

**FINANCIAL PROFILE OF COMPANIES LISTED IN BM&FBOVESPA:
A Multivariate Analysis**

Luiz Kennedy Cruz Machado

*Mestrando da Universidade Federal de Lavras (UFLA) - DAE/UFLA - Caixa Postal 3037 - CEP 37200-000
Lavras, Minas Gerais, Brasil
E-mail: luizken@yahoo.com.br*

José Willer do Prado

*Mestrando da Universidade Federal de Lavras (UFLA) - DAE/UFLA - Caixa Postal 3037 - CEP 37200-000
Lavras, Minas Gerais, Brasil
E-mail: jwprado@gmail.com*

Susy Naiara Alves da Silva

*Mestranda da Universidade Federal de Lavras (UFLA) - DAE/UFLA - Caixa Postal 3037 - CEP 37200-000
Lavras, Minas Gerais, Brasil
E-mail: snaiara@oi.com.br*

Luiz Marcelo Antonialli

*Professor da Universidade Federal de Lavras (UFLA) - DAE/UFLA - Caixa Postal 3037 - CEP 37200-000
Lavras, Minas Gerais, Brasil
E-mail: lmantonialli@gmail.com*

Gideon Carvalho de Benedicto

*Professor da Universidade Federal de Lavras (UFLA) - DAE/UFLA - Caixa Postal 3037 - CEP 37200-000
Lavras, Minas Gerais, Brasil
E-mail: gideon.benedicto@dae.ufla.br*

ABSTRACT

The study aimed to analyze the existence of similarity between the economic-financial indicators of publicly traded companies listed in Differentiated Levels of Corporate Governance (DLCG) of BM&FBOVESPA and the other organizations. Therefore, we used Factor Analysis and Cluster Analysis techniques, which allowed the classification of companies, forming two distinct groups, considering as representative factors the liquidity and the capital structure indicators, which permitted to classify the first group as “satisfactory financial situation” and the second as “unsatisfactory financial situation”. The comparison between the clusters formed with the group of companies listed in DLCG, has shown that approximately 95% of companies listed on the special segments were classified in cluster 1, named as companies with satisfactory financial situation. In order to confirm the difference between groups, the original variables were evaluated using the ANOVA statistical test, which demonstrated statistical difference between the groups. Based on these results, it can be said that there is a pattern of similarity of economic-financial indicators among the companies listed in DLCG and those with good financial management and different in relation to the others, indicating that good performance is linked to a management focused on excellence.

Keywords: *Corporate Governance Levels, Multivariate Analysis, Economic-financial indicators.*

**PERFIL FINANCEIRO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA:
Uma Análise Multivariada**

RESUMO

O estudo teve como objetivo analisar a existência de similaridade entre os indicadores econômico-financeiros das companhias abertas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBOVESPA e as demais organizações. Para tanto, foram utilizadas técnicas de Análise Fatorial e Análise de Cluster, que permitiu a classificação das empresas, formando dois grupos distintos, considerando como fatores representativos os indicadores de liquidez e estrutura de capital, que permitiu classificar o primeiro grupo como “situação financeira satisfatória” e “situação financeira insatisfatória”. A comparação entre os clusters formados com o grupo de empresas listadas nos NDGC, permitiu verificar que, aproximadamente, 95% das empresas listadas nos segmentos especiais estavam classificadas no cluster 1, ou seja, como empresas com

situação financeira satisfatória. Com o intuito de confirmar a diferença entre grupos, as variáveis originais foram avaliadas por meio do teste estatístico ANOVA, o qual comprovou haver diferença estatística entre os agrupamentos. Diante dos resultados obtidos, pode-se afirmar que existe um padrão de similaridade dos indicadores econômico-financeiros entre as empresas listadas nos NDGC e as que apresentam boa gestão financeira e dessemelhança em relação às outras, indicando que o bom desempenho está atrelado a uma gestão orientada para a excelência.

Palavras- chave: *Níveis de governança corporativa, análise multivariada, indicadores econômico- financeiros.*

1. INTRODUÇÃO

Em 1990, surgiram as primeiras discussões entre investidores, acadêmicos e legisladores sobre governança corporativa, após escândalos contábeis envolvendo importantes empresas estrangeiras. Assim, por meio de práticas de governança procura-se aumentar o valor da companhia, concorrendo para sua longevidade e para a facilitação de acesso ao capital de investimento (MICHELIN, 2010). Alguns mecanismos de monitoramento garantem o alinhamento de interesses e redução de conflitos nas relações entre gestores e acionistas.

Para Silveira (2005), empresas que possuem uma estrutura de governança corporativa adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado detêm melhores resultados e o preço de suas ações é mais bem avaliado pelo mercado do que aquelas que possuem uma estrutura de governança não tão adequada.

No Brasil, uma alternativa às reformas legislativas sobre o assunto surgiu a partir do ano de 2000, com a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Os primeiros acordos de práticas adicionais de governança corporativa foram consolidados entre as empresas de capital aberto e a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Além dos efeitos positivos que a governança corporativa acarreta para as empresas, muito tem se discutido sobre os incentivos para os investidores se decidirem por companhias com níveis de governança mais desenvolvidos.

Outro aspecto para a construção do estudo é a avaliação de desempenho econômico- financeiro, técnica utilizada a mais de cem anos (MATARAZZO, 1997) e difundida no Brasil a partir da década de 1970 ainda sendo bastante utilizada (ANTUNES e MARTINS, 2007).

Segundo Benedicto et al. (2014), a análise econômico-financeira atende a distintos objetivos de acordo com as necessidades dos diferentes usuários, sejam pessoas físicas ou jurídicas, que apresentem relacionamento com a empresa (*stakeholders*), além de ser uma ferramenta da administração estratégica que permite estimar o futuro, monitorar o desempenho e medir o risco dos cursos de ações adotados pela empresa.

Diante do exposto, este trabalho tem como objetivo verificar se a busca de uma empresa por padrões de excelência de gestão, por meio da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa é capaz de diferenciá-la das demais empresas não listadas, considerando os indicadores de estrutura e endividamento, liquidez e rentabilidade no período de 2011 a 2013.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico apresentamos o referencial teórico utilizado como alicerce para desenvolver a presente pesquisa.

2.1 Níveis de Governança no Brasil

Lopes et al. (2013) explanam que a necessidade de aumento da base de capital, a fim de obter suporte para investimentos levou um grande número de empresas a recorrer ao mercado de capitais, realizando a abertura de capital. Sendo assim, por suas características específicas e eficientes, essa modalidade tem sido fator fundamental de sucesso para o desenvolvimento financeiro e mercadológico de muitas empresas.

A abertura de capital é uma opção alternativa aos mecanismos de financiamento convencionais (capital próprio ou de terceiros) e pode ser considerada como importante fonte de recursos para as empresas. O desenvolvimento considerável do mercado de capitais na última década ocorreu pelo grande número de empresas que abriram seu capital.

Para Assaf Neto (2001) a abertura de capital com oferta pública de ações é uma possibilidade de levantamento de recursos, que se apresenta como uma das mais vantajosas para as empresas que estão estabelecidas como sociedades anônimas, que possuem um porte considerável de produtos ou serviços e é bem aceita pelos consumidores.

Entretanto, de acordo com Lopes et al. (2013) este mercado ainda não se aproxima da realidade dos países mais desenvolvidos no que se refere à aceitação por parte do público poupador. Nessa perspectiva, há a necessidade da geração de maior confiabilidade, sobretudo no que se refere ao acesso à informação confiável. Para tanto, surgiu a governança corporativa, que por suas características normatizadoras se constitui em um processo que, sobretudo, através da gestão da informação busca reduzir a distância existente entre controladores da empresa e seus acionistas minoritários (LOPES et al., 2013).

Criados pela Bovespa em dezembro de 2000, os níveis de Governança Corporativa incluem regras para as empresas e as diferenciam conforme o grau de comprometimento com a governança, objetivando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (COLOMBO e GALLI, 2010).

2.2. Diferenciação dos Níveis

Segundo a Bovespa (2014), os segmentos especiais de listagem – Bovespa Mais, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 foram criados no momento da percepção de que para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis das empresas. Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S. As.) o objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a esses níveis de listagem.

A adesão das companhias, ao Nível 1 ou ao Nível 2, depende do grau do compromisso assumido e é formalizado por meio de um contrato entre a companhia e a Bovespa. As companhias que estão classificadas no Nível 1 devem apresentar melhorias na prestação de informações ao mercado e promoverem dispersão do controle acionário (ALMEIDA et al., 2008). Adicionalmente, outras obrigações devem ser atendidas, conforme descritas no Quadro 1.

Além das exigências estabelecidas para o Nível 1, as companhias listadas no Nível 2 adotam um conjunto de regras mais amplo de práticas de governança, a fim de priorizar e ampliar os direitos dos acionistas minoritários. As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais. Caso o controle da empresa seja transferido, os detentores de ações ordinárias e preferenciais têm os mesmos direitos dos acionistas controladores, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador. As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

O Novo Mercado exige que as empresas se comprometam ao mais elevado padrão de Governança Corporativa. As companhias listadas nesse segmento especial só podem emitir ações ordinárias, que são ações com direito a voto, e adotam de maneira voluntária a práticas de governança corporativa adicionais às que estão previstas na legislação, ampliando os direitos dos acionistas além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

De acordo com as informações na página da BM&FBovespa (2014) as regras relacionadas à estrutura de governança e os direitos dos acionistas são:

- i. O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- ii. No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
- iii. Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- iv. O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- v. A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);
- vi. Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- vii. A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- viii. Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Com o objetivo de possibilitar que as pequenas e médias empresas acessem o mercado de capitais e cresçam de forma gradual, a Bovespa criou em maio de 2014 o Bovespa Mais. Nesse segmento, as captações são menores em relação ao Novo Mercado, entretanto, são suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. Por meio do Bovespa Mais os investidores são atraídos pelo potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio.

Outra característica é que as companhias podem ser listadas na Bolsa e têm até sete anos para realizar a *IPO* (*Initial Public Offering*). Durante esse tempo, os empreendedores: podem investir na profissionalização do seu negócio visando somente a listagem e depois terão mais tempo para realizar a oferta pública de ações; são isentos da taxa de registro (taxa cobrada pela BM&FBOVESPA para registro de companhias); recebem desconto gradual na taxa de manutenção de listagem, sendo 100% no primeiro ano.

O Bovespa Mais é composto por empresas que assumem compromissos de elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado, e têm o benefício de serem analisadas por duas instituições especializadas, que serão selecionadas pela APIMEC, e a BM&FBOVESPA arca com todos os custos da confecção de 4 relatórios de *research* (sendo 2 relatórios por ano, a partir da listagem) feito por estas instituições.

Quadro 1: Diferenciação dos níveis de Governança Corporativa no Brasil.

	BOVESPA MAIS (a partir de 23/5/2014)	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas".		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório				Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)		80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento			Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório			Facultativo	

Fonte: BM&F BOVESPA.

2.3 Análise de desempenho econômico-financeiro

A análise de balanços encontra seu ponto mais importante no cálculo e na avaliação do significado de quocientes, relacionando principalmente itens e grupos do balanço e da demonstração do resultado (IUDÍCIBUS, 2012). É definida por Padoveze e Benedicto (2010) como a aplicação do raciocínio analítico dedutivo sobre os valores patrimoniais e suas inter-relações expressos nas Demonstrações Contábeis de uma entidade.

Para Matarazzo (2003), a análise de balanços tem como objetivo extrair informações das demonstrações contábeis para a tomada de decisões, ou seja, transforma os dados monetários das Demonstrações Contábeis em informações que irão auxiliar na tomada de decisão, sendo que quanto melhores informações fornecer, mais eficiente será.

A tomada de decisão em nível financeiro não é uma tarefa simples, pois, depende da maneira como os resultados são quantificados e interpretados.

O avanço tecnológico permitiu que esse processo se tornasse mais dinâmico, uma vez que as decisões de financiamento e investimento envolvem também o fator estratégico. Portanto, dado o fato de que as demonstrações contábeis fornecem grande quantidade de informações, a utilização de indicadores se tornou fundamental para a análise econômico-financeira das organizações, contribuindo para que essas informações sejam disponibilizadas de forma mais precisa além permitir a comparação de empresas de diferentes tamanhos.

Estes índices, de acordo com Assaf Neto (2007) são calculados a partir de relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis. No entanto, Gitman (2010) ressalta que a análise de índices não se trata exclusivamente da aplicação de uma operação isolada. Um aspecto fundamental no processo é a interpretação e a capacidade de concluir se o indicador é positivo ou negativo em determinada circunstância.

O processo de análise começa com a separação dos dados, combinando-os adequadamente a fim de viabilizar sua interpretação, de acordo com o objetivo pré-estabelecido. Seu grau de excelência está relacionado com a qualidade e extensão das informações que o analista consegue gerar (PADOVEZE e BENEDICTO, 2010). Assim, é possível tomar conhecimento da atual situação da empresa, bem como analisar eventos passados e projetar resultados futuros.

Os principais aspectos revelados pelos índices econômico-financeiros são divididos em três grupos: liquidez e estrutura de capital – evidenciam aspectos financeiros; e rentabilidade – evidencia aspectos econômicos (MATARAZZO, 2010)

Os indicadores de liquidez visam medir a capacidade da empresa de saldar suas exigibilidades, ou seja, por meio de sua estrutura de capital medir se os ativos são suficientes para pagar suas dívidas (HAWAWINI & VIALLET, 2009). São trabalhados dois indicadores de liquidez nesta pesquisa:

- Liquidez Geral: detecta a saúde financeira de longo prazo da empresa (ASSAF NETO, 2008).
- Liquidez Corrente: relaciona todos os ativos circulantes com todos os passivos que terão de ser pagos no curto prazo, classificados segundo a definição contábil como passivo circulante. Portanto, indica a quantidade de recursos que a empresa tem nos ativos circulantes para saldar suas dívidas de curto prazo (PADOVEZE & BENEDICTO, 2010).

Os indicadores de estrutura e endividamento na concepção de Assaf Neto (2008) demonstram a forma pela qual o capital de terceiros é utilizado pela organização e sua participação relativa em relação ao capital próprio. Nesta pesquisa serão analisados:

- Imobilização do Capital Próprio: diz respeito à quantidade de capital que investido no ativo fixo em relação ao total do patrimônio líquido. Quanto mais a empresa investir em ativo fixo, maior será a dependência de capital de terceiros para financiar o ativo circulante (PADOVEZE & BENEDICTO, 2010).
- Endividamento Geral: mede a capacidade da empresa em honrar suas obrigações de longo prazo. As dívidas estão contidas no passivo circulante e não circulante, e com a relação com o patrimônio líquido, temos a relação de capacidade da empresa de garantir os recursos de terceiros (ASSAF NETO, 2008).
- Endividamento Financeiro: é um índice que se utiliza apenas de financiamentos e empréstimos, tanto de curto, quanto longo prazo. Este indicador é mais coerente com a estrutura do passivo como fonte de financiamentos, fazendo apenas uma relação entre capital próprio e capital de terceiros (PADOVEZE & BENEDICTO, 2010).
- Composição de Endividamento: mede quanto da dívida de curto prazo está sendo financiada por terceiros, ou seja, é a relação entre a dívida de curto prazo da empresa com sua dívida total (SOUZA et al., 2009). A análise é realizada da seguinte forma: elevados índices indicam um perfil da dívida mais arriscado, mas com um custo menor (BENEDICTO et al., 2014).

- Participação de Capital de Terceiros: demonstra qual é a participação do capital de terceiros para financiar os ativos da empresa (PADOVEZE & BENEDICTO, 2010).
- Os indicadores de rentabilidade segundo Silva et al. (2009) esclarecem que os índices de rentabilidade apontam para a capacidade da empresa em operar de modo rentável, expressando, conforme Matarazzo (2008), o grau de êxito econômico da empresa. Nesta pesquisa, serão analisados os seguintes índices de rentabilidade:
- Retorno sobre o Patrimônio Líquido: mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus sócios ou acionistas. É um indicador de grande utilidade para apoio em decisões de investimento (ASSAF NETO, 2008).
- Retorno sobre o Ativo: indica a capacidade do ativo em gerar lucro ou nível de geração de lucro pelo ativo ou para cada cem unidades de investimento total. (MATARAZZO, 2008).
- Grau de Alavancagem Financeira: relaciona o retorno sobre o patrimônio líquido com o retorno sobre o ativo, e mostra a eficiência administrativa em aplicar o recurso dos acionistas (PADOVEZE & BENEDICTO, 2010).

Diante das abordagens expostas, verifica-se que os estudos voltados para a análise de indicadores econômico-financeiros têm muito a contribuir para a consolidação dessa ferramenta de análise. Kreuzberg et al. (2013) analisaram a relação entre indicadores de desempenho financeiro e o grau de intangibilidade dos ativos das empresas listadas na BM&FBovespa. Já Munaretto (2013) propôs desenvolver uma lista de indicadores para compor um modelo de avaliação de desempenho em cooperativas de eletrificação. Cavalcanti (2013) analisou em seu trabalho a existência de similaridade entre os indicadores econômico-financeiros das empresas distribuidoras de energia elétrica e as ganhadoras do Prêmio ABRADDEE por meio da análise multivariada. Por outro lado, Souza (2004) fez uma revisão bibliográfica acerca das principais ferramentas de análise e medição da performance econômica e financeira das organizações.

3 METODOLOGIA

Quanto à finalidade, esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois, expõe as características de determinada população, além de permitir estabelecer correlações entre variáveis (VERGARA, 2004). Também pode ser classificada como explicativa, que nas palavras de GIL (1999) pode ser a continuação de um estudo descritivo, visto que, para identificar os fatores que determinam um fenômeno, faz-se necessário que este esteja suficientemente descrito e detalhado.

Quanto aos meios, este estudo utiliza as Demonstrações Contábeis das empresas pesquisadas como fonte de coleta de dados. Portanto, este fato classifica a pesquisa como documental (MARCONI e LAKATOS, 2010).

3.1 Seleção da Amostra e Operacionalização das variáveis

Foram selecionadas as companhias abertas que apresentaram os dados necessários para as análises com base nas Demonstrações Contábeis exercícios financeiros findos de 2011 a 2013. Das 319 empresas que compõem a amostra, 134 são listadas nos Níveis 1, 2, Novo Mercado e a demais operam no Mercado Tradicional.

As variáveis utilizadas na pesquisa estão divididas em: indicadores de estrutura e endividamento; de liquidez ou solvência e rentabilidade e foram calculadas seguindo as considerações de Matarazzo (2003), Assaf Neto (2007) e Padoveze e Benedicto (2010), e estão descritas na Tabela 1. A definição dessas variáveis se deu de forma que cada um dos 10 indicadores fosse representado em cada período da análise, para tanto, foram calculados os indicadores para o período de 2011 a 2013, resultando em 30 variáveis.

Tabela 1: Indicadores econômico-financeiros.

Indicador	Índice	Descrição	Fórmula	Interpretação
Estrutura e Endividamento	ICP	Imobilização do Capital Próprio	$ICP = \frac{AF}{PL} \times 100$	Quanto menor, melhor.
	EG	Endividamento Geral	$EG = \frac{PC + PNC}{PL}$	Quanto menor, melhor.
	EF	Endividamento Financeiro	$EF = \frac{E e F (CP e LP)}{PL}$	Quanto menor, melhor.
	CE	Composição de Endividamento	$CE = \frac{PC}{PC + PNC} \times 100$	Quanto menor, melhor.
	PCT	Participação de Capital de Terceiros	$PCT = \frac{PC + PNC}{AT} \times 100$	Quanto menor, melhor.
	LC	Liquidez Corrente	$LC = \frac{AC}{PC}$	Quanto maior, melhor.

Liquidez ou Solvência	LG	Liquidez Geral	$LG = \frac{AC + ANC}{PC + PNC}$	Quanto maior, melhor.
	ROA	Retorno sobre o Ativo	$ROA = \frac{LL}{AT} \times 100$	Quanto maior, melhor.
Rentabilidade	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$ROE = \frac{LL}{PL} \times 100$	Quanto maior, melhor.
	GAF	Grau de Alavancagem Financeira	$GAF = \frac{RSPL}{RSA}$	Quanto maior, melhor.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2003), Assaf Neto (2007) e Padoveze e Benedicto (2010).

3.2 Tratamento dos dados

Primeiramente, cabe ressaltar que após a retirada dos *outliers*, as variáveis utilizadas no estudo foram padronizadas para um melhor ajuste ao modelo proposto, pois, os indicadores calculados apresentaram escalas diferentes: Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Endividamento Geral, Endividamento Financeiro e Grau de Alavancagem Financeira (valores monetários) e Imobilização do Capital Próprio, Composição de Endividamento, Participação de Capital de Terceiros, Retorno sobre o Ativo e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (percentuais).

Devido à quantidade de observações, a análise foi feita por meio de técnicas multivariadas, quais sejam: Análise Fatorial e Análise de *Cluster*. Segundo Hair et al. (2009), a Análise Fatorial tem o propósito de reduzir o número das variáveis, de forma a representá-las de maneira mais concisa e representativa no momento de criação dos agrupamentos. A Análise de *Cluster*, por sua vez, tem como propósito agrupar objetos, tomando por base suas características (POHLMANN, 2011). Para realização das análises, foi utilizado o *software Statistical Package for the Social Sciences (SPSS®)*.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste tópico, apresentamos os resultados obtidos por meio da Análise Fatorial e Análise de Conglomerados (*clusters*).

4.1 Análise Fatorial

Apesar de a investigação tomar por ponto de partida a análise de 30 variáveis, a formação dos fatores mostrou que apenas 12 delas apresentam correlação com os fatores. Tal verificação foi obtida a partir da análise da matriz anti-imagem, que demonstra o poder de explicação dos fatores em cada uma das variáveis analisadas.

Essa análise é feita por meio dos valores apresentados na diagonal principal da matriz e, como critério de exclusão (no intuito de aumentar o poder de explicação da análise), foram considerados os resultados inferiores a 0,60. Por outro lado, Hair et al., (2009); Fávero et al., (2009), sugerem que valores inferiores a 0,50 sejam retirados da análise por apresentarem baixo poder de explicação.

Após a exclusão das variáveis que expressavam baixo poder de explicação, procedeu-se com o teste de *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy (KMO)* e Bartlett permite verificar se os dados originais são consistentes e testa a hipótese nula de que a matriz de correlação é uma matriz identidade. Caso esta hipótese seja rejeitada, o modelo é adequado para ser utilizado. Os resultados de adequação do modelo estão dispostos no Quadro 2.

Quadro 2: Testes de KMO e esfericidade de Bartlett.

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0,803
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	1937,276
	df	66
	Sig.	0,000

Fonte: Elaborado pelos autores.

O resultado para o teste KMO foi de 0,803, indicando uma correlação forte entre as variáveis. Para Hair et al. (2009), o uso da análise fatorial se justifica melhor quanto mais esse valor estiver próximo de 1. No entanto, Corrar e Pohlmann. (2004) afirmam que caso o teste indique um grau de explicação menor que 0,50, significa que os fatores encontrados na Análise Fatorial não conseguem descrever satisfatoriamente as variações dos dados originais. O teste de esfericidade de Bartlett também confirma tal adequação, uma vez que o *p-value* é igual a 0,000, rejeitando a hipótese de a matriz de correlação ser uma matriz identidade.

Conforme demonstrado no Quadro 3, o modelo resultou na identificação de três fatores, os quais sintetizam o conjunto das variáveis estudadas, sendo as raízes características maiores do que a unidade, como pressupõe o critério utilizado. Esses fatores, em conjunto, explicam 74,07% da variância dos dados originais.

Quadro 3 – Variância total explicada pelos fatores.

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared			Rotation Sums of Squared		
	Loadings			Loadings			Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4,684	39,029	39,029	4,684	39,029	39,029	3,098	25,814	25,814
2	2,749	22,910	61,939	2,749	22,910	61,939	2,979	24,823	50,637
3	1,457	12,140	74,079	1,457	12,140	74,079	2,813	23,442	74,079
4	,719	5,992	80,072						
5	,642	5,349	85,420						
6	,565	4,707	90,128						
7	,414	3,453	93,581						
8	,348	2,902	96,483						
9	,177	1,475	97,957						
10	,114	,950	98,907						
11	,088	,733	99,640						
12	,043	,360	100,000						

Fonte: Elaborado pelos autores.

O Quadro 4 se refere à proporção da variância de uma variável explicada pelos fatores extraídos. É possível observar que todos os índices apresentaram valores elevados, o que indica a explicação de grande proporção da variância das variáveis observadas.

Quadro 4: Comunalidades.

	Initial	Extraction
PCT2011	1,000	,935
PCT2012	1,000	,942
PCT2013	1,000	,919
LG2011	1,000	,874
LG2012	1,000	,913
LG2013	1,000	,900
LC2013	1,000	,521
ROA2012	1,000	,591
ROA2013	1,000	,538
ROE2011	1,000	,599
ROE2012	1,000	,656
ROE2013	1,000	,603

Fonte: Elaborado pelos autores.

O Quadro 5 apresenta os valores das cargas fatoriais rotacionadas por meio do método VARIMAX para os três fatores formados. Quanto mais próximo de 1,0, maior será a relação da variável com o conjunto de fatores formados.

Quadro 5: Matriz de componentes rotacionados.

	Component		
	1	2	3
PCT2011		,938	
PCT2012		,933	
PCT2013		,920	
LG2011	,912		
LG2012	,929		
LG2013	,924		
LC2013	,571		
ROA2012			,748
ROA2013			,706
ROE2011			,704
ROE2012			,808
ROE2013			,773

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os indicadores Liquidez Geral e Liquidez Corrente compõem o primeiro fator, que possui poder de explicação de 39,02% do modelo e pode ser interpretado como “Liquidez”. O segundo fator, com poder de explicação de 22,91% do modelo é composto pelo indicador de Participação de Capital de Terceiros, e sendo assim, interpretado como “Estrutura de Capital”. Por fim, o terceiro fator é composto pelos indicadores de Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido, possuindo 12,14% de poder de explicação e foi interpretado como “Rentabilidade”.

4.2 Análise de Cluster

Com base nos escores gerados para cada empresa analisada, e sustentado pela suposição de pesquisa, foi determinado o número de agrupamentos a serem formados, por meio do método *K-means* (*cluster* não hierárquico), uma vez que se parte da suposição de haver dois grupos distintos dentre os objetos analisados– as empresas listadas e as não listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA. Este método permite ao pesquisador definir a quantidade de agrupamentos a serem formados, e no caso desta pesquisa, foram utilizados dois grupos, de acordo com o Quadro 6.

Quadro 6– Número de casos em cada *cluster*.

<i>Cluster</i>	1	296,000
	2	23,000
Casos Válidos		319,000

Fonte: Elaborado pelos autores.

A análise do Quadro 6 permite observar que o *cluster* 1 agrupou 296 casos, o que representa, aproximadamente, 93% do total de casos analisados. Ao passo que o *cluster* 2 foi formado por 23 casos, totalizando um percentual de apenas 7%, aproximadamente.

A distância de cada observação ao centro do respectivo *cluster* é mostrada no Quadro 7. É através da medida de distância, cujo critério adotado pelo método *k-means* é a distância euclidiana, que os objetos são agrupados. Assim sendo, o *cluster* 1 apresentou uma menor distância média em relação ao grupo, formando assim o primeiro agrupamento, enquanto o *cluster* 2 foi formado a partir dos objetos que apresentaram maior distância média entre os objetos. Por meio dos valores expostos é possível caracterizar os agrupamentos, o que possibilita a descrição dos seus perfis e a atribuição de um título baseado na sua composição.

Quadro 7: Análise dos agrupamentos.

Fatores	Cluster	
	1	2
F1-Liquidez	1,82287	7,61954
F2-Estrutura de Capital	6,36778	-1,80025
F3-Rentabilidade	0,16539	-0,52706

Fonte: Elaborado pelos autores.

Após a definição de cada agrupamento, seguiu-se com a análise dos grupos formados. Neste estudo, assim como o de Cavalcanti (2013) o qual utilizou como forma de redução dos dados a análise fatorial, foi necessário retornar à análise dos escores fatoriais gerados para cada empresa, para que o processo de descrição dos *clusters* fosse facilitado. De acordo com os resultados dos escores fatoriais, os fatores Liquidez, Estrutura de Capital e Rentabilidade apresentam características que os diferenciam e que estão presentes também nas propriedades dos *clusters* formados.

Observa-se que o fator 1 (liquidez) é composto de valores tanto negativos (23 empresas) quanto positivos (296 empresas), correspondendo a 7% e 93% respectivamente. Dessa forma, os indicadores maiores que 1,0 representam as empresas que têm condições de arcar com suas dívidas, enquanto os indicadores menores que 1,0 representam as empresas que não possuem liquidez.

A análise dos escores do fator 2 (estrutura de capital) indica que 187 das 319 empresas participantes da pesquisa apresentam valores negativos para os índices relacionados à participação de capital de terceiros e 132 apresentam valores positivos. Ou seja, na média, aproximadamente 41% das empresas dependem do capital de terceiros para financiar seus ativos no período analisado, ao passo que 59%, aproximadamente, apresentaram uma necessidade menor, o que seria o ideal. Já o fator 3, representado pelos indicadores de rentabilidade, indica que 161 empresas, aproximadamente 50% do total apresentam valores positivos, enquanto 158 empresas, ou seja, 49% apresentaram valores negativos, quando relacionadas a esse indicador.

Seguindo com a análise dos grupos formados, no Quadro 7 pode ser visualizado que tanto no *cluster* 1 como no *cluster* 2, as empresas têm uma capacidade de pagamento representado pelo fator liquidez, dentro do recomendado (maior que 1,0); enquanto os valores para a estrutura de capital é inferior às empresas do grupo 2; e quanto à rentabilidade, no *cluster* 1 a rentabilidade foi positiva, enquanto que para o *cluster* 2 esse fator apresentou valor negativo.

A partir da análise do Quadro 7 foi possível ainda, com base em suas características, atribuir nomes aos grupos formados. Entretanto, foi observado por meio da aplicação da estatística ANOVA, cujo objetivo é verificar quais fatores contribuíram para a distinção das empresas, de forma a segregá-las em grupos distintos, que o fator rentabilidade não apresentava significância estatística, sendo aconselhável retirá-lo do modelo.

Quadro 8: Análise de variância ANOVA.

	Cluster		Erro		Valor de F	Sig.
	Média dos quadrados	Graus de liberdade	Média dos erros	Graus de liberdade		
Fator 1-Liquidez	186,790	1	0,414	317	451,278	0,000
Fator 2-Estrutura de Capital	24,619	1	0,925	317	26,601	0,000
Fator 3-Rentabilidade	0,158	1	1,003	317	,158	0,691

Fonte: Elaborado pelos autores.

Sendo assim, as variáveis que permitiram a discriminação das empresas, de forma a gerar dois grupos distintos foram os fatores liquidez e estrutura de capital. Após a retirada do fator rentabilidade, que não apresentou contribuição significativa para a formação dos grupos, foi gerada uma nova formação de grupos e consequente mudança em suas composições.

Observa-se que após a exclusão do fator rentabilidade da análise de *cluster* foram deslocadas uma empresa do grupo 2 para o grupo 1, não havendo, portanto, variações significativas nos grupos, o que justifica o baixo poder de discriminação daquele fator. A composição de cada grupo está detalhada no Quadro 8.

Quadro 8: Análise dos agrupamentos e número de casos utilizando dois fatores.

Fatores	Cluster	
	1	2
Liquidez	7,61954	1,82287
Estrutura de Capital	-1,80025	6,36778
Número de casos por cluster	297	22

Fonte: Elaborado pelos autores.

Definidos a solução e o perfil dos grupos analisados, os grupos foram intitulados como: grupo 1, representado por valores relativos aos índices de liquidez, superiores ao do *cluster* 2, e estrutura de capital inferior a 1,0, podendo assim ser denominado de “empresas com situação financeira satisfatória”.

Por outro lado, o grupo 2, também apresentou valor positivo para o fator liquidez, no entanto o fator estrutura de capital demonstrou que essas empresas necessitam de maior participação de capital de terceiros para financiar seus ativos que, pode ser caracterizado como “empresas com situação financeira insatisfatória”. Essa definição é possível uma vez que esse fator demonstrou um valor acima de 1,0 uma vez que, de acordo com a Tabela 1 “quanto menor, melhor”. Padoveze e Benedicto (2010), explicam que a participação excessiva de capital de terceiros, tendo em vista as oscilações bruscas que tem sofrido a economia brasileira, é considerada de maior risco, e os agentes de crédito têm mais restrições na concessão de crédito para empresas com esse tipo de estrutura. O Quadro 9 mostra os resultados do teste ANOVA após a exclusão do fator rentabilidade.

Quadro 9: Análise de variância ANOVA para dois fatores.

	Cluster		Erro		Valor de F	Sig.
	Média dos quadrados	Graus de liberdade	Média dos erros	Graus de liberdade		
Fator 1-Liquidez	186,790	1	0,414	317	451,278	0,000
Fator 2-Estrutura de Capital	24,619	1	0,925	317	26,601	0,000

Fonte: Elaborado pelos autores.

4.3 Discussão da suposição de pesquisa

Neste estudo, a análise de *cluster* foi utilizada com o propósito de classificar as empresas em dois grupos, de forma que pudessem ser comparadas ao grupo de empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBOVESPA. Dessa forma, o Quadro 10 apresenta a relação de empresas listadas no período de 2011 a 2013, de acordo com a classificação feita pela análise de conglomerados.

Quadro 10: Empresas listadas nos NDGC no período de 2011 a 2013.

Segmento de Listagem	Cluster	
	1	2
Novo Mercado	95	5
Nível 2	14	-
Nível 1	19	1
Mercado Tradicional	169	16
Total	297	22

Fonte: Elaborado pelos autores.

Analisando o Quadro 10 é possível observar que, do total de 134 empresas listadas nos NDGC (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), aproximadamente 95% (128 empresas) compõem o grupo de “empresas com situação financeira satisfatória”, e assim, pode-se afirmar que a maioria dessas empresas apresenta indicadores financeiros superiores aos das demais companhias abertas.

Por outro lado, do total de 22 empresas que compõem o grupo de “empresas com situação financeira insatisfatória” (Quadro 10), ou seja, empresas que apresentaram indicadores financeiros distintos dos apresentados pelo grupo 1, aproximadamente 27%, ou seja, apenas seis empresas estão listadas nos NDGC.

Embora esse estudo tenha se baseado na suposição de haver distinção entre os indicadores financeiros dos dois grupos de empresas (listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA e as não listadas) os resultados apresentados não foram suficientes para se concluir a respeito da dessemelhança entre os *clusters*. Sendo assim, foi executado um teste de médias com as variáveis originais que compuseram os fatores liquidez e estrutura de capital para as 319 empresas, de forma a verificar se a média dos indicadores das listadas e não listadas se originam de populações diferentes.

Quadro 11: resultados do teste ANOVA.

		Média dos quadrados	Graus de liberdade	Média dos erros	Valor de F	Sig.
PCT2011	Between Groups	65,743	1	65,743	82,617	,000
	Within Groups	252,257	317	,796		
	Total	318,000	318			
PCT2012	Between Groups	72,628	1	72,628	93,829	,000
	Within Groups	245,372	317	,774		
	Total	318,000	318			
PCT2013	Between Groups	66,632	1	66,632	84,029	,000
	Within Groups	251,368	317	,793		
	Total	318,000	318			
LG2011	Between Groups	150,884	1	150,884	393,757	,000
	Within Groups	93,116	243	,383		
	Total	244,000	244			
LG2012	Between Groups	150,550	1	150,550	394,085	,000
	Within Groups	92,450	242	,382		
	Total	243,000	243			
LG2013	Between Groups	150,477	1	150,477	396,239	,000
	Within Groups	91,523	241	,380		
	Total	242,000	242			
LC2013	Between Groups	75,608	1	75,608	99,882	,000
	Within Groups	232,392	307	,757		
	Total	308,000	308			
ROA2012	Between Groups	5,449	1	5,449	5,538	,019
	Within Groups	271,551	276	,984		
	Total	277,000	277			

ROA2013	Between Groups	4,978	1	4,978	5,051	,025
	Within Groups	274,022	278	,986		
	Total	279,000	279			
ROE2011	Between Groups	,030	1	,030	,030	,863
	Within Groups	245,970	245	1,004		
	Total	246,000	246			
ROE2012	Between Groups	,077	1	,077	,076	,782
	Within Groups	243,923	243	1,004		
	Total	244,000	244			
ROE2013	Between Groups	,170	1	,170	,169	,681
	Within Groups	243,830	243	1,003		
	Total	244,000	244			

Fonte: Elaborado pelos autores.

Todavia, os resultados dos testes de variância e média mostraram que as variáveis ROA2012, ROA2013, ROE2011, ROE2012 e ROE2013 não se mostraram estatisticamente significativas ao nível de 5%. Isto quer dizer que a hipótese nula de igualdade de médias não foi rejeitada e que para os demais indicadores, a média se originou de populações diferentes.

Os resultados deste estudo mostram que a maior parte das empresas agrupadas no *cluster* 1 estão listadas nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado, denotando que existe diferença entre os grupos formados. Assim, pode-se inferir que as empresas listadas nesses segmentos mostram um padrão de comportamento, levando em consideração os indicadores de liquidez e estrutura de capital, diferente das demais companhias abertas brasileiras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Devido à importância dos indicadores econômico-financeiros tanto na busca de informações sobre o desempenho das organizações, quanto em sua utilização para tomada de decisões, a adoção de modelos de gestão que visem melhoria nesses resultados tem sido cada vez mais comum.

Partindo do pressuposto de que as empresas que aderem aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA tendem a apresentar resultados diferentes das demais o presente estudo testou se os indicadores econômico-financeiros das empresas listadas eram similares aos das demais empresas brasileiras de capital aberto no período de 2011 a 2013. Para tanto, utilizou-se as técnicas de análise multivariada Análise Fatorial e Análise de Conglomerados (*Clusters*).

Por meio da Análise Fatorial, o conjunto de variáveis foi reduzido, de modo que passaram a ser representadas por três fatores, definidos como liquidez, estrutura de capital e rentabilidade. Entretanto, ao analisar os resultados estatísticos do teste ANOVA, foi observado que o fator rentabilidade apresentava, além de um baixo valor de variabilidade entre os grupos, baixa significância, tornando a utilização deste inadequada para classificar as empresas.

Após a retirada do fator rentabilidade, o teste ANOVA foi gerado novamente e os resultados mostraram que os fatores liquidez e estrutura de capital eram consistentes, o que indicou a relação entre estes grupos. Dadas as características destes fatores, que foram denominados “empresas com situação financeira satisfatória” e “empresas com situação financeira insatisfatória”, foram agrupadas 297 e 22 empresas, respectivamente.

O *cluster* formado por empresas com situação financeira satisfatória foi definido dessa forma devido aos fatores liquidez e estrutura de capital demonstrarem uma situação de equilíbrio financeiro, como sugere a literatura sobre o assunto. Já no *cluster* formado por empresas com situação financeira insatisfatória, os fatores se mostraram que as empresas possuem capacidade de arcar com suas dívidas, no entanto, apresentam participação de capital de terceiros aquém do recomendado, o que pode representar uma situação de risco.

Quanto à suposição de pesquisa, grande parte das empresas listadas nos NDGC foram alocadas no primeiro grupo, confirmando um resultado que era esperado. Esse resultado indica que a maioria das empresas listadas nos segmentos especiais apresentaram desempenho semelhante, ou seja, são organizações que ao aderir a esses níveis adotaram modelos de gestão orientados para excelência. Para que a diferença entre os grupos pudesse ser atestada, aplicou-se o teste estatístico de diferença de médias, o qual confirmou estatisticamente a diferença entre os *clusters*.

Com base nesses resultados, conclui-se que a adoção de modelos que incentivam as boas práticas de governança corporativa tende a diferenciar as empresas no que tange seus resultados econômico-financeiros. Dessa forma, esse estudo contribui para a ampliação da discussão no sentido de apresentar resultados empíricos sobre o assunto em questão. Sugere-se, ainda, para pesquisas futuras o foco em setores específicos ou que sejam utilizados outros indicadores, tanto financeiros quanto não financeiros, tendo em vista que o uso restrito de desses indicadores foi a principal limitação desse estudo.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; COSTA, F. M. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 118-131, 2008.
- ANTUNES, M.T.P.; MARTINS, E. Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n.1, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- _____, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico- financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BENEDICTO, G. C.; LACERDA, G. D.; VAZ, J. M.; ALMEIDA, M. S.; OLIVEIRA, R. D. Estudo setorial dos indicadores econômico-financeiros das sociedades anônimas de capital aberto no Brasil no período de 2008 a 2012: uma análise multivariada. *Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep*, v.1, n. 1, p. 01-22, 2014.
- BOVESPA – Bovespa Mais. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 25/03/2015.
- BOVESPA - Novo Mercado. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 25/03/2015.
- BOVESPA – Nível 1. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-1.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 25/03/2015.
- BOVESPA – Nível 2. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-2.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 25/03/2015.
- CAVALCANTI, M. A. N. Análise de similaridade entre distribuidoras do setor elétrico brasileiro: um estudo dos indicadores econômico-financeiros e sua relação com as ganhadoras do prêmio ABRADÉE no período de 2008 a 2011. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2013.
- COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 9, n. 4, p. 26-37, 2010.
- CORRAR, L. J. & POHLMANN, M. C. Análise cluster de setores da economia brasileira utilizando indicadores contábeis. In: **XXVIII Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração - ENANPAD**, 2004, Curitiba - PR. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. Disponível em <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2004/CCG/CCG55.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2015.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Elsevier, Rio de Janeiro, 2009.
- GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1999.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. Análise multivariada de dados. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HAWAWINI, G.; VIALLET, C. *Finanças para Executivos: gestão para a criação de valor*. 3. ed., São Paulo: Cengage Learning, 2009.
- IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- KREUZBERG, F.; RIGO, V. P.; KLANN, R. C. Relação entre os indicadores de desempenho financeiro e a intangibilidade dos ativos: um estudo das empresas listadas na BM&FBOVESPA. XVII Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, p. 1-15, 2013.
- LOPES, E. C.; VALENTIM, M. L. P. Governança corporativa em empresas de capital aberto: uma contribuição da Ciência da Informação para a análise da informação estratégica. 2013.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

- MARTINS, E. Análise crítica de balanços: parte I. Boletim IOB: Temática Contábil e Balanços. São Paulo: no 26, 2005a.
- _____, E. Análise crítica de balanços: parte II. Boletim IOB: Temática Contábil e Balanços. São Paulo: no 31, 2005b.
- MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MICHELIN, J. A. M. S. Os efeitos das praticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisa**, v1, n°1, p. 1-5, 2010.
- MUNARETTO, L. F. Avaliação de desempenho organizacional em cooperativas de eletrificação: um estudo sobre o uso de indicadores de desempenho. 2013. Tese de doutorado. Universidade de São Paulo.
- PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. de. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 3. ed., Revista e Ampliada, São Paulo:Cengage Learning, 2010.
- POHLMANN, M. C. Análise Multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. In: CORRAR, J.L.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J.M. (coord.). FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- SILVA, F. F., et al. Análise do Desempenho Econômico-Financeiro de Seguradoras. XXXIII Encontro do ANPAD, 2009.
- SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: **Saint Paul Institute of Finance**, 2005.
- SOUZA, A. A. et al. Indicadores de desempenho econômico-financeiro para hospitais: um estudo teórico. RAHIS - Revista de Administração Hospitalar e Inovação em Saúde, n. 3, p. 44-55, jul./dez. 2009. Disponível em: <<http://web.face.ufmg.br/face/revista/index.php/rahis/article/viewFile/807/681>>. Acesso em: 01 mai. 2015.
- SOUZA, A. A. Principais ferramentas de medição de desempenho econômico-financeiro das organizações. 2014.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.