Revista Ibero-Americana de Humanidades, Ciências e Educação — REASE

OPEN ACCESS

doi.org/10.51891/rease.v12i11.31760

O DILEMA ESTRATÉGICO DA LIQUIDEZ VERSUS RENTABILIDADE: UM MODELO CONCEITUAL INTEGRATIVO DA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO E RESILIÊNCIA FINANCEIRA CORPORATIVA EM MERCADOS EMERGENTES

THE STRATEGIC DILEMMA OF LIQUIDITY VERSUS PROFITABILITY: AN INTEGRATIVE CONCEPTUAL MODEL OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND CORPORATE FINANCIAL RESILIENCE IN EMERGING MARKETS

George Hudson Machado Araujo[1]
Thiago Freitas Martins[2]
Bruno Marcelo de Jesus Martins[3]
Marcos André Barros Pereira[4]
Jhonatan Costa de Almeida[5]

RESUMO: A gestão do capital de giro, tradicionalmente tratada como atividade operacional, participa das decisões estratégicas de liquidez, financiamento e continuidade empresarial, sobretudo em contextos de restrições creditícias e volatilidade macroeconômica. O estudo objetiva propor um Modelo Conceitual Integrativo de Gestão do Capital de Giro (MC-GCG), articulando o equilíbrio entre liquidez e rentabilidade às condições de financiamento, à evolução dos controles gerenciais, ao ciclo de vida das organizações e à governança de riscos. Adota-se abordagem qualitativa e revisão integrativa de caráter crítico-conceitual, fundamentada em literatura clássica e estudos empíricos identificáveis. A análise discute indicadores do Modelo Fleuriet, ciclo de conversão de caixa, heterogeneidade da dívida e evidências brasileiras recentes, distinguindo resultados empíricos publicados das proposições formuladas pelos autores. Como contribuição, apresenta cinco proposições teóricas passíveis de teste e uma matriz de orientação gerencial que associa posições de tesouraria e tendências da necessidade de capital de giro. Conclui-se que não há solução universal para o conflito entre liquidez e rentabilidade: as escolhas dependem das condições operacionais, financeiras e institucionais, e a validação empírica do modelo permanece como agenda de pesquisa.

Palavras-chave: Capital de giro. Liquidez corporativa. Estrutura de dívida. Resiliência financeira. Governança de riscos.

[1] Mestrando em Administração pela MUST University. Especialista em Docência para o Ensino Superior pela Faculdade SEAMA. Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Estácio de Sá (UNESA). Professor da Faculdade Estácio do Amapá — Estácio Amapá.
[2] Mestre em Administração pela MUST University. Especialista em Docência para o Ensino Superior pela Faculdade Meta e em Gestão Tributária e Fiscal pela Universidade Estácio de Sá (UNESA). Bacharel em Ciências Contábeis pela UNESA. Professor da Faculdade Estácio do Amapá — Estácio Amapá. E
[3] Mestre em Direito, na área de Direitos Humanos, pelo Centro Universitário FIEO (UNIFIEO). Professor e coordenador do curso de Direito da Faculdade Estácio do Amapá — Estácio Amapá. Advogado.
[4] Mestre em Políticas Públicas e Gestão da Educação Superior pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Professor do curso de Direito da Faculdade Estácio do Amapá — Estácio Amapá. Advogado.
[5] Bacharel em Administração e especialista em Auditoria pelo Centro de Ensino Superior do Amapá. Bacharel em Direito pela FAMA. Especialista em Atividade de Inteligência Policial pela FACULESTE. Professor da Faculdade Estácio do Amapá — Estácio Amapá. Servidor público do Poder Legislativo.

ABSTRACT: Working capital management, traditionally approached as an operational activity, is also central to strategic liquidity, financing and business-continuity decisions, particularly in settings of credit constraints and macroeconomic volatility. This study proposes an Integrative Conceptual Model of Working Capital Management (ICM-WCM), connecting the liquidity–profitability trade-off with financing conditions, the development of management controls, organizational life-cycle stages and risk governance. A qualitative, critical-conceptual integrative review is conducted using identifiable classical and empirical sources. The analysis discusses the Fleuriet framework, cash conversion cycle, debt structure heterogeneity and recent Brazilian evidence, while distinguishing published empirical findings from the authors' own theoretical propositions. The contribution consists of five testable propositions and a managerial decision matrix combining treasury positions and working capital requirement trends. No universal solution to the liquidity–profitability trade-off is assumed: managerial decisions depend on operational, financial and institutional conditions, and direct empirical validation remains a task for future research.

Keywords: Working capital. Corporate liquidity. Debt structure. Financial resilience. Risk governance.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Quadro 1 – Siglas e abreviaturas empregadas no artigo

Sigla	Forma desenvolvida ou significado
AF	Ativo financeiro
BBR	Brazilian Business Review
CCC	Ciclo de conversão de caixa (cash conversion cycle)
CCL	Capital circulante líquido
ERM	Gerenciamento de riscos corporativos (enterprise risk management)
ESG	Aspectos ambientais, sociais e de governança (environmental, social and governance)
GMM	Método dos momentos generalizados (generalized method of moments)
MC-GCG	Modelo Conceitual Integrativo de Gestão do Capital de Giro
MCS	Sistemas de controle gerencial (management control systems)
MPE	Micro e pequena empresa
NCG	Necessidade de capital de giro
PF	Passivo financeiro
POT	Teoria da hierarquia das fontes de financiamento (pecking order theory)
PRISMA	Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses
RBV	Visão baseada em recursos (resource-based view)
ROA	Retorno sobre o ativo (return on assets)
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido (return on equity)
ST	Saldo de tesouraria
TOT	Teoria do equilíbrio entre custos e benefícios (trade-off theory)
VPL	Valor presente líquido
VRIO	Valor, raridade, imitabilidade imperfeita e organização
WACC	Custo médio ponderado de capital (weighted average cost of capital)
WCM	Gestão do capital de giro (working capital management)

Sigla	Forma desenvolvida ou significado
WCR	Necessidade de capital de giro (working capital requirement)

Fonte: elaborado pelos autores (2026); terminologia uniformizada ao longo do texto.

1 INTRODUÇÃO

1.1 O paradoxo da liquidez e rentabilidade nas decisões de curto prazo

A teoria financeira corporativa tradicional estruturou-se historicamente sobre a premissa de que a geração de valor sustentável decorre prioritariamente das decisões de investimento em ativos não circulantes e das escolhas de estrutura de capital de longo prazo. Sob essa ótica conceitual, a administração dos ativos e passivos circulantes comumente designada como gestão do capital de giro (Working Capital Management - WCM) foi por décadas relegada a um papel secundário no ambiente acadêmico e corporativo, associada à mera execução de rotinas operacionais burocráticas e à manutenção do fluxo diário de caixa.

No entanto, a prática empresarial contemporânea e o avanço da pesquisa empírica vêm demonstrando que essa dicotomia rígida entre decisões operacionais de curto prazo e decisões estratégicas de longo prazo é conceitualmente limitada e potencialmente danosa à sobrevivência e ao crescimento das firmas. A condução da liquidez imediata, a gestão de contas a receber, a administração de estoques e a negociação de prazos com fornecedores constituem o verdadeiro motor operacional que viabiliza a implementação de qualquer estratégia de longo prazo. Sem um fluxo de caixa equilibrado e uma estrutura de liquidez resiliente, mesmo as estratégias de expansão mais arrojadas desmoronam perante a primeira oscilação adversa do mercado.

O núcleo analítico e o desafio permanente da gestão do capital de giro residem no trade-off fundamental entre liquidez e rentabilidade. A liquidez corporativa representa a capacidade da empresa de honrar suas obrigações financeiras de curto prazo à medida que vencem, evitando episódios de distress financeiro, mora, inadimplência e falência. Para assegurar elevados níveis de liquidez, as corporações tendem a adotar políticas conservadoras de capital de giro, caracterizadas pela manutenção de expressivos saldos de caixa, aplicações financeiras de liquidez imediata e estoques de segurança dimensionados para absorver flutuações imprevisíveis de demanda e choques na cadeia de suprimentos.

Embora essa abordagem conservadora minimize drasticamente o risco de insolvência e garanta a continuidade operacional perante intempéries do mercado, ela impõe custos de oportunidade econômicos severos. O capital imobilizado em ativos circulantes de baixo ou nulo

rendimento reduz a rentabilidade do ativo total (Return on Assets - ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (Return on Equity - ROE). Quando a taxa de retorno desses ativos circulantes é inferior ao custo médio ponderado de capital (WACC) da organização, a empresa incorre em destruição líquida de valor econômico, sacrificando o potencial de remuneração de seus acionistas.

Em contrapartida, políticas agressivas de capital de giro buscam maximizar a rentabilidade operacional mediante a minimização sistemática dos ativos circulantes e o prolongamento do prazo de pagamento a fornecedores. Essa abordagem visa comprimir o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), liberando recursos financeiros para investimentos em ativos imobilizados de maior retorno ou para a amortização de endividamentos onerosos. Todavia, a redução excessiva dos saldos de liquidez e dos estoques operacionais pode reduzir as margens de segurança da empresa, tornando-a vulnerável a interrupções na produção, perda de vendas por falta de estoque, penalidades contratuais e dependência crônica de linhas de crédito bancário de emergência, cujos custos financeiros podem superar os ganhos de eficiência alcançados.

A literatura contemporânea argumenta que a busca pelo nível ótimo de capital de giro representa um processo dinâmico de otimização contínua. As empresas devem identificar o ponto de equilíbrio onde o custo marginal de manter liquidez adicional iguala-se ao benefício marginal de evitar custos de transação e de iliquidez. Essa otimização, contudo, é fortemente influenciada pelas condições do setor de atuação, pelo poder de barganha junto a clientes e fornecedores e, sobretudo, pelas características do ambiente macroeconômico em que a empresa opera. Em amostra de empresas britânicas, Baños-Caballero, García-Teruel e Martínez-Solano (2014) observaram relação não linear entre investimento em capital de giro e desempenho. O resultado reforça a necessidade de tratar o nível ótimo como hipótese dependente das características da firma, e não como índice fixo. [6]

Estudos de desempenho corporativo permitem examinar essa integração em escala operacional. Zeidan e Shapir (2017), por exemplo, analisam o ciclo de conversão de caixa em relação à geração de valor e às mudanças operacionais, reforçando a necessidade de tratar o giro como variável estratégica mensurável. Deloof (2003), em estudo com companhias belgas,

[6] Baños-Caballero, García-Teruel e Martínez-Solano (2014) encontraram, em companhias não financeiras britânicas, associação em formato de U invertido entre investimento em capital de giro e desempenho. Isso sugere um nível intermediário de investimento em circunstâncias observadas, mas não impõe um percentual ótimo universal nem elimina a necessidade de testar custos de restrição de crédito e oportunidades de crescimento. Journal of Business Research, v. 67, n. 3, p. 332-338. DOI: 10.1016/j.jbusres.2013.01.016.

associou prazos de recebimento e estocagem ao desempenho empresarial; os resultados não dispensam controles setoriais nem autorizam generalizações causais irrestritas. [7]

1.2 O contexto macroeconômico de mercados emergentes e a realidade brasileira

Se o dilema entre liquidez e rentabilidade já se mostra complexo em economias desenvolvidas com mercados de capitais maduros, ambiente regulatório estável e acesso fluido ao crédito, ele assume contornos dramáticos e vitais em mercados emergentes, dos quais o Brasil é um exemplar emblemático. Ambientes econômicos emergentes são estruturalmente marcados por recorrentes ciclos de volatilidade macroeconômica, elevadas e oscilantes taxas de juros básicas, assimetria de informação acentuada entre firmas e credores, e mercados de crédito bancário caracterizados por alta concentração e custos elevados. Opler *et al.* (1999) documentaram que oportunidades de crescimento, risco de fluxo de caixa e acesso a mercados de capitais se relacionam às reservas corporativas de caixa; essa evidência foi obtida nos Estados Unidos e não constitui estimativa específica para o Brasil. [8]

Nesses contextos de volatilidade, o acesso a recursos financeiros externos de curto e longo prazo não é garantido e sofre contrações abruptas durante períodos de incerteza política e econômica. Em momentos de retração de crédito (credit crunch), os mercados de capitais fecham-se primariamente para empresas de médio e pequeno porte, enquanto as instituições bancárias elevam as exigências de garantias reais e os spreads de juros, tornando a captação externa inviável ou proibitiva.

No cenário corporativo brasileiro, o fenômeno do encerramento precoce de atividades empresariais afetando precipuamente micro e pequenas empresas (MPEs) e startups nascentes está intimamente associado a deficiências estruturais na gestão do fluxo de caixa e do capital de giro. Frequentemente, empresas com modelos de negócios viáveis, produtos competitivos e margens operacionais positivas entram em insolvência não por falta de demanda ou lucros

[7] Em amostra de 1.009 empresas belgas não financeiras observadas entre 1992 e 1996, Deloof (2003) investigou associações entre prazos operacionais do capital de giro e lucratividade. As correlações não demonstram que reduzir indiscriminadamente prazo a clientes, nível de estoque ou tempo de pagamento a fornecedores produzirá ganhos em qualquer organização; descontos comerciais, contratos e custos operacionais devem ser examinados. Journal of Business Finance & Accounting, v. 30, n. 3-4, p. 573-588. DOI: 10.1111/1468-5957.00008.

[8] Opler *et al.* (1999) examinaram determinantes de disponibilidades monetárias em empresas norte-americanas, destacando oportunidades de investimento, risco de fluxo de caixa e acesso ao mercado de capitais. O estudo demonstra por que a manutenção de reservas pode ser racional mesmo com custos de oportunidade, mas a transposição para mercados emergentes necessita considerar estrutura bancária, volatilidade institucional e composição setorial. Journal of Financial Economics, v. 52, n. 1, p. 3-46. DOI: 10.1016/S0304-405X(99)00003-3.

contábeis, mas por um colapso de liquidez decorrente do desalinhamento entre o ritmo de crescimento do faturamento e a necessidade de financiamento das operações.

Essa desconexão entre crescimento operacional e liquidez financeira é caracterizada na literatura teórica pelo fenômeno do overtrading ou "Efeito Tesoura". Quando uma empresa expande suas vendas aceleradamente sem dispor de capital circulante líquido suficiente ou sem ajustar seus ciclos de recebimento e estocagem, a Necessidade de Capital de Giro (NCG) cresce em progressão superior à geração operacional de caixa. Para suportar essa expansão, a firma consome integralmente seu Saldo de Tesouraria e passa a recorrer massivamente a empréstimos bancários de curto prazo. À medida que as despesas financeiras desses empréstimos se acumulam, a margem de lucro é corroída, culminando na perda de capacidade de pagamento e na falência.[9]

Além disso, a volatilidade da inflação e das taxas de câmbio no Brasil introduz complexidades adicionais na gestão do capital de giro. Flutuações cambiais repentinas afetam diretamente o custo das matérias-primas importadas e o valor dos estoques, exigindo que os gestores financeiros adotem estratégias sofisticadas de hedge e alocação de caixa. A capacidade de antecipar e neutralizar esses choques macroeconômicos por meio de uma gestão proativa do ativo e passivo circulante diferencia as empresas que prosperam das que encerram suas atividades precocemente.

1.3 Lacunas na literatura e a necessidade de integração teórica

A despeito da profusão de pesquisas empíricas internacionais e nacionais examinando a relação linear entre o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) e a rentabilidade das firmas, observa-se uma relevante lacuna na literatura no que tange à integração da gestão do capital de giro com teorias contemporâneas de governança corporativa, governança de riscos (Enterprise Risk Management - ERM), heterogeneidade da dívida e maturidade dos controles gerenciais ao longo do ciclo de vida organizacional.

A maioria dos trabalhos tradicionais aborda o capital de giro sob uma perspectiva meramente contábil e isolada, ignorando que as decisões de liquidez são fortemente

[9] No modelo dinâmico de Fleuriet, o chamado efeito tesoura está associado à deterioração persistente do saldo de tesouraria quando a necessidade de capital de giro cresce mais rapidamente que as fontes estáveis de financiamento. A análise depende da trajetória temporal do capital circulante líquido, da necessidade de capital de giro e da tesouraria, preferencialmente em demonstrações sucessivas. A existência de saldo negativo em um exercício, isoladamente, não autoriza afirmar insolvência iminente: também devem ser considerados o fluxo de caixa projetado, a liquidez de linhas contratadas e o perfil dos vencimentos.

condicionadas pela habilidade dos gestores, pelos sistemas de controle interno, pela capacidade de negociação com credores e fornecedores e pelas políticas de gestão de riscos tributários e operacionais. Não basta constatar empiricamente que um menor ciclo de caixa está associado a maior rentabilidade; é necessário compreender quais condicionantes estruturais e comportamentais permitem à empresa reduzir seu ciclo de caixa sem expor-se ao risco desproporcional de iliquidez.

Torna-se imperativo, portanto, avançar na construção de um arcabouço teórico mais holístico e integrativo. A pesquisa em finanças corporativas precisa explicitar como diferentes fontes de financiamento de curto prazo impactam o custo médio ponderado de capital (WACC), de que forma a maturidade da firma altera a eficácia dos controles formais e informais sobre o caixa, e de que maneira a governança de riscos previne que decisões agressivas de liquidez convertam-se em passivos contingentes catastróficos.

A integração conceitual entre finanças operacionais, contabilidade gerencial e estratégia corporativa é crucial para superar abordagens reducionistas. O capital de giro deve ser analisado não como uma mera métrica financeira isolada, mas como um elemento articulador das capacidades dinâmicas da organização, refletindo sua resiliência e maturidade de governança perante o mercado.

1.4 Problematização e questão de pesquisa

A problematização que orienta esta investigação deriva da constatação de que, na rotina diária das corporações, as decisões que impactam o capital de giro são frequentemente tomadas de forma descentralizada, desalinhada e conflitante entre as diversas áreas funcionais da organização. A equipe comercial busca impulsionar a receita e atingir metas de vendas mediante a flexibilização de prazos de crédito e redução de exigências de garantia, expandindo desmesuradamente a conta de clientes a receber. O setor de compras e produção busca obter economias de escala e descontos por quantidade, acumulando grandes volumes de matérias-primas e produtos acabados em estoque. Simultaneamente, a gestão financeira é demandada a manter o saldo de tesouraria positivo e liquidar passivos operacionais sem dispor do controle integrado sobre as variáveis operacionais que determinam a Necessidade de Capital de Giro (NCG).

Essa ausência de alinhamento estratégico transforma a gestão financeira de curto prazo em um exercício reativo de gestão de crises, no qual a escassez de caixa é continuamente

remediada por captações emergenciais de curto prazo com juros extorsivos, minando a rentabilidade de longo prazo e expondo a firma ao risco permanente de falência.

Diante desse contexto problemático, formula-se a seguinte questão central de pesquisa: De que forma as decisões financeiras de curto prazo e a gestão do capital de giro influenciam a sustentabilidade, a mitigação do risco de liquidez e o desempenho estratégico das empresas em mercados emergentes, e como esses elementos podem ser estruturados em um modelo conceitual integrativo?

1.5 Objetivos da pesquisa

Objetivo Geral: Propor um Modelo Conceitual Integrativo de Gestão do Capital de Giro (MC-GCG) que articule a alocação de recursos de curto prazo com a heterogeneidade da dívida, a maturidade dos controles gerenciais, o ciclo de vida organizacional e a governança de riscos, identificando de que modo a gestão da liquidez atua como instrumento de sobrevivência e vetor de criação de valor sustentável.

Objetivos Específicos:

1. Analisar os fundamentos teóricos e os modelos analíticos da gestão do capital de giro, destacando as dinâmicas entre Necessidade de Capital de Giro (NCG), Saldo de Tesouraria (ST) e Ciclo de Conversão de Caixa (CCC).

2. Investigar o impacto da heterogeneidade da estrutura de dívida de curto prazo e da diversificação de fontes de financiamento sobre o poder de barganha corporativo e o custo médio ponderado de capital (WACC).

3. Examinar a evolução dos sistemas de controle gerencial (formais e informais) ao longo dos estágios do ciclo de vida organizacional e sua influência na resiliência financeira de empresas nascentes e maduras.

4. Avaliar o papel moderador do gerenciamento de riscos corporativos (ERM) e da governança nas decisões de liquidez, retenção de caixa e planejamento tributário.

5. Formular proposições teóricas e uma matriz prática de decisão para executivos financeiros, integrando dimensões operacionais, táticas e estratégicas da gestão de curto prazo.

1.6 Justificativa e estrutura do artigo

A justificativa do estudo envolve três dimensões. No plano teórico, aproxima finanças operacionais, controle gerencial, governança de riscos e estratégia organizacional, oferecendo

uma proposta integrativa sujeita a teste. No plano gerencial, sistematiza indicadores e condições de decisão que poderão subsidiar diagnósticos e pesquisas aplicadas. No plano socioeconômico, reconhece-se que a continuidade de micro e pequenas empresas pode afetar emprego, renda e dinamismo produtivo; eventual efeito causal de práticas de capital de giro sobre tais resultados permanece hipótese de pesquisa.

O artigo está estruturado em cinco seções: a introdução estabelece o problema e os objetivos; a segunda seção reúne fundamentos teóricos e evidências empíricas; a terceira explicita os procedimentos e as limitações de rastreabilidade da revisão integrativa; a quarta apresenta o modelo, suas proposições e a matriz de decisão; e a quinta desenvolve as considerações finais, as limitações e a agenda de pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO DA LITERATURA

2.1 A dinâmica financeira de curto prazo e o modelo Fleuriet

O Modelo Fleuriet, difundido na análise financeira brasileira, propõe uma leitura funcional das contas do balanço patrimonial, distinguindo recursos ligados ao ciclo operacional e posições de tesouraria. Essa perspectiva amplia, sem substituir, os índices tradicionais de liquidez, cuja leitura isolada pode ocultar desequilíbrios de financiamento entre ativos e passivos de naturezas distintas (Fleuriet; Kehdy; Blanc, 2003).

O Modelo Fleuriet reestrutura o Balanço Patrimonial sob uma abordagem funcional, reclassificando os elementos patrimoniais em três grandes blocos de acordo com sua natureza operacional e financeira: (a) Ativo e Passivo Não Circulante (Permanente); (b) Ativo e Passivo Cíclico (Operacional); e (c) Ativo e Passivo Errático (Financeiro ou de Tesouraria).

A partir dessa reclassificação funcional, emergem os dois conceitos fundamentais do modelo: a Necessidade de Capital de Giro (NCG) e o Saldo de Tesouraria (ST). A Necessidade de Capital de Giro (NCG) é definida como a diferença entre o Ativo Cíclico e o Passivo Cíclico (NCG = ACi - PCi). O Ativo Cíclico compreende as aplicações automáticas e contínuas decorrentes do ciclo operacional da empresa, tais como saldos de contas a receber de clientes, estoques de matérias-primas, produtos em elaboração e produtos acabados, e adiantamentos a fornecedores. O Passivo Cíclico abrange as fontes automáticas e espontâneas de financiamento geradas pelas operações diárias, como contas a pagar a fornecedores de bens e serviços, salários e encargos sociais a pagar, e tributos operacionais retidos.

A NCG reflete, portanto, o volume de recursos financeiros que a empresa é estruturalmente obrigada a imobilizar no seu dia a dia para manter o ciclo de produção e vendas funcionando sem interrupções. Trata-se de uma variável dinâmica fortemente condicionada pelo volume de faturamento, pela duração dos prazos médios de estocagem e de concessão de crédito a clientes, e pela capacidade de obtenção de prazos de pagamento junto aos fornecedores.[10]

O Saldo de Tesouraria (ST), por sua vez, é definido como a diferença entre o Ativo Financeiro (caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras de liquidez imediata) e o Passivo Financeiro de curto prazo (empréstimos e financiamentos bancários de curto prazo, duplicatas descontadas e dívidas operacionais vencidas) (ST = AF - PF). O Saldo de Tesouraria expressa a margem de manobra financeira absoluta da empresa, indicando se a firma possui recursos de caixa disponíveis ou se está dependente de financiamentos bancários de curto prazo para fechar sua conta de caixa.

A equação estrutural do Modelo Fleuriet estabelece que o Saldo de Tesouraria é exatamente igual à diferença entre o Capital Circulante Líquido (CCL = Passivo Não Circulante + Patrimônio Líquido - Ativo Não Circulante) e a Necessidade de Capital de Giro (ST = CCL - NCG). Essa identidade matemática revela que a saúde financeira da empresa depende do perfeito equilíbrio entre o financiamento de longo prazo (CCL) e a demanda financeira gerada pelas operações (NCG).

O Modelo Fleuriet permite descrever diferentes configurações financeiras, por meio dos sinais relativos do capital circulante líquido (CCL), da necessidade de capital de giro (NCG) e do saldo de tesouraria (ST). Entre as configurações analiticamente relevantes encontram-se: (a) CCL, NCG e ST positivos, quando recursos estruturais cobrem a demanda operacional; (b) CCL e NCG positivos, mas ST negativo, indicando possível dependência de recursos financeiros de curto prazo; e (c) CCL negativo, NCG positivo e ST negativo, situação de maior pressão financeira. Tais perfis não substituem análises de fluxo de caixa, prazos de dívida e solvência.

[10] A necessidade de capital de giro deve ser estimada a partir de contas classificadas por sua função econômica e não somente por sua posição no balanço. Ativo operacional cíclico e passivo operacional cíclico abrangem direitos e obrigações recorrentes do ciclo de negócios. Ativos financeiros e passivos financeiros compõem, conforme a classificação adotada, a tesouraria. Assim, NCG = ativo cíclico – passivo cíclico e ST = capital circulante líquido – NCG. A classificação deverá ser consistente entre períodos para permitir comparação, conforme a lógica do modelo Fleuriet (Fleuriet; Kehdy; Blanc, 2003).

A aplicação prática do modelo Fleuriet permite identificar com precisão a origem das pressões de caixa. Quando uma empresa enfrenta restrições de liquidez, a solução nem sempre exige captações externas de recursos; muitas vezes, a intervenção correta consiste na otimização do ciclo operacional, reduzindo prazos de estocagem e cobrança ou renegociando condições com fornecedores principais.

Quadro 2 – Indicadores operacionais do modelo de análise financeira

Indicador	Expressão / leitura	Cuidados de interpretação
NCG	Ativo cíclico – passivo cíclico	Depende de classificação funcional e do ciclo operacional.
ST	Ativo financeiro – passivo financeiro; ST = CCL – NCG	Tesouraria negativa indica pressão, não insolvência automática.
CCL	Ativo circulante – passivo circulante	Mede folga contábil, não substitui fluxo projetado.
CCC	Prazo médio de estocagem + prazo médio de recebimento – prazo médio de pagamento	Varia conforme setor e poder de negociação.

Fonte: elaboração própria (2026), com base na literatura de dinâmica financeira e gestão do capital de giro.

2.2 Ancoragem nas teorias clássicas de finanças corporativas

A Teoria do Trade-Off (TOT), associada à discussão sobre custos e benefícios da dívida e da liquidez, oferece uma lente analítica para a busca de estruturas financeiras compatíveis com o perfil de risco da empresa. Embora tenha origem nas teorias da estrutura de capital, sua aplicação à gestão do caixa é uma extensão conceitual: benefícios de flexibilidade financeira devem ser contrapostos ao custo de oportunidade da retenção de recursos (Kraus; Litzenberger, 1973).

A Teoria do Trade-Off (TOT), concebida originalmente por Modigliani, Miller, Kraus e Litzenberger para explicar a escolha da estrutura de capital ótimo entre dívida e capital próprio, estende-se perfeitamente para a administração dos saldos de liquidez e do ativo circulante. Sob a ótica da TOT aplicada à retenção de caixa e capital de giro, existe um nível ótimo de liquidez que maximiza o valor da firma. Os gestores ponderam continuamente os benefícios marginais da retenção de caixa (redução dos custos de transação para liquidar obrigações, prevenção dos custos de distress financeiro em momentos de crise, e manutenção de flexibilidade financeira para aproveitar oportunidades de investimento sem recorrer a mercados externos) contra os custos marginais de oportunidade de manter recursos em ativos de baixa rentabilidade.

Segundo a TOT, desvios em relação ao nível ótimo de liquidez reduzem o valor da firma: o déficit de liquidez eleva exponencialmente o risco de falência e os custos de captação de emergência, enquanto o excesso de liquidez induz a ineficiências operacionais, custos de agência (conforme a Teoria do Fluxo de Caixa Livre de Jensen (1986)) e desperdício de capital em projetos de VPL negativo. As empresas eficientes buscam ativamente retornar ao seu ponto ótimo de liquidez sempre que choques exógenos causam desvios temporários.

A Teoria da Hierarquia de Fontes (Pecking Order Theory - POT), formulada por Myers e Majluf (1984), fundamenta-se na existência de assimetria de informação entre os administradores internos da firma e os investidores/credores externos. Devido aos custos de seleção adversa associados à emissão de novos títulos, as empresas não buscam uma estrutura de capital-alvo fixa, mas seguem uma hierarquia de preferência na captação de recursos: (1) Recursos internos gerados pelas operações (lucros retidos e caixa retido); (2) Endividamento de baixo risco (crédito bancário e títulos de dívida); e (3) Emissão de ações ou capital próprio externo, utilizada apenas como último recurso.

A POT fornece uma explicação teórica contundente para a importância estratégica da gestão do capital de giro. Ao otimizar o Ciclo de Conversão de Caixa e reduzir a NCG, a empresa libera recursos de caixa internos que alimentam a base do pecking order. O autofinanciamento gerado pela eficiência do capital de giro reduz a dependência de bancos e mercados de capitais, protegendo a firma contra os custos da assimetria informacional e preservando sua autonomia de decisão em momentos de volatilidade do mercado.

Por fim, a Visão Baseada em Recursos (Resource-Based View - RBV) de Barney (1991) e a teoria das Capacidades Dinâmicas de Teece, Pisano e Shuen (1997) redefinem a gestão do capital de giro como uma competência estratégica central. Sob a RBV, os recursos de caixa e as rotinas financeiras de curto prazo não são insumos homogêneos, mas podem constituir recursos valiosos, raros, difíceis de imitar e organizados institucionalmente (VRIO). A capacidade de orquestrar fluxos de caixa, integrar os processos da cadeia de suprimentos (fornecedores e clientes) e ajustar rapidamente as políticas de crédito e estoque perante mudanças no ambiente competitivo configura uma capacidade dinâmica que assegura vantagem competitiva sustentável e resiliência organizacional.

2.3 Heterogeneidade da estrutura de dívida e custo de capital de terceiros

A análise das decisões de curto prazo exige examinar o financiamento das operações e as condições de captação. A heterogeneidade da estrutura de dívida expressa a diversidade de modalidades, fontes e credores que compõem o passivo oneroso e depende, entre outros fatores, da posição financeira e das características da firma, discutidas na literatura de estrutura de capital (Rajan; Zingales, 1995).

Eça e Albanez (2022), em artigo publicado na Revista Contabilidade & Finanças, examinaram a associação entre diversidade de instrumentos de dívida e custo de capital de terceiros de empresas brasileiras abertas e fechadas no período de 2010 a 2019. O estudo se insere na discussão sobre o poder informacional dos credores e os riscos da dependência concentrada de financiamento. A relação identificada não implica que toda diversificação seja ótima para qualquer empresa ou que produza necessariamente os mesmos efeitos em condições de crédito distintas.

A evidência de Eça e Albanez (2022), obtida com empresas brasileiras, identifica associação negativa entre a heterogeneidade da dívida e o custo de capital de terceiros. É necessário distinguir esse resultado específico de uma redução automaticamente equivalente no custo médio ponderado de capital (WACC), cuja variação também depende da participação relativa das fontes de recursos, da tributação e do custo do capital próprio.[11]

A pluralidade de fontes de financiamento pode ampliar alternativas quando uma modalidade se torna escassa, embora também envolva custos de contratação, garantias, convenants, assimetrias de informação e exigências de monitoramento. Por isso, a decisão sobre diversificação deve ser compatibilizada com o perfil operacional, o custo efetivo total e o calendário de vencimentos.

2.4 Ciclo de vida organizacional e evolução dos sistemas de controle gerencial

A eficácia das práticas de gestão financeira e dos Sistemas de Controle Gerencial (Management Control Systems - MCS) não é estática nem universal, mas varia

[11] A conclusão de Eça e Albanez (2022) incide sobre o custo de capital de terceiros, não diretamente sobre o custo médio ponderado de capital (WACC). Este último depende também da participação das fontes no financiamento, do custo de capital próprio e, quando pertinente, do efeito tributário da dívida. A associação estimada para companhias abertas não permite inferir automaticamente igual benefício para pequenos negócios, nem concluir causalidade sem análise do desenho econométrico. Fonte: Revista Contabilidade & Finanças. DOI: 10.1590/1808-057x20211428.en.

contingentemente de acordo com os estágios do ciclo de vida organizacional. A Teoria do Ciclo de Vida postula que as organizações evoluem ao longo de estágios evolutivos distintos Nascimento/Surgimento, Crescimento, Maturidade, Diversificação e Declínio, enfrentando desafios de liquidez, governança e complexidade operacional específicos em cada fase. [12]

Mattos e Faia (2025), em levantamento com 159 pequenas empresas, identificaram efeitos positivos dos controles formais e informais no desempenho, mais fortes em estágios organizacionais avançados. Os resultados indicam que substituir integralmente controles informais por controles formais pode prejudicar o desempenho. Assim, não se trata de abandonar a informalidade, mas de combinar mecanismos de controle de maneira contingente ao ciclo de vida.

Os resultados de Mattos e Faia (2025) apontam associação positiva entre controles formais e informais e desempenho de pequenas empresas, com maior intensidade em estágios mais avançados do ciclo de vida. A complementaridade observada exige cautela diante de prescrições lineares: formalizar rotinas não implica suprimir relações cooperativas e controles informais. O estudo não mediu diretamente uma política ótima de retenção de caixa.

Meurer e Beuren (2025) investigaram gestores de startups incubadas e verificaram que os controles informais influenciam a resiliência na dependência de papel indiretamente, pela mediação da cooperação; não se observou efeito direto dos controles informais sobre a variável de resiliência examinada. Essa conclusão não autoriza afirmar que tais mecanismos, isoladamente, eliminem riscos de iliquidez, mas permite propor uma conexão teórica entre cooperação e capacidade adaptativa.[13]

A evolução dos controles gerenciais deve acompanhar o ritmo de crescimento do negócio. Iniciar a formalização precocemente pode sufocar a inovação, enquanto adiar excessivamente a implementação de rotinas formais de caixa em empresas maduras gera descontrole operacional e vulnerabilidade financeira.

[12] Os sistemas de controle gerencial podem incluir orçamento, indicadores, processos de autorização, rotinas de prestação de contas e mecanismos informais de coordenação. Sua intensidade não deve ser determinada exclusivamente pela idade da empresa: tamanho, complexidade, governança e ambiente concorrencial também influenciam a escolha. A pesquisa de Mattos e Faia (2025) trata de desempenho de pequenas empresas, ao passo que Meurer e Beuren (2025) examinam resiliência na dependência de papel em startups; as medidas de resultado não são idênticas.

[13] A pesquisa de Meurer e Beuren (2025) trata da resiliência relativa à dependência de papel em startups incubadas. Os resultados indicam um caminho indireto por meio da cooperação, não uma relação direta universal entre controle informal e liquidez financeira. É inadequado equiparar, sem medida adicional, resiliência organizacional, solvência e disponibilidade de caixa: são construtos distintos, embora possam estar relacionados. Ver o artigo na Revista de Administração Contemporânea. DOI: 10.1590/1982-7849rac2025240208.por.

2.5 Mortandade empresarial, gestão de caixa e capacidade gerencial

A relação entre sobrevivência empresarial, crédito e competência gerencial exige cautela causal. Neves, Cruz e Locatelli (2024) utilizaram dados das unidades federativas brasileiras relativos a 2008–2012 e encontraram fatores associados à sobrevivência das micro e pequenas empresas, incluindo escolaridade, ambiente produtivo, emprego, renda, investimentos socioeconômicos e condições de financiamento. O estudo questiona que a falta de crédito explique, isoladamente, a mortalidade empresarial, mas não estima superioridade estatística específica da gestão do fluxo de caixa sobre a oferta bancária.[14]

Por conseguinte, a alfabetização financeira e a organização do fluxo de caixa devem ser tratadas como mecanismos gerenciais relevantes e hipóteses de intervenção, e não como os únicos determinantes comprovados da longevidade empresarial. Indicadores macroeconômicos, condições territoriais, desenho institucional e características setoriais também integram a explicação (Neves; Cruz; Locatelli, 2024).

A evidência de Neves, Cruz e Locatelli (2024) deve ser interpretada em seu desenho de análise com dados estaduais. Escolaridade, fatores de ambiente produtivo, investimentos socioeconômicos e condições financeiras integram o conjunto de associações investigadas. A proposição de que capacitação gerencial e rotinas de caixa favoreçam a sobrevivência empresarial é plausível e útil, porém carece de validação própria quando formulada como relação causal específica.

2.6 Governança de riscos, planejamento tributário e sustentabilidade (ESG)

Costa, Silva e Lunardi (2026) examinaram a relação entre habilidade gerencial, estratégias de elisão/evitação fiscal e gerenciamento de riscos corporativos. A contribuição do estudo é pertinente à discussão do controle de riscos associados a decisões tributárias, sem autorizar a conclusão de que o gerenciamento de riscos neutralize integralmente passivos fiscais ou garanta a solvência de empresas expostas a estratégias agressivas.

[14] Neves, Cruz e Locatelli (2024) trabalharam com dados das unidades federativas e indicadores para o período de 2008 a 2012. A unidade agregada de observação e a estratégia estatística não permitem calcular o efeito causal individual de uma capacitação financeira específica, nem estabelecer que treinamento de caixa prevalece, em qualquer empresa, sobre a restrição de crédito. Esse cuidado previne a chamada falácia ecológica: extrapolar resultados de agregados territoriais diretamente para indivíduos ou firmas. DOI: 10.1590/1678-6971/eRAMC240073.pt.

Nesse contexto, a governança pode qualificar decisões sobre retenção de caixa, tributação e contingências futuras, mediante avaliação de riscos, conformidade normativa e documentação das escolhas gerenciais. A adoção de políticas de sustentabilidade e transparência também oferece um mecanismo informacional relevante: Dalcero *et al.* (2025) identificaram associação entre desempenho ESG e conservadorismo contábil condicional em empresas brasileiras, o que não deve ser convertido automaticamente em prova de menor custo de empréstimos. [15]

O diálogo com os direitos sociais e com as desigualdades territoriais deve ser preservado quando se examinam empresas situadas em mercados emergentes. A pesquisa de Furlan e Pires (2017) sobre comunidades ribeirinhas do Bailique evidencia particularidades de organização socioeconômica e acesso à justiça do trabalho em territórios amazônicos. Trata-se de contribuição contextual sobre instituições e relações de trabalho, não de evidência econométrica sobre rentabilidade ou ciclos financeiros.[16]

O elo entre governança informacional e desempenho empresarial também pode ser examinado a partir de Dalcero *et al.* (2025), que identificaram relação entre desempenho ESG e conservadorismo contábil condicional em empresas brasileiras. Os resultados justificam discutir credibilidade informacional, mas não autorizam afirmar que toda empresa com melhor resultado ESG apresente automaticamente menor spread de crédito ou melhor saldo de tesouraria.

Quadro 3 – Evidências verificadas e limites de inferência

Estudo	Evidência principal	Limite para o MC-GCG
Eça; Albanez (2022)	Heterogeneidade da dívida e menor custo de capital de terceiros.	Não mede, por si, redução necessária do WACC.
Neves; Cruz; Locatelli (2024)	Sobrevivência de MPE associada a fatores financeiros e socioeconômicos.	Não testa diretamente eficiência individual do fluxo de caixa.
Mattos; Faia (2025)	Controles formais e informais relacionados ao desempenho de pequenas empresas.	Desempenho geral não equivale à liquidez.

[15] A expressão inglesa tax avoidance pode corresponder a diferentes práticas de redução de carga tributária, o que exige cautela na tradução para institutos jurídicos brasileiros. Elisão lícita, evasão ilícita, planejamento tributário legítimo e estratégias agressivas de estruturação possuem regimes normativos e exposições a riscos distintos. A gestão de riscos não transforma uma conduta ilícita em lícita, nem elimina consequências tributárias, sancionatórias ou reputacionais; é necessário examinar fatos geradores, substância econômica, documentação e legislação aplicável ao caso.

[16] A inclusão de Furlan e Pires (2017) deve ser interpretada com delimitação de objeto. A pesquisa original examina acesso à justiça trabalhista em comunidades ribeirinhas do Arquipélago do Bailique (Amapá), identificando barreiras territoriais e institucionais. A referência é pertinente à discussão dos condicionantes regionais de organização produtiva e trabalho na Amazônia; não apresenta medição de capital de giro, liquidez empresarial ou custo de capital. Fonte editorial: Revista do Direito do Trabalho e Meio Ambiente do Trabalho. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2525-9857/2017.v3i1.2476.

Estudo	Evidência principal	Limite para o MC-GCG
Meurer; Beuren (2025)	Controles informais afetam resiliência na dependência de papel via cooperação.	Resiliência na dependência de papel não é solvência.
Costa; Silva; Lunardi (2026)	Relação entre capacidade gerencial, práticas tributárias e gestão de riscos.	Não demonstra eliminação de contingências.
Dalcero et al. (2025)	Desempenho ESG associado ao conservadorismo contábil.	Não estabelece causalidade direta sobre spreads.
Moreira; Victor (2025)	Participação orçamentária relaciona-se ao desempenho via mecanismos psicológicos.	Não testa especificamente NCG ou ST.

Fonte: elaboração própria (2026), com base nos artigos editoriais referenciados ao final.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Abordagem metodológica e design da pesquisa

A abordagem é qualitativa, descritivo-analítica e crítico-conceitual, mediante revisão integrativa da literatura sobre finanças corporativas, controle gerencial, estrutura de dívida, governança e resiliência. A pesquisa preserva o esforço de organização temática do manuscrito original, mas não se qualifica, nesta versão, como revisão sistemática integralmente executada e reportada conforme o PRISMA 2020, porque não foram disponibilizados protocolos de busca exportáveis, histórico de deduplicação, registros das exclusões e lista individualizada da amostra declarada.[17]

A revisão integrativa oferece condições para confrontar achados de estudos econométricos, levantamentos organizacionais e construções conceituais, desde que as conclusões sejam proporcionais ao desenho metodológico de cada publicação. O PRISMA 2020 (Page *et al.*, 2021) é utilizado aqui como parâmetro de transparência para uma eventual evolução da pesquisa a revisão sistemática, e não como certificação de etapas sem documentação de execução.

3.2 Protocolo de pesquisa, bases de dados e descritores

A seleção temática considerou o eixo inicial do manuscrito, com publicações clássicas e estudos brasileiros recentes sobre capital de giro, financiamento, controles e gestão de riscos, complementados por pesquisa de verificação bibliográfica em páginas de periódicos e

[17] A revisão integrativa e a revisão sistemática não são qualificações intercambiáveis. O PRISMA 2020 disciplina a transparência do relato de revisões sistemáticas, com informação sobre estratégias completas de busca, bases, triagem, elegibilidade, exclusões e estudos incluídos; não comprova, por si só, que essas etapas foram realizadas. Na ausência de evidências documentais do procedimento, a denominação adequada neste manuscrito é revisão integrativa crítico-conceitual. Diretriz de Page *et al.* (2021), PLOS Medicine. DOI: 10.1371/journal.pmed.1003583.

repositórios acadêmicos. Como não foram fornecidas as exportações originais das buscas nas bases Scopus, Web of Science e SciELO, não se afirma que tenha sido reconstruída exaustivamente a estratégia empregada pelo autor principal no primeiro semestre de 2026.

Os descritores centrais utilizados para a revisão conceitual abrangem “capital de giro”, “working capital management”, “cash conversion cycle”, “working capital requirement”, “debt heterogeneity”, “management controls”, “organizational life cycle”, “risk management”, “firm survival” e “ESG”. As expressões funcionam como mapa de busca e de análise; para reprodutibilidade sistemática, uma pesquisa posterior deverá documentar a sintaxe adaptada a cada base, os campos pesquisados e a data precisa da consulta.

3.3 Critérios de elegibilidade, seleção e filtragem da literatura

As publicações foram examinadas quanto à identificação bibliográfica, aderência temática, possibilidade de acesso ao texto ou resumo em fonte editorial e pertinência de seus resultados para o modelo proposto. Estudos clássicos foram mantidos como fundamentos conceituais, ainda que publicados antes de 2010; publicações recentes serviram à atualização empírica. Não se atribuíram números de elegibilidade ou de exclusão que não pudessem ser reconstruídos por documentação de pesquisa.

A versão recebida informava inicialmente 482 registros identificados. Na ausência de comprovantes das consultas, esta revisão não converte esse valor em resultado auditado; o dado permanece sujeito à apresentação das planilhas, exportações e registros originais de pesquisa pelos autores.[18]

Também constavam 114 exclusões por duplicidade, 368 títulos examinados e 82 textos supostamente elegíveis à leitura integral. Como não foram disponibilizados os respectivos registros individuais, não é metodologicamente possível validar esses números, nem elaborar um fluxograma PRISMA fiel ao procedimento alegado.

A versão inicial declarava 47 exclusões após leitura integral e 35 artigos incluídos. Esses quantitativos não são utilizados como amostra comprovada nesta versão; em eventual

[18] Os números de 482 registros identificados, 114 duplicatas, 368 registros para triagem, 82 textos para exame integral, 47 exclusões e 35 estudos incluídos constavam do documento originário fornecido por Hudson. Não foram disponibilizadas exportações de bases de dados, planilha de referências, critérios de exclusão por registro ou documentos de decisão. Por isso, o presente artigo não converte tais totais em resultados empíricos auditados e não apresenta um fluxograma PRISMA como se houvesse prova do processo.

submissão como revisão sistemática, deverão ser apresentados os motivos de exclusão e as referências completas de cada trabalho analisado.

Para a discussão conceitual, foram verificadas diretamente fontes editoriais para estudos centrais de Eça e Albanez (2022), Neves, Cruz e Locatelli (2024), Mattos e Faia (2025), Meurer e Beuren (2025), Dalcero *et al.* (2025), Moreira e Victor (2025), além de Costa, Silva e Lunardi (2026). A distinção entre evidência publicada, inferência integrativa e proposição própria orienta a redação dos resultados.[19]

3.4 Protocolo de análise de conteúdo categorial

O conteúdo foi distribuído em cinco eixos temáticos, tomando a análise de conteúdo como orientação de leitura e agrupamento conceitual: (1) capital de giro, NCG, ST e ciclo de caixa; (2) heterogeneidade da dívida e custo de capital; (3) controles gerenciais e ciclo de vida; (4) sobrevivência e contextos de restrição de recursos; e (5) governança de riscos, tributação e sustentabilidade. Não se alegam codificação independente, métricas de concordância entre avaliadores ou síntese quantitativa, que não foram documentadas no material disponibilizado.

Quadro 4 – Transparência da estratégia metodológica

Elemento	Situação nesta versão	Exigência para revisão sistemática
Tipo de síntese	Revisão integrativa crítico-conceitual.	Protocolo prospectivo e pergunta estruturada.
Bases e datas	Bases mencionadas na versão original; consultas não exportadas.	Strings e datas por base, arquivos de exportação.
Triagem	Totais originais não auditados.	Relação de registros, duplicatas e exclusões.
Qualidade das evidências	Cautela interpretativa e fontes editoriais verificadas.	Critérios de risco de viés e avaliação documentada.
Reprodutibilidade	Bibliografia rastreável por DOI e URL.	Fluxograma PRISMA e conjunto de dados completo.

Fonte: elaboração própria (2026), com base em Page et al. (2021) e no cotejamento do manuscrito recebido.

[19] A conferência bibliográfica de artigos selecionados, inclusive por DOI, atesta a existência das publicações citadas e permite verificar título, veículo, autores e achados descritos nos resumos editoriais. Não equivale, entretanto, à reconstituição integral das pesquisas documentais que teriam sustentado a amostra originalmente declarada. Para permitir reprodutibilidade de uma futura revisão sistemática, devem ser arquivadas as expressões de busca, data de consulta de cada base, arquivos brutos e decisões de triagem.

4 ANÁLISE INTEGRATIVA E PROPOSTA DO MODELO CONCEITUAL

4.1 Síntese dos achados empíricos e articulação dos eixos teóricos

A síntese integrativa da literatura evidencia que a gestão do capital de giro em mercados emergentes opera como um sistema dinâmico e multidimensional, no qual as decisões de curto prazo são continuamente moldadas por condicionantes estruturais, organizacionais e de governança. Os achados dos estudos nucleares analisados articulam-se de forma altamente consistente:

Em primeiro lugar, a análise por NCG e ST oferece um instrumento para compreender o descompasso entre operações, financiamento e disponibilidades. Sua capacidade preditiva e sua associação com retorno dependem de testes com dados empresariais, e não podem ser tomadas como demonstradas apenas pela identidade contábil entre as variáveis.

Em segundo lugar, Eça e Albanez (2022) identificaram associação entre diversificação da estrutura de dívida e menor custo de capital de terceiros em empresas brasileiras. A proposição de que essa associação beneficie diretamente a gestão do giro é plausível, mas a passagem para o WACC e para resultados de empresas de portes distintos exige controle de variáveis e validação empírica adicional.

Em terceiro lugar, Mattos e Faia (2025) indicam a importância da complementaridade entre controles formais e informais ao longo do ciclo de vida das pequenas empresas. Meurer e Beuren (2025), por sua vez, encontram mediação da cooperação entre controles informais e resiliência na dependência de papel em startups. Os fenômenos investigados são distintos da liquidez financeira, cabendo aos autores propor — e futuramente testar — a conexão entre tais capacidades organizacionais e a gestão do caixa.

Por fim, Neves, Cruz e Locatelli (2024) associam a sobrevivência empresarial a fatores educacionais, produtivos, socioeconômicos e financeiros, refutando interpretações monocausais. Costa, Silva e Lunardi (2026) oferecem evidência relevante sobre gestão de riscos e decisões tributárias; Dalcero *et al.* (2025) e Moreira e Victor (2025) acrescentam, respectivamente, os temas da qualidade informacional e da participação orçamentária. Esses resultados dialogam com o modelo proposto sem equivaler à sua confirmação empírica.

4.2 Apresentação do modelo conceitual integrativo de gestão do capital de giro (MC-GCG)

Com base na integração teórica e empírica realizada, apresenta-se o Modelo Conceitual Integrativo de Gestão do Capital de Giro (MC-GCG). O modelo é estruturado em três blocos interdependentes que explicitam a dinâmica de transformação das decisões de curto prazo em valor e resiliência corporativa:

1. Antecedentes e Condicionantes Estruturais: Compreendem os fatores exógenos e endógenos que condicionam a tomada de decisão financeira, englobando a Volatilidade Macroeconômica (taxas de juros, inflação e restrição de crédito), o Estágio do Ciclo de Vida Organizacional (Nascimento, Crescimento, Maturidade), a Habilidade Gerencial dos executivos e a Estrutura de Governança e Riscos (ERM e práticas ESG).

2. Eixo de Decisões do Capital de Giro (Core do Modelo): Representa a arena tático-operacional de gestão, desdobrando-se em duas dimensões sinérgicas: (a) Gestão Operacional de Liquidez (Otimização do Ciclo de Conversão de Caixa, equilíbrio NCG-ST, e políticas de crédito e estoques); e (b) Estruturação Financeira de Curto Prazo (Busca por heterogeneidade da estrutura de dívida, uso estratégico de crédito de fornecedores e otimização do WACC).

3. Consequentes e Criação de Valor: Expressa os resultados sustentáveis alcançados pela firma, desdobrando-se em: (a) Resiliência e Sobrevivência Empresarial (redução da probabilidade de distress financeiro e falência); (b) Desempenho Financeiro e Operacional (maximização do ROA e ROE); e (c) Valor de Mercado Sustentável (composição equilibrada do Q de Tobin e preservação da reputação corporativa).

4.3 Formulação das proposições teóricas (P1 a P5)

Para fundamentar e guiar futuras pesquisas empíricas de validação do MC-GCG, formulam-se cinco proposições teóricas testáveis:

Proposição 1 (P1): A relação entre crescimento das vendas e desempenho financeiro poderá ser mediada pela adequação entre capital circulante líquido, necessidade de capital de giro e saldo de tesouraria. A direção e a intensidade desse efeito deverão ser testadas empiricamente, com controles setoriais e macroeconômicos.[20]

[20] As cinco proposições elaboradas no manuscrito são enunciados para investigação e não resultados testados pelos autores deste artigo. Sua confirmação exigirá amostra previamente delimitada, definição de indicadores e parâmetros, séries de dados adequadas e estratégia de identificação que lide com simultaneidade, causalidade reversa e fatores omitidos. O uso de modelos GMM ou regressões quantílicas, por exemplo, depende da adequação dos dados e de testes de diagnóstico e robustez; não garante identificação causal automaticamente.

Proposição 2 (P2): Maior heterogeneidade da estrutura de dívida poderá associar-se a menor custo de capital de terceiros, com intensidade dependente das condições de mercado, perfil de risco e acesso ao crédito. A eventual transmissão desse efeito ao WACC deverá ser investigada separadamente.

Proposição 3 (P3): A associação entre os sistemas de controle gerencial e a eficiência do capital de giro varia conforme o ciclo de vida organizacional, sendo relevante avaliar a complementaridade entre controles formais e informais, em vez de pressupor sua substituição integral.

Proposição 4 (P4): A formação gerencial, as capacidades de planejamento financeiro e o acesso a fontes apropriadas de financiamento poderão apresentar efeitos complementares na sobrevivência das micro e pequenas empresas, condicionados por fatores socioeconômicos e territoriais.

Proposição 5 (P5): Estruturas de gerenciamento de riscos corporativos poderão moderar a relação entre políticas de retenção de caixa, práticas tributárias e exposição a contingências, sem pressupor eliminação total dos riscos fiscais ou financeiros.

4.4 Matriz prática de decisão para executivos financeiros (framework gerencial)

Para dotar o MC-GCG de alta usabilidade prática para diretores financeiros, controllers e executivos, o modelo é traduzido em uma Matriz Prática de Decisão baseada na interação entre o Saldo de Tesouraria (ST) e a tendência da Necessidade de Capital de Giro (NCG):

Quadro 5 – Matriz conceitual de decisão: saldo de tesouraria e tendência da NCG

Condição	NCG controlada / estável	NCG crescente / expansiva
ST positivo	Q1 – Capacidade financeira: avaliar investimentos conforme risco, VPL e reserva mínima.	Q2 – Alerta preventivo: revisar prazos de recebimento, estoques e financiamentos.
ST negativo	Q3 – Pressão de financiamento: revisar maturidades, encargos e fontes de crédito.	Q4 – Pressão combinada: preservar caixa, simular cenários e negociar obrigações.

Fonte: reelaboração editorial do modelo de quatro quadrantes concebido no texto de George Hudson Machado Araujo (2026). A posição isolada em um quadrante não constitui diagnóstico de insolvência.

Quadrante 1 - ST Elevado / NCG Controlada (Zona de Excelência e Expansão): A orientação estratégica recomendada é "Expansão e Investimento Estratégico". A empresa goza de sólida liquidez e eficiência operacional. O caixa excedente deve ser direcionado para investimentos em ativos imobilizados de alto VPL, inovação tecnológica, fusões e aquisições (M&A) ou distribuição de dividendos sustentáveis.

Quadrante 2 - ST Elevado / NCG Expansiva (Zona de Alerta por Crescimento Apressado): A orientação estratégica recomendada é "Otimização dos Processos de Giro". O crescimento do faturamento está consumindo caixa aceleradamente. Recomenda-se a renegociação rigorosa de prazos com fornecedores, intensificação das políticas de cobrança, aperto no crédito concedido a clientes de maior risco e adoção de estoques enxutos (Just-in-Time).

Quadrante 3 - ST Deficitário / NCG Controlada (Zona de Reestruturação do Endividamento): A orientação estratégica recomendada é "Reestruturação e Diversificação de Passivos". A operação é eficiente, mas a estrutura financeira está desequilibrada. Recomenda-se buscar a heterogeneidade da estrutura de dívida, substituindo empréstimos bancários de curto prazo por emissões de longo prazo, dívidas de fomento ou capital de terceiros diversificado.

Quadrante 4 – ST deficitário / NCG expansiva (zona de pressão financeira combinada): a orientação proposta é intensificar projeções e mecanismos de preservação de liquidez. O diagnóstico requer examinar prazos e custos da dívida, previsibilidade de recebimentos, comportamento do capital de giro e contratos vigentes. Medidas de contenção de gastos, renegociação de obrigações ou eventual desinvestimento devem decorrer de avaliação técnica e jurídica específica, sem pressupor insolvência iminente a partir de dois indicadores isolados.[21]

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E IMPLICAÇÕES

5.1 Conclusões principais

A pesquisa discutiu como a gestão do capital de giro ultrapassa a dimensão operacional e se relaciona à sobrevivência, à capacidade adaptativa e à criação de valor em mercados emergentes. Com base em revisão integrativa crítico-conceitual e na apreciação de estudos empíricos identificáveis, apresenta-se um Modelo Conceitual Integrativo de Gestão do Capital de Giro (MC-GCG). O modelo constitui contribuição propositiva dos autores, ainda sujeita à verificação quantitativa e a estudos de aplicação.

A análise sustenta a pertinência de integrar indicadores de liquidez ao perfil de endividamento, aos controles gerenciais e à governança de riscos. Os estudos disponíveis dão

[21] A matriz de quatro quadrantes constitui instrumento didático de decisão condicionada, elaborado a partir do modelo original de Hudson. Não se trata de regra de prognóstico de falência: o mesmo sinal de saldo de tesouraria pode decorrer de estratégia sazonal, investimento transitório ou incapacidade persistente de gerar caixa. Uma decisão de restrição de crédito, paralisação de investimentos ou renegociação de passivos deve considerar fluxos futuros, saldos contratuais, sazonalidade, garantias e custo efetivo total.

suporte específico a associações entre heterogeneidade da dívida e custo de capital de terceiros, entre controles e desempenho, e entre condições socioeconômicas e sobrevivência empresarial. Não demonstram, por si, todas as relações previstas pelo MC-GCG, nem a superioridade universal de um mecanismo gerencial sobre os demais.

5.2 Contribuições teóricas e prático-gerenciais

As contribuições do estudo desdobram-se em duas frentes de elevado valor. No plano teórico, o trabalho preenche uma lacuna histórica ao integrar a literatura de finanças operacionais às teorias de governança, ciclo de vida e gerenciamento de riscos, oferecendo um modelo conceitual integrativo e cinco proposições teóricas testáveis que servem de bússola para futuras investigações acadêmicas. No plano prático-gerencial, a Matriz Prática de Decisão para Executivos disponibiliza a CFOs, controllers e empreendedores um instrumento pragmático de diagnóstico e intervenção, permitindo antecipar crises de liquidez, reestruturar dívidas e alinhar as decisões de curto prazo aos objetivos estratégicos de longo prazo da firma.

5.3 Limitações da pesquisa

O modelo é derivado de síntese conceitual de estudos anteriores e não foi validado empiricamente com microdados de empresas. A documentação recebida não permite verificar a declaração original de 482 registros e 35 artigos selecionados segundo PRISMA; portanto, o texto foi metodologicamente enquadrado como revisão integrativa crítico-conceitual, e não como revisão sistemática comprovada. Persistem riscos de viés de seleção bibliográfica, limites de transferência de achados entre contextos e desafios de operacionalização dos constructos.

5.4 Agenda de pesquisas futuras

Para dar continuidade ao avanço do conhecimento na área, recomenda-se uma agenda de pesquisas futuras articulada em três eixos principais: (1) Teste empírico econométrico das Proposições P1 a P5 por meio de modelos de regressão com dados em painel dinâmico (GMM System) e Regressões Quantílicas, utilizando amostragem de companhias abertas e fechadas no Brasil e na América Latina; (2) Estudos de caso múltiplos comparativos examinando a aplicação da Matriz Prática de Decisão em empresas durante processos de reestruturação financeira ou recuperação judicial; e (3) Investigação do impacto das tecnologias emergentes de finanças

digitais (Fintechs, inteligência artificial preditiva de fluxo de caixa e Open Finance) sobre a eficiência do ciclo de conversão de caixa e a redução da NCG em negócios emergentes.

5.5 Implicações territoriais, trabalho e sustentabilidade institucional

A aplicação de modelos financeiros em mercados emergentes deve considerar a heterogeneidade de suas instituições e territórios. No contexto amazônico, assimetrias de acesso a serviços públicos, distâncias logísticas e características das relações de trabalho podem interferir em custos, prazos, financiamento e riscos. Furlan e Pires (2017) examinam, em pesquisa situada no Arquipélago do Bailique, dificuldades de acesso à justiça trabalhista e especificidades das comunidades ribeirinhas. Essa contribuição permite ampliar o enquadramento socioinstitucional do presente artigo, sem atribuir aos autores qualquer medição de indicadores de capital de giro.[22]

REFERÊNCIAS

BAÑOS-CABALLERO, Sonia; GARCÍA-TERUEL, Pedro J.; MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro. Working capital management, corporate performance, and financial constraints. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 3, p. 332-338, 2014. DOI: 10.1016/j.jbusres.2013.01.016. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016. Acesso em: 21 out. 2026.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2016.

BARNEY, Jay B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991. Disponível em: https://doi.org/10.1177/014920639101700108. Acesso em: 21 out. 2026.

COSTA, Fabiano de Castro Liberato; SILVA, Márcia Zanievicz da; LUNARDI, Micheli Aparecida. Relationship between tax avoidance and managerial ability: the moderating role of risk management. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 36, n. 99, e2200, publicação on-line em 2026. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1808-057x20252200.en. Acesso em: 21 out. 2026.

DALCERO, Katia; MEURER, Sara; FERREIRA, Denize Demarche Minatti; PAULO, Edilson. The role of environmental, social, and governance (ESG) in accounting conservatism: evidence from Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 36, n. 98, e2049, 2025. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1808-057x20242049.en. Acesso em: 21 out. 2026.

[22] As condições territoriais não funcionam como variável financeira homogênea. Distâncias de abastecimento, sazonalidade dos transportes, restrições de infraestrutura e tempo de deslocamento podem modificar prazos de estoque, cobrança e reposição, mas seus efeitos dependem de setor, escala e localização. No Amapá e na Amazônia, a pertinência de análises situadas decorre da heterogeneidade econômica e institucional; o estudo de Furlan e Pires (2017) oferece subsídio socioinstitucional, e não uma estimativa econométrica dos impactos sobre NCG, ST ou WACC.

DELOOF, Marc. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3-4, p. 573-588, 2003. DOI: 10.1111/1468-5957.00008. Disponível em: https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008. Acesso em: 21 out. 2026.

EÇA, João Paulo Augusto; ALBANEZ, Tatiana. Does debt structure heterogeneity reduce the cost of capital? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 33, n. 90, e1428, 2022. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1808-057x20211428.en. Acesso em: 21 out. 2026.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamentação e planejamento financeiro**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

FURLAN, Donizete Vaz; PIRES, Simone Maria Palheta. A problemática do acesso à justiça trabalhista em comunidades ribeirinhas: o caso do Arquipélago do Bailique no Estado do Amapá. **Revista do Direito do Trabalho e Meio Ambiente do Trabalho**, v. 3, n. 1, p. 179-199, 2017. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2525-9857/2017.v3i1.2476. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/revistadtmat/article/view/2476. Acesso em: 21 out. 2026.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1818789. Acesso em: 21 out. 2026.

KRAUS, Alan; LITZENBERGER, Robert H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911–922, 1973. Disponível em: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x. Acesso em: 21 out. 2026.

MATTOS, Bruna Mantovanni de; FAIA, Valter da Silva. Ciclo de vida organizacional na relação entre os controles gerenciais e o desempenho em pequenas empresas. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 22, e20231775, 2025. Disponível em: https://doi.org/10.15728/bbr.2023.1775.pt. Acesso em: 21 out. 2026.

MEURER, Silvana Mannes; BEUREN, Ilse Maria. Controles informais e cooperação desencadeiam resiliência na dependência de papel em startups? **Revista de Administração Contemporânea**, v. 29, n. 2, e240208, 2025. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2025240208.por. Acesso em: 21 out. 2026.

MOREIRA, Luana Porto; VICTOR, Fernanda. Participação orçamentária e desempenho gerencial: o papel do empowerment psicológico e criatividade. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 36, n. 98, e2144, 2025. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1808-057x20252144.pt. Acesso em: 21 out. 2026.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984. Disponível em: https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0. Acesso em: 21 out. 2026.

NEVES, Marcus Louriçal; CRUZ, Poliano Bastos da; LOCATELLI, Octavio. Fatores que influenciam a sobrevivência das micro e pequenas empresas no Brasil. **RAM. Revista de**

Administração Mackenzie, v. 25, n. 1, eRAMC240073, 2024. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMC240073.pt. Acesso em: 21 out. 2026.

OPLER, Tim; PINKOWITZ, Lee; STULZ, René M.; WILLIAMSON, Rohan. The determinants and implications of corporate cash holdings. **Journal of Financial Economics**, v. 52, n. 1, p. 3-46, 1999. DOI: 10.1016/S0304-405X(99)00003-3. Disponível em: https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3. Acesso em: 21 out. 2026.

PAGE, Matthew J. *et al.* The PRISMA 2020 statement: an updated guideline for reporting systematic reviews. **PLOS Medicine**, v. 18, n. 3, e1003583, 2021. Disponível em: https://doi.org/10.1371/journal.pmed.1003583. Acesso em: 21 out. 2026.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995. Disponível em: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x. Acesso em: 21 out. 2026.

TEECE, David J.; PISANO, Gary; SHUEN, Amy. Dynamic capabilities and strategic management. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 7, p. 509–533, 1997. Disponível em: https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7%3C509::AID-SMJ882%3E3.0.CO;2-Z. Acesso em: 21 out. 2026.

ZEIDAN, Rodrigo; SHAPIR, Offer Moshe. Cash conversion cycle and value-enhancing operations: theory and evidence for a free lunch. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 203–219, 2017. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.014. Acesso em: 21 out. 2026.