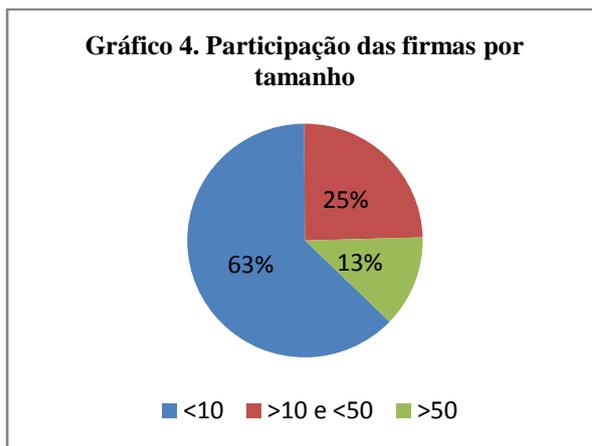


Figura 4. Proporção de firmas por porte

Resultados

Acesso ao crédito bancário

A possibilidade de acesso das firmas ao sistema financeiro e de crédito pode ser considerada alta. Os resultados mostram que 73% das organizações tiveram limites de crédito pré-aprovados nos 12 meses anteriores a este levantamento. Contudo, essa condição não é suficiente para a efetiva contratação. Destas empresas, aproximadamente 25% sofreram algum tipo de restrição financeira quando necessitaram acessar empréstimos e/ou financiamentos.

Os líderes de negócios parecem controlar tanto os itens de tesouraria como as contas circulantes. O fluxo de caixa é institucionalizado por 95% dos gestores. Os investimentos em contas a receber e as fontes espontâneas de financiamento são mantidos atualizados por praticamente todas as firmas (98% delas). Mesmo com esse elevado nível de atualização das obrigações e dos direitos, o grau de descumprimento de contratos mercantis é elevado nas firmas da nossa amostra; ou seja, 87% atrasam, com alguma frequência o pagamentos a fornecedores.

Pecking order na delinquência financeira

Nesta dimensão, explorou-se os possíveis comportamentos ocultos dos executivos no tocante à ordem de prioridades de atraso de pagamentos aos três *clusters* de credores: instituições financeiras, fornecedores e governo. Perguntou-se aos respondentes: “se a sua empresa tivesse que atrasar o pagamento de uma obrigação financeira, quem você deixaria de pagar em 1º, 2º e 3º lugar?”.

As respostas sinalizam que o comportamento dos executivos não é monolítico. Os gestores nessa amostra apresentam um comportamento heterogêneo no que diz respeito às eventuais falta de liquidez. A insuficiência de caixa das firmas para honrar os compromissos com fornecedores, bancos e governo, pode ser, parcial ou total. Nos casos em que há pouca disponibilidade de caixa para quitar as obrigações financeiras e há restrição para acesso ao crédito institucional; o gestor necessita fazer escolhas entre os credores que não receberão, pontualmente, seus créditos. Há um claro *tradeoff* entre a qualidade do crédito do delinquente e os benefícios do uso, não autorizado, do capital de terceiros. Consistentes com os fundamentos da teoria da *pecking order* (Myers & Majluf, 1984) e dos custos de transação, os dados mostram que os dirigentes da amostra têm uma ordem de preferência para

autofinanciarem, realizando apenas uma proporção de pagamento das obrigações totais no vencimento.

Como pode ser visto na Figura 5, 39,38% dos executivos estão propensos a usar, prioritariamente, os recursos financeiros de impostos a recolher e de tributos devidos aos governos como fonte de financiamento não autorizada. Uma explicação para esse comportamento pode ser a morosidade no processo de cobrança das instituições do estado devido às burocracias administrativas, legais e ao menor custo do capital cobrado pelo poder público (multas e taxa de juros de 1% ao mês mais correção monetária), em relação ao valor de penalidade impostas pelos dois outros grupos de credores – bancos e fornecedores.

Em segundo lugar, 45,28% dos dirigentes das firmas preferem atrasar os compromissos com as instituições financeiras, enquanto 34,59% escolheriam o governo e 20,13%, os fornecedores. Na opinião de 52,53% dos executivos das empresas, os fornecedores seriam os últimos a deixar de receber em dia seus créditos. As diferenças percentuais, para cada posição de ordem do credor, são estatisticamente significativas em nível de p-valor < 1%.

Essa ordem de prioridade parece mostrar que, em situações de contingenciamento financeiro parcial do devedor, o relacionamento com fornecedores – e não o custo de transação, em caso de atraso, pode determinar (em parte) a decisão dos dirigentes em selecionar o credor que receberá em dia seu crédito. Outra razão para esse comportamento pode ser explicada sob a perspectiva da reputação do devedor. Entre os três grupos de credores, o governo parece explorar pouco o relacionamento com as firmas – como agentes parceiros, de coleta de impostos e tributos. Em contraste, o contato frequente do comprador com representantes comerciais dos fornecedores ganha importância de destaque com o intuito de garantir a continuidade de abastecimento de produtos, principalmente quando existem poucos fornecedores e quando essa continuidade pode vir a ser interrompida pela falta de pagamento. E ainda há o fato de que os vendedores monitoram os clientes gerando informações para ofertantes de TC.

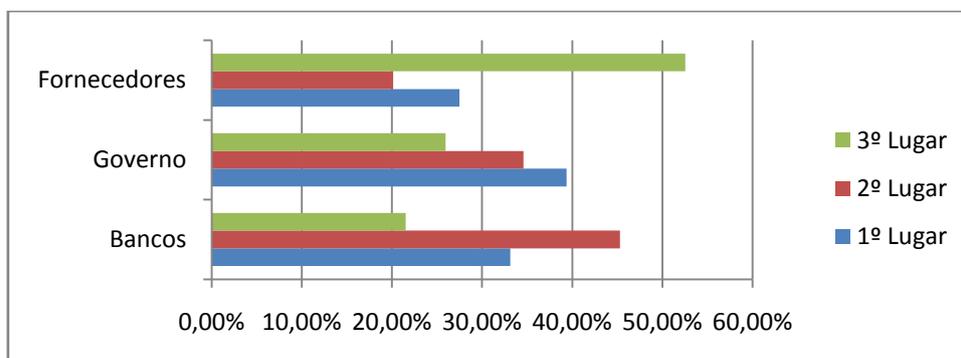


Figura 5. Proporção de prioridades por tipo de credor

Captação de recursos

No passo seguinte, procurou-se obter informações ocultas dos dirigentes quanto à frequência do uso de fontes de capital interno e/ou externo para ter uma noção da estratégia de alavancagem financeira. Para isso, solicitou-se, primeiramente, que os dirigentes opinassem sobre o atraso de pagamentos a fornecedores nas empresas do segmento de atuação de mercado que exploram. Essa foi uma maneira indireta de saber o provável comportamento gerencial do gestor em casos de falta de liquidez. A ideia era de que a pergunta formulada com esse enfoque captaria, indiretamente, a crença do dirigente, de maneira espontânea e análoga à ação que ele estaria propenso a praticar. A Tabela 1 mostra que 87% das empresas, atrasam, com alguma frequência, o pagamento a fornecedores. Essa evidência é consistente com

resultados encontrados por Howorth e Wilson (1999) em MPEs britânicas, e por Carvalho e Schiozer (2012) em MPEs brasileiras. A alta frequência de atrasos nos pagamentos a fornecedores verificada nessa amostra sinaliza que, mesmo com a elevada proporção de firmas com controle de fluxo de caixa e das contas a pagar e a receber, esses mecanismos administrativos, por si só, não são suficientes para garantir a liquidez.

Nesse contexto, é relevante conhecer a frequência de contratação das distintas fontes de recursos de terceiros (bancos, sócios ou pessoas físicas) por esses dirigentes. O nível de utilização de uma certa fonte de empréstimo, nesse estudo, foi medido pela frequência de contratação das diferentes fontes tradicionais de capital. A Tabela 1 as expõe o panorama de contratação de acordo com o uso de fontes de capital por rótulo (variando de 1, nunca usou, a 5, relativo a uso muito frequente). Os empréstimos para capital de giro são as fontes de capital de uso mais rotineiro. Os resultados apontam que 88% dos dirigentes usam essa fonte de recursos com alguma frequência e 78% deles declararam tomar recursos dos sócios em situações de falta de liquidez temporária. A captação de recursos de pessoas físicas é a fonte com menor frequência de uso. Para 55% dos executivos, esse capital é uma possibilidade a ser usada para honrar o pagamento das obrigações da empresa. A dimensão **atraso de pagamento a fornecedores** registra, na nossa amostra, uma frequência de 87% entre os respondentes. A magnitude deste evento dá uma noção das consequências econômicas e financeiras sobre os parceiros na mesma cadeia de valor.

Tabela 1

Frequência de práticas de gestão

Práticas de gestão financeira	1	2	3	4	5
a) atrasam o pagamento a fornecedores?	12,74%	47,13%	22,93%	13,38%	3,82%
b) tomam recursos emprestados em instituições financeiras para capital de giro?	12,10%	27,39%	32,48%	22,29%	5,73%
c) tomam recursos emprestados do(s) sócio(s)?	21,79%	39,74%	19,23%	16,03%	3,21%
d) tomam recursos emprestados de terceiros (pessoa física)	45,22%	37,58%	12,10%	2,55%	2,55%

Nota. 1. Esta Tabela exhibe as frequências de uso de fontes de fundos e de atraso pelas firmas da amostra. **2.** Os numerais significam: 1. Nunca; 2. Algumas vezes; 3. Às vezes; 4. Frequentemente; 5. Muito frequentemente

Linhas específicas de créditos institucionais

Em outro bloco do questionário, foi solicitado aos executivos que informassem sobre suas práticas de contratação de linhas específicas de crédito bancário, via firma, nos últimos 12 meses. Esse bloco de itens foi elaborado como uma medida *proxy* na tentativa de capturar rotinas observáveis das decisões de financiamento. As linhas de créditos institucionais podem ser de curto, médio e longo prazo. Nas de curto prazo, existem a conta garantida, o cheque especial, os empréstimos para capital de giro e, nas linhas de longo prazo, os financiamentos para ativos fixos. O uso emergencial de linhas de crédito em nome dos sócios é uma possibilidade de captação de recursos financeiros quando as outras não estão mais disponíveis.

Os dados revelam que os respondentes têm comportamentos distintos quanto ao uso destas linhas de crédito. A frequência média de usos dessas fontes de recursos é baixa (a maior marca 1,8 contra 1,2 para a menor, numa escala de 5 pontos). Esse indicador pode sugerir que os dirigentes resistem em tomar recursos de bancos, apesar de 73% das firmas terem tido limites de créditos pré-aprovados e de 84% delas não terem pedido de contratação de operações de empréstimos negadas. Uma explicação para esse comportamento pode ser o alto custo de transação no mercado financeiro no Brasil e/ou de exigências de colateral na contratação de empréstimos. Tal operação para capital de giro, com prazo de até 180 dias, é a

linha de crédito preferencial dos respondentes, e é contratada com alguma frequência por até 60% dos dirigentes. Em contraste, somente 43% dos gestores disseram usar recursos dentro do limite das contas garantidas, enquanto que o cheque especial é apontado por 55% deles como tendo sido utilizado pelas firmas nos últimos 12 meses. A utilização continuada do limite do cheque especial é uma das *proxies* usada pelos bancos, para avaliar a qualidade da gestão financeira da empresa. A Tabela 2 resume as proporções de respostas por pontuação e rótulo.

Tabela 2
Frequência de contratação de linhas de crédito

Linhas de crédito	1	2	3	4	5
a) cheque especial pessoa jurídica	44,59%	33,76%	8,28%	9,55%	3,82%
b) conta garantida	57,05%	19,23%	9,62%	8,97%	5,13%
c) empréstimo de curto prazo(até 180 dias) para capital de giro	39,24%	22,78%	20,89%	13,29%	3,80%
d) outras linhas de crédito, inclusive crédito pessoal	52,23%	24,20%	14,65%	5,10%	3,82%
e) financiamento de longo prazo para investimentos fixos	50,63%	25,32%	13,92%	7,59%	2,53%

Nota. Esta Tabela mostra a frequência de uso de linhas específicas de fundos de curto prazo. 2. Os numerais significam: 1. Nunca; 2. Algumas vezes; 3. Às vezes; 4. Frequentemente; 5. Muito frequentemente.

Motivos para a falta de pontualidade

Nesse bloco de perguntas procurou-se compreender as razões, na crença dos dirigentes, que podem levar as firmas do setor econômico em que atuam a atrasar os pagamentos a fornecedores. Os resultados são heterogêneos e podem ser úteis, pois revelam as dimensões conceituais que determinam a decisão desse tipo de delinquência financeira. A Tabela 3 lista as frequências de respostas aos motivos deste tipo de ação.

Tabela 3

Motivos para delinquir

Motivos para delinquir	1	2	3
a. falta dinheiro em caixa pois os clientes não pagaram em dia suas dívidas	63,52%	32,70%	3,77%
b. as vendas à vista ficaram aquém do previsto	62,89%	33,33%	3,77%
c. a taxa de juros para antecipação de crédito da(s) administradora(s) de cartão(ões) de crédito é alta	59,49%	32,91%	7,59%
d. a empresa obteve aprovação de empréstimos de capital de giro nos bancos, mas a taxa de juros é alta	53,16%	38,61%	8,23%
e. a empresa sabe, detalhadamente, quão flexível, camarada e tolerante é a prática de cobrança do fornecedor	48,73%	36,71%	14,56%
f. a empresa tem dificuldade de obter empréstimos de capital de giro nos bancos	30,82%	54,72%	14,47%
g. as condições de pagamento do bloqueto são diferentes do combinado com o vendedor	29,94%	63,06%	7,01%
h. a(s) especificação(ões) do(s) produto(s) entregue(s) não corresponde(m) ao prometido pelo vendedor	27,56%	67,31%	5,13%
i. a empresa tem dificuldade de descontar duplicatas e cheques pré-datados em bancos	25,32%	61,39%	13,29%
j. a empresa tem dificuldade de descontar duplicatas e cheques pré-datados em <i>factorings</i>	20,89%	53,16%	25,95%

Nota. 1.Sim; 2. Não; 3. Não sei

A maioria dos respondentes acredita que os aspectos de falta de liquidez, de demanda de mercado e de custos de transação no mercado de crédito são fatores relevantes da prática do risco moral. De acordo os respondentes, o déficit de caixa é o principal motivo (com percentual de 63,52%) para que a firma não pague seus fornecedores pontualmente, pois os clientes que receberam crédito direto das firmas também não pagaram suas dívidas. Esse resultado sugere que há um mecanismo de transmissão de falta de liquidez entre agentes econômicos, podendo acarretar um efeito dominó na cadeia produtiva em que atuam.

O segundo principal motivo de atraso das obrigações é o comportamento de compra do consumidor. A Tabela 3 mostra que 62,89% dos respondentes acreditam que as firmas atrasam os pagamentos a fornecedores quando a proporção de vendas à vista em relação ao total das vendas fica aquém do previsto. Nessa situação, haverá falta de caixa se a firma não tiver reservas bancárias ou outra fonte externa de capital. Quando se combina essa evidência com o nível de acesso das firmas ao mercado de crédito institucional, pode-se ver, pela Tabela 3, que 31% dos respondentes afirmaram poder esse fator levar as firmas ao atraso das contas a pagar.

As respostas dos líderes empresariais revelam que o custo do capital financeiro no mercado de crédito é um direcionador da decisão de a firma não cumprir suas obrigações junto aos fornecedores. A Tabela 3 aponta que, respectivamente, 59,49% e 53,16% dos respondentes atribuem a delinquência das firmas às elevadas taxas de juros cobradas por administradoras de cartão de crédito na antecipação de recebíveis e por bancos nas operações de empréstimos para capital de giro. Esses resultados são consistentes com a teoria de restrição de acesso ao crédito de Jaffee e Russel (1976). Conforme ensinam esses autores, uma das dimensões da restrição de crédito imposta pelo sistema de crédito bancário é o aumento das taxas de juros da operação e a outra é a limitação do acesso ao crédito da operação de empréstimos. Mais de 50% dos respondentes consideram o alto custo do capital como um dos fatores que os impedem de acessar o crédito bancário para pagar os fornecedores. No entanto, 54,72% dos respondentes não consideram que a dificuldade para acessar o crédito institucional seja o principal motivo para delinquir. Esta proporção é coerente com as respostas sobre o limite de crédito pré-aprovado pelos bancos – 72,96% das firmas tiveram crédito aprovados nos últimos 12 meses.

De acordo com Howorth e Reber (2003), conhecer as práticas de cobrança do credor pode ser um fator decisivo para selecionar o fornecedor quanto à falta de pontualidade. Fatores como a flexibilidade em negociações financeiras, a tolerância ao atraso e o relacionamento entre funcionários da empresa em atraso com os da empresa credora são aspectos organizacionais considerados por 48,73% dos gestores. Em outros termos, se funcionários de contas a pagar da empresa devedora de CC sabem de antemão, por exemplo, que a firma credora pode liberar os custos das penalidades, renegociar prazos e/ou não tem uma política formal de cobrança, o devedor pode, em caso de falta de caixa, deixar de pagar esse fornecedor de modo prioritário na data de vencimento da obrigação.

Menos de 30% dos gestores concordam que os motivos inerentes às divergências de informações no bloqueto bancário, aos aspectos de especificações do produto e de dificuldades para descontar duplicatas em bancos e *factorings* podem justificar o ato de delinquência, os quais podem ser considerados como secundários. Nesse contexto, a assimetria de informações sobre produtos e negociações parecem não explicar o atraso de pagamento a fornecedores. Além disso, há uma baixa concordância na possibilidade de que as dificuldades para operar no mercado de crédito institucional (percentual de 25,32%) e de *factorings* (percentual de 20,89%) expliquem o ato de quebrar os termos do contrato mercantil de TC.

Seleção reversa de fornecedores

A questão 07 explora a influência dos possíveis traços ocultos dos gestores na escolha do fornecedor que não receberá pontualmente seus créditos. Ou seja, o devedor de TC's poderá ter que efetivar o risco moral e, nessa circunstância, fará uma seleção reversa entre os credores de TC's. Os aspectos inerentes ao risco moral em contratos mercantis foram selecionados com base na literatura de finanças corporativas e compuseram a escala cinco pontos para medir o nível de importância de cada um, e estão resumidos em 13 dimensões na Tabela 4.

A Tabela 4 mostra, que a maioria dos respondentes (79,75%) acredita que a dimensão de maior importância é a anotação de que um bloqueto do fornecedor está registrada na carteira de cobrança bancária. Para os gestores, a identificação dessa característica e do conjunto de instruções para a cobrança de penalidades (multa, juros de mora e/ou comissão de permanência por dia e outras) e a eventual indicação de apontamento do título ao cartório de protesto, indicada por 54,43% dos gestores, atuam como componentes de pressão de cobrança e de reputação sobre o devedor. Esses elementos do *moral hazard* parecem justificar a preocupação das firmas ao elegerem essa dimensão como a de maior importância. No entanto, há uma nítida assimetria de informações dos executivos sobre esses aspectos, pois a legislação atual proíbe o apontamento do devedor, pelo banco, direto ao cartório, sem que se cumpra o processo legal de cobrança.

O segundo e o terceiro fator de maior nível de importância trata dos aspectos de relacionamento e de reputação. Os resultados da Tabela 4 evidenciam que 68,98% e 66,24% dos respondentes creem que a reputação da firma não será prejudicada caso tenham que atrasar os pagamentos, pois se considera um dos maiores clientes do fornecedor. Uma explicação desse comportamento pode ser a de que há uma trajetória histórica já conhecida e estabelecida, a qual possibilita construir uma dependência comercial mútua de longo prazo; ainda, a eventual ruptura no fornecimento poderia provocar perdas para ambos.

A confiança na continuidade do abastecimento de produtos foi reconhecida por 64,55% dos respondentes como fator importante na escolha do fornecedor que receberá o CC mais tarde, enquanto que 60,25% dos dirigentes acreditam ser importante o fato de que o credor demonstra flexibilidade nas negociações em caso de reescalonamento de prazos de saldos em atraso.

O *tradeoff* entre as taxas dos custos das penalidades por atraso e dos empréstimos de capital de giro foi indicado por 56,96% dos respondentes como importante fator na escolha do credor que sofrerá atraso na carteira de recebíveis, enquanto que 27,22% deles se manifestaram indiferentes nessa dimensão. Ou seja, existem outros aspectos mais importantes que os custos de transação do capital financeiro e mercantil. Uma explicação pode estar no baixo nível de conhecimento e de treinamento financeiro dos gestores; ou ainda, diante da contingência de acesso a fontes de capital, a firma devedora considera outras variáveis na decisão de não pagar, pontualmente, o credor. Em complemento, as características do produto, de poder de mercado do fornecedor e de frequência de compras foram apontadas pelos respondentes como de menor nível de importância ou de indiferença.

Tabela 4

Nível de importância dos fatores que orientam a escolha reversa de fornecedores de TC

Fatores	1	2	3	4	5
a) o bloqueto bancário está na carteira de "cobrança registrada"	49,37%	30,38%	12,66%	5,70%	1,90%
b) o fornecedor é um atacado distribuidor e há muitas alternativas para substituí-lo	21,02%	31,85%	22,29%	18,47%	6,37%
c) o bloqueto bancário está em cobrança simples ou	20,89%	34,81%	32,28%	8,86%	3,16%

cobrança em carteira					
d) a frequência de compras do fornecedor é baixa (menos de 1 compra por trimestre)	14,56%	33,54%	24,05%	18,99%	8,86%
e) o produto do fornecedor tem baixo valor agregado	13,29%	33,54%	28,48%	18,35%	6,33%
f) a taxa da soma do valor da multa e de juros de mora é inferior a taxa de juros para empréstimos de capital de giro e ou cheque especial	34,81%	22,15%	27,22%	12,66%	3,16%
g) a proporção de compras do fornecedor é baixa	17,09%	29,11%	26,58%	19,62%	7,59%
h) o relacionamento com o fornecedor é privilegiado e sei que a reputação não será prejudicada	39,87%	29,11%	18,99%	8,23%	3,80%
i) já se sabe que o fornecedor é flexível na cobrança e permite renegociar a dívida, quando necessário	39,87%	20,25%	15,82%	18,99%	5,06%
j) sabe-se que o fornecedor não interromperá, imediatamente, o fornecimento de produtos ou mercadorias	37,97%	26,58%	13,29%	12,03%	10,13%
k) sei que a minha empresa é um dos maiores clientes do fornecedor	42,04%	24,20%	16,56%	12,74%	4,46%
l) não há indicação no bloqueto para protestar o título	24,68%	29,75%	24,68%	15,19%	5,70%
m) o fornecedor não é uma indústria especializada e há muitas alternativas para comprar de outros	13,29%	31,65%	24,68%	21,52%	8,86%

Nota. A Tabela expõe os fatores que podem importar na seleção reversa de fornecedores de TC's. 2. Os numerais significam: 1. Muito importante; 2. Importante; 3. Indiferente; 4. Pouco importante; 5. Não é importante.

Custos de penalidades

A extensão unilateral de débitos de transações comerciais tem impacto social e econômico negativo importante nas empresas de micro e pequeno porte que realizam vendas a prazo. Estas firmas sofrem mais devido à fragilidade financeira e ao pouco poder de mercado que exercem. Nessas circunstâncias, podem se tornar insolventes e serem obrigadas a desempregar.

O atraso de pagamentos em transações comerciais não é um fenômeno novo no mundo dos negócios. Para se ter uma ideia da sua relevância nas economias, o parlamento europeu dedicou atenção especial ao tema e aprovou diretivas legislativas específicas (2000/35/EC) para combater tais práticas e disciplinar o direito do credor de receber compensação financeira quando ocorrer ruptura de contratos em transações comerciais. Ou seja, ao reconhecerem que agentes se comportam de maneira oportunista em relação ao credor, regula-se um ônus monetário em razão da ruptura dos termos iniciais do contrato da transação comercial. Esse custo de agência de atraso de TC é um mecanismo para disciplinar o comportamento do devedor ao impor penalidades financeiras como cobrança de multa, de juros de mora e de despesas com a cobrança do crédito. Por exemplo, as empresas que operam na zona do Euro têm o direito de cobrar juros de mora tomando-se como base de cálculo a taxa de juros anual de referência do banco Europeu acrescido de *spread* de 8 pontos percentuais (p.p.). Em contraste, no Brasil tais diretivas não existem e prevalece, assim, a liberdade contratual interfirmas.

Esse estudo traz dados novos e fatos estilizados sobre o custo de penalidades na hipótese de inadimplência por firmas que operam no Brasil. O ônus com multa, juros de mora, despesas com cobrança e, eventualmente, correção monetária são variáveis determinantes do custo efetivo total no prazo além do vencimento. Nossa base de dados com 462 fornecedores registrou apenas as informações de multa e de juros de mora. O valor modal de multas é de 2%. Esse percentual incide sobre o valor nominal dos títulos, independe do prazo ampliado e não forma a base de cálculo dos juros de mora. Os juros de mora foram informados como encargos (em R\$) por dia de atraso, como uma taxa de juros mensal ou como a taxa de rendimento de aplicação financeira de curto prazo da instituição financeira e são mensurados

sobre o valor nominal do boleto. A taxa do custo efetivo total (CET) com multa e juros de mora é de 8,70% ao mês (a taxa equivalente composta é de 172% ao ano).

Na pesquisa, buscou-se compreender mais profundamente se havia alguma associação economicamente significativa entre os motivos que podem levar as firmas a inadimplir com a taxa com despesas de penalidades. Para isso criou-se uma nova variável (taxa do Custo Efetivo Total – CET em % ao mês) a partir dos dados de boletos bancários das firmas. O custo efetivo total (CET) mensura a razão do total das despesas financeiras com juros de mora e multa sobre o valor da obrigação no vencimento. Os boletos bancários de 462 fornecedores foram selecionados aleatoriamente pelos participantes desse estudo. Pediram-se dados de penalidades financeiras (multa e juros de mora) exigidas pelo credor. O CET é taxa média mensal (%) calculada como a razão entre a soma de juros e multa e o valor nominal do boleto. A taxa foi transformada em uma variável dicotômica (0, inferior à mediana; 1, superior à mediana) para medir a associação (qui-quadrado) entre a taxa do CET e as respostas quanto ao grau de concordância de cada motivo do atraso de pagamento – 0 para “Não”, 1 para “Sim” e 2 para “Não sei”. As evidências mostram divergências maiores entre especificação do produto entregue e o prometido por vendedores e taxas elevadas de juros de empréstimos estão associadas, em nível de significância de 5%, com maiores taxas do CET.

Considerações finais

A literatura econômica reporta que há *gaps* importantes entre os modelos teóricos idealizados nas pesquisas e os resultados empíricos do mundo real. Este levantamento, fundamentado na economia de transações, informações incompletas, *moral hazard* e seleção adversa preenche a lacuna inerente às micro ações de gestores e descreve as suas intenções ocultas na decisão de quebra de contrato mercantil com fornecedores. As evidências sinalizam que o *moral hazard* é um fato real incontestável nas organizações que compuseram o presente *survey*. Nesse caso, os dirigentes podem ter que fazer a **seleção reversa** – “fogo amigo” - dos parceiros comerciais que não receberão o TC no vencimento. A frequência desses atrasos é de 87% nas firmas da amostra e, nesse caso, o credor pune o devedor pela falta de adimplemento.

Os resultados sugerem que no ato de delinquir há uma ordem de preferência, análoga a uma *pecking order* entre credores de natureza distintas. As firmas primeiro, atrasam impostos, depois bancos e por último fornecedores. A falta de liquidez, os altos de transação junto a bancos e administradoras de cartão de crédito, bem como o estilo de política de cobrança do fornecedor são os motivos mais influentes do atraso de pagamento do TC.

O impacto negativo sobre a reputação empresarial, o risco de crédito e o relacionamento com o fornecedor parecem direcionar a seleção reversa de credores. Os resultados revelam que 80% dos dirigentes pesquisados consideram importante saber se o título de dívida está na carteira de cobrança registrada ou não do banco. A taxa do ônus financeiro com penalidades (multa e juros de mora) cobrado por 462 fornecedores é de 8,70% ao mês e pode ser considerada elevadíssima quando confrontada com taxas praticadas em economias desenvolvidas.

Em linha com a corrente de estudos de micro ações gerenciais, pesquisas futuras podem explorar os fatores determinantes dos componentes de penalidades financeiras na quebra de contratos e buscar explicações para a prática de elevadas taxas efetivas.

Referências

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

- Carvalho, C. J.; Schiozer, R. F. (2012). Gestão de capital de giro: um estudo comparativo entre práticas de empresas brasileiras e britânicas. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(4), 518-543.
- Cuñat, V. (2007). Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers. *The Review of Financial Studies*, 20(2), 491-527.
- Demirgüç-Kunt, A.; Maksimovic, V. (2002). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of financial economics*, 54 (3), 295-336.
- Fisman, R.; Love, I. (2003). Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. *The Journal of Finance*, 58(1), 353-374.
- Jaffee, D. M.; Russell T. (1976). Information, Uncertainty, and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 651-666.
- García-Teruel, P. J.; Martínez-Solano, P. M. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3 (2), 164-177.
- Graham, J. R.; Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Graham, J. R.; Harvey, C. R.; Puri, M. (2015). Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *Journal of Financial Economics*, 115, 449-470.
- Howorth, C. A.; Westhead, P. (2003). The focus of working capital management in UK small companies. *Management Accounting Research*, 14, 94-111.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.C. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Howorth, C.; Reber (2003). Habitual late payment of trade credit: an empirical examination of UK small companies. *Managerial and Decision Economics*, 24 (6/7), 471-482.
- Howorth, C.; Westhead, P. (2003). The focus of working capital management in UK small firms. *Management Accounting Research*, 14 (2), 94-111.
- Howorth, C.; Wilson, N. (1999). Late payment and the small firm. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 5 (4), 307-315.
- Myers, S. C.; Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Peel, M. J.; Wilson, N.; Howorth, C. (2000). Late payment and credit management in the small firms sector: some empirical evidence. *International Small Business Journal*, 18(2), 17-37.
- Petersen, M. A.; Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.
- Rothschild, M.; Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629-649.
- Weston, J. F.; Brigham, E. P. (2000). *Fundamentos de Administração Financeira*. (10a ed.). São Paulo: Makron Books.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.