

Relação entre recursos financeiros de curto prazo e desempenho de empresas brasileiras de menor porte

RICARDO FLORIANI

Universidade Regional de Blumenau - FURB
rfloriani1980@gmail.com

LUÍS ANTONIO LAY

FURB - Universidade de Blumenau
luisantoniolay@gmail.com

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

Universidade Regional de Blumenau - FURB
tarcisio@furb.br

Relação entre recursos financeiros de curto prazo e desempenho de empresas brasileiras de menor porte

Resumo

As empresas brasileiras enfrentam limitações financeiras para desempenharem suas atividades produtivas, seja pela elevada carga tributária, taxas elevadas para obtenção de financiamentos bancários e precisam gerenciar suas finanças com eficiência. Esta pesquisa buscou verificar a relação entre os indicadores de recursos financeiros de curto prazo e o desempenho econômico e financeiro de empresas de menor porte brasileiras. Dentre as empresas de grande porte brasileiras com ações em bolsa, foram selecionadas as cem empresas de menor porte com base nos ativos totais no ano de 2013. A análise foi realizada com dados financeiros das empresas analisados em painel no período de 2009 a 2013 e utilizou estatística descritiva, análise de correlações e regressão linear múltipla. Os resultados indicam haver correlação entre os índices análise financeira de curto prazo mensurados pelo índice de análise dinâmica do capital de giro e índices de rentabilidade e de estrutura de capital. Em relação aos índices de liquidez não houve significância estatística.

Palavras-chave: empresas de menor porte; análise dinâmica; desempenho.

Abstract

Brazilian firms face financial restrictions to develop their productive activities, such because of high government taxes, high taxes to get money from banking and they need to control their financial resources with efficiency. In this search we intend to verify the relationship between working capital indices and economic and financial performance of Brazilian smaller firms. From big firms that have stock exchange, we selected 100 smaller taking 2013 year as base. This analyzes was done with financial panel data with selected firms during the period from 2009 to 2013 and used descriptive statistics, correlation analyses and linear regression. Results show correlation between working capital measured by dynamic analysis and profitability index, and capital structure. In relation to liquidity index we didn't find statistic significance.

Key-words: smaller firms; dynamic analysis; performance.

1. INTRODUÇÃO

A gestão do capital de giro é extremamente dinâmica e exige a atenção dos executivos financeiros, sendo que falhas nesta área podem comprometer a capacidade de solvência, no curto prazo, da empresa e prejudicar sua rentabilidade (BRAGA, 1991; DELOOF, 2003). De acordo com Dellof (2003), as empresas precisam ter um nível ótimo de capital de giro que maximize seu valor. Baños-Caballero et al. (2013) mencionam a existência de um nível ótimo de investimento em capital de giro que equilibre custos e benefícios de modo a maximizar o valor da empresa e sugerem a existência de um *trade-off* na gestão do capital de giro.

As decisões relacionadas ao capital de giro envolvem, segundo Barine (2012), relacionamentos entre ativos de curto prazo e possibilidades que garantem que uma empresa é capaz de dar continuidade as suas operações e manter fluxo de caixa suficiente para satisfazer débitos de curto prazo e despesas operacionais a custos mínimos de forma a aumentar a lucratividade corporativa.

Quanto maior o investimento em ativos correntes, menor o risco de liquidação, mas também menor a lucratividade obtida na continuidade do negócio, conforme afirmam Garcia-Teruel e Martínez-Solano (2005) quando pesquisaram sobre pequenas e médias empresas da Espanha, que destacaram, também, que o gerenciamento do capital de giro é particularmente

importante no caso de pequenas e médias empresas, pois significativa parcela dos ativos destas empresas encontra-se na forma de ativos correntes.

Empresas de menor porte tendem a enfrentar maiores dificuldades para suprir as variações das Necessidades de Capital de Giro (NCG), o que pode levar inclusive a falência das empresas (SEIDEL e KUME, 2003). Em consonância, Afeef (2011) apresenta expectativa de que o gerenciamento eficiente do capital de giro pode ter um impacto mais profundo na lucratividade de empresas menores, pois consomem uma porção substancial dos lucros destas empresas. Para Baños-Caballero et al. (2013) as empresas de porte menor tendem a ter restrições financeiras, maior dificuldade para acessar mercado de capitais e por consequência enfrentam maiores restrições a empréstimos e maiores custos de financiamento externo.

Esta pesquisa tem como objetivo verificar a relação entre os indicadores de recursos financeiros de curto prazo e o desempenho econômico e financeiro de empresas brasileiras de menor porte. O estudo se justifica pelos potenciais impactos que as finanças de curto prazo podem gerar no desempenho das empresas, pela sinalização da importância da gestão estratégica deste assunto que pode evitar que diversas empresas não consigam honrar seus compromissos de curto prazo (PAIXÃO et al., 2008), pelo custo e risco mais elevados de captação de financiamento de curto prazo (GIMENES E GIMENES 2008).

Este estudo contribui para a literatura de finanças corporativas no sentido de identificar os índices de gestão do capital de giro que apresentam relação com os resultados econômicos e financeiros das empresas. No aspecto gerencial, a contribuição possível, é dirigida a identificação dos índices de gestão de capital de giro que requerem maior atenção e que geram interferências nos resultados alcançados pelas empresas. No que se refere aos aspectos estatísticos a combinação das técnicas utilizadas de estatística descritiva, análise de correlações e análise de regressão múltipla possibilitou a identificação das variáveis correlacionadas e aquelas significativamente relevantes para determinação da análise dinâmica.

A seguir será apresentada a fundamentação teórica desdobrada na apresentação do modelo Fleuriet para análise dinâmica das empresas, na abordagem de desempenho econômico e financeiro e retorno das ações no mercado e nas empresas de menor porte. A metodologia empregada será descrita no capítulo seguinte e os dados obtidos serão apresentados, discutidos e interpretados. Ao final serão apresentadas as considerações finais, conclusões e as recomendações para pesquisas futuras.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O embasamento teórico utilizado para compor esta pesquisa foi realizado com base na consulta de diversos periódicos nacionais e internacionais com relevantes fatores de impacto, bem como aqueles que compõem a qualificação Qualis Capes A ou B (preferencialmente 1 ou 2) nas áreas de administração e ciências contábeis.

Neste capítulo serão abordados os conceitos da análise dinâmica propostos por Michel Fleuriet e citados por diversos outros autores que utilizaram sua teoria na aplicação e estudo das finanças de curto prazo das empresas. Tendo em vista o objetivo de comparar os dados da análise dinâmica com os indicadores de desempenho econômico e financeiro é descrito o segundo tópico da fundamentação teórica com a apresentação dos trabalhos que abordaram este assunto. O capítulo é encerrado com a apresentação do conceito de empresas de menor porte

2.1 Análise dinâmica dos recursos de curto prazo

A administração do capital de giro deve garantir, segundo Assaf Neto (2005), que a empresa tenha condições de comprar, produzir, estocar, vender e receber, ou seja, representa o

valor total dos recursos demandados pela empresa para financiar seu ciclo operacional. A gestão do capital de giro é apontado por Fonseca e Ceretta (2012), como uma ferramenta de estratégia financeira capaz de melhorar a rentabilidade da empresa e com situação econômico-financeira sustentável quando conserva equilibrada sua liquidez, sem prejuízo em relação à rentabilidade.

Matarazzo (2003) menciona que alta liquidez indica boa situação financeira, mas não afasta a hipótese da existência de recursos ociosos. A conciliação das demandas de fluxos de caixa, incremento das vendas, lucratividade e rentabilidade visa, de acordo com Paixão et al (2008), minimizar os riscos de liquidez inerentes às operações da empresa e garantir a estabilidade e perpetuidade do negócio.

No que se refere a demanda por capital de giro, Gimenes e Gimenes (2008), quando esta não é financiada com recursos permanentes (exigíveis a longo prazo e patrimônio líquido) há a necessidade de captação de recursos de curto prazo, cujos custos são superiores as demais fontes de financiamento.

Os gestores da empresa devem considerar um intervalo adequado de valores do capital de giro. Fonseca e Ceretta (2012) mencionam que a falta de caixa pode gerar risco de não cumprimento das obrigações e a existência em excesso pode refletir ineficiência de gestão. O capital de giro deve, segundo Machado et al (2008), ser minimizado até o ponto em que não traga restrições às vendas e à lucratividade da empresa e deve-se minimizar o tempo entre desembolsos e recebimentos.

A dinâmica de análise financeira proposta por Fleuriet estabelece análise dos ciclos da empresa e diferencia o ciclo financeiro e ciclo econômico. De acordo com Fleuriet et al (2003) o ciclo econômico caracteriza-se pelo prazo decorrido entre as entradas de matérias-primas e os produtos acabados e o ciclo financeiro compreende o período entre as saídas de caixa e as entradas decorrentes do recebimento de clientes. Pereira Filho (1998) conceitua ciclo financeiro como o tempo compreendido entre o momento do desembolso dos itens necessários ao exercício da atividade produtiva até o recebimento das vendas a crédito da empresa.

Fleuriet et al (2003) apresenta o conceito de necessidade de capital de giro (NCG) que compreende a necessidade de aplicação permanente de recursos para cobrir os valores decorrentes dos fluxos financeiros e funciona como uma forma de solucionar o problema da incompatibilidade entre entradas e saídas de caixa. A necessidade de capital de giro NCG é calculada, segundo Matarazzo (2003) pela subtração entre Ativo Circulante Operacional (ACO) e Passivo Circulante Operacional (PCO). Seidel e Kume (2003) destacam que a NCG é proveniente das aplicações nas contas do Ativo Circulante Operacional (ACO).

Para Souza e Bruni (2008) uma NCG positiva indica o dever de realização de aplicações de recursos na atividade e se negativa, indica uma fonte de recursos. As fontes de financiamento da NCG são apresentadas por Matarazzo (2003): capital circulante próprio; empréstimos e financiamentos bancários de longo prazo; Empréstimos Bancários de curto prazo e duplicatas descontadas. Seidel e Kume (2003) mencionam a importância da Necessidade de Capital de Giro (NCG), pois sua inadequada gestão pode conduzir as empresas à falência.

O Capital de Giro (CDG) é calculado pela diferença entre o passivo permanente e o ativo permanente. É a parcela de recursos de longo prazo obtida por meio de empréstimos de longo prazo (superior a 365 dias) ou por meio do patrimônio líquido, não utilizados nos ativos permanentes (FONSECA; CERETTA, 2012).

Outro conceito importante apresentado por Fleuriet et al (2003) é o saldo de tesouraria (T) expresso pela diferença entre o ativo errático e o passivo errático. Diz-se contas erráticas aquelas não ligadas diretamente a operação e cuja alteração ocorre de maneira aleatória. De acordo com Fleuriet et al (2003) se o valor do Saldo de Tesouraria for negativo há o risco de

insolvência. Braga (1991) esclarece que em certas épocas do ano poderão surgir pressões sazonais que determinam a expansão da NCG e que nestas ocasiões, T poderá se tornar negativo, pois as fontes de financiamento (empréstimos de curto prazo e descontos de duplicatas) estariam adequadas para atendimento as necessidades temporárias de recursos. O autor complementa que se não se configurar uma ação transitória, T será cronicamente negativo e indicará risco de insolvência com altos custos de financiamento para atendimento às necessidades temporárias de recursos.

A avaliação da situação dinâmica da empresa é importante, de acordo com Souza e Bruni (2008), pois caso tenha saldo negativo e crescente a empresa está sob efeito tesoura, ou seja, crescimento do saldo de tesouraria em função do crescimento da NCG em relação ao autofinanciamento e ao crescimento do CDG, que pode causar insolvência e possibilidade de dissolução. Adicionalmente, Souza e Bruni (2008) apresentam a possibilidade de ocorrência do efeito tesoura, em função do aumento da relação de necessidade de capital de giro/vendas em comparação à relação autofinanciamento/vendas, que levaria a empresa a recorrer a endividamento de curto prazo e contribui ainda mais para o efeito tesoura.

O Capital Circulante Líquido é definido por Matarazzo (2003) como a folga financeira da empresa e pode ser encontrado por dois caminhos: diminuindo-se do Ativo Circulante (AC) o Passivo Circulante (PC) ou por meio da subtração dos recursos não correntes (Patrimônio líquido + Exigível a Longo Prazo) pelas aplicações não correntes (Ativo permanente + Realizável a Longo Prazo).

As contas ligadas ao ciclo operacional da empresa apresentam movimento contínuo e cíclico, sendo chamadas pelos autores de cíclicas. De acordo com Souza e Bruni (2008), as contas circulantes que não estão relacionadas com a operação da empresa, são chamadas de erráticas. CDG é a parte dos recursos permanentes utilizados pela empresa para financiamento da NCG. A importância de um CDG positivo com volume suficiente para suprir a NCG reside no financiamento do giro com recursos de curto prazo, obtidos geralmente sob a forma de empréstimos ou descontos de títulos. Já o saldo de tesouraria, quantifica a insolvência da empresa e de acordo com Souza e Bruni (2008) quando negativo significa que a empresa aplicou seus recursos em ativos não circulantes e tem que financiar sua NCG com recursos de curto prazo.

Índice de Análise dinâmica do capital de giro	Fórmula
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	$NCG = ACO - PCO$
Saldo de Tesouraria (T)	$T = ACF - PCF; T = CGL - NCG;$
Capital Circulante Líquido (CCL)	$CCL = AC - PC; CCL = (PELP + PL) - (ARLP + AP)$
Capital de Giro Próprio (CGP)	$CGP = PL - (AP + ARLP); CGP = CCL - ELP;$
Termômetro da Situação Financeira (TSF)	$TSF = T / NCG$

Quadro 1: índices e fórmulas para análise dinâmica do capital de giro.

Fonte: Adaptado de Machado et al (2011).

Ao calcular os índices de análise dinâmica do capital de giro, obtêm-se diversos indicadores e a combinação dos indicadores possibilita gerar percepção quanto a situação da empresa. O quadro 2 a seguir apresenta os tipos de estrutura e a situação financeira.

Tipo	NCG	T	CCL	Situação
I	-	+	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	-	+	Insatisfatória
IV	+	-	-	Péssima
V	-	-	-	Muito ruim
VI	-	+	-	Alto Risco

Quadro 2: Tipos de estrutura e situação financeira.

Fonte: Marques e Braga (1995).

A utilização do quadro 2 tem sido recorrente nos estudos (FONSECA e CERATTA, 2012) que remetem a estrutura e situação financeira. Fonseca e Ceratta (2012) mencionam que as empresas classificadas nos três primeiros tipos tendem a apresentar melhor desempenho mensurado pelas variáveis ROE e LPA.

2.2 Desempenho Econômico-Financeiro e Retorno das Ações no Mercado

A característica fundamental dos índices é, segundo Matarazzo (2003) o fornecimento de visão ampla da situação econômica ou financeira da empresa. O autor esclarece que em relação a situação financeira encontram-se índices de estrutura e de liquidez e a situação econômica é analisada por meio de índices de rentabilidade.

Índice de liquidez	Fórmula	Fonte
liquidez corrente	$LC = \frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	Matarazzo (2003)
Liquidez Seca	$LS = \frac{At.\ Circ - Estoque}{Pas.\ Circ.}$	Matarazzo (2003)
índices de rentabilidade	Fórmula	
Giro do ativo	$GAT = \frac{Receita\ Líquida}{Ativo\ Total}$	Matarazzo (2003); Braga, Nossa e Marques (2004);
Margem líquida	$ML = \frac{Lucro\ Líquido}{Receita\ Líquida} \times 100$	Matarazzo (2003); Braga, Nossa e Marques (2004)
Rentabilidade sobre o ativo (ROA)	$ROA = \frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ total} \times 100$	Matarazzo (2003); Braga, Nossa e Marques (2004)
Rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE)	$ROE = \frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido} \times 100$	Matarazzo (2003); Braga, Nossa e Marques (2004); Assaf Neto (2005).
Lucro por ação (LPA)	$LpA = \frac{Lucro\ Líquido}{Ações\ ordinárias}$	Camargos e Barbosa (2005); Assaf Neto (2005)
Índices de estrutura de capital	Fórmula	
Participação de capital de terceiros (endividamento)	$ENDTOT = \frac{Cap.\ Terceiros}{Patrimônio\ Líquido} \times 100$	Matarazzo (2003)
Composição do endividamento	$ENDCP = \frac{Pac.\ Circulante}{Capital\ Terceiros} \times 100$	Matarazzo (2003)
Imobilização do Patrimônio Líquido	$IMOBPL = \frac{Ativo\ Permanente}{Patrimônio\ Líquido} \times 100$	Matarazzo (2003)
Imobilização dos recursos não correntes	$IMOBPL = \frac{Ativo\ Permanente}{Patrimônio\ Líquido + Pas.\ ã\ Circ.} \times 100$	Matarazzo (2003)

Quadro 3: indicadores contábeis.

Diversos estudos têm procurado relações entre capital de giro e lucratividade das empresas. Lazaridis e Tryfonidis (2006) encontraram suporte estatístico para afirmar que há relação entre lucratividade, mensurada pelo lucro bruto operacional e o ciclo de conversão de caixa.

Perucelo e Silveira (2009) analisaram empresas têxteis brasileiras e evidenciaram que a empresa que obteve melhor avaliação segundo as análises dinâmica e tradicional também foi a empresa que obteve melhor desempenho percebido pelo mercado de ações e as empresas que tiveram menor rentabilidade foram as que receberam menor escore nas análises dinâmica e tradicional.

Em seu estudo sobre empresas calçadistas, Azeredo (2008), encontrou correlações entre efeito tesoura e menciona que a medida que o índice aumenta, ocorre aumento na

liquidez e redução da lucratividade e rentabilidade, bem como a dependência financeira. Percebeu também tendência de que a redução no nível de imobilização de recursos provoca aumento no capital circulante líquido e redução no nível de endividamento.

O estudo realizado por Fonseca e Ceretta (2012) avaliou se o desempenho econômico-financeiro obtido pelas empresas pertencentes à BMF&BOVESPA teve relação de dependência quanto a liquidez das mesmas, por meio de análise em painel e constataram dependência entre o Modelo Fleuriet, o Retorno sobre capital próprio (ROE) e o Lucro por Ação (LPA).

Segundo Baños-Caballero et al. (2013) existe um nível ótimo de investimento em capital de giro que equilibra custos e benefícios e maximiza a performance da empresa. Para os autores, quando houverem menores níveis de capital de giro, os gerentes tenderão a conceder descontos para pagamentos antecipados.

2.3 Empresas de menor porte

O trabalho de Garrán (2012) apresenta significativa influência do porte empresarial no retorno das ações. As empresas de menor porte tendem, a ter custo de capital próprio mais alto. Para cálculo do Porte da empresa, Garrán (2012) utilizou o logaritmo base 10 do valor de mercado da empresa. Justifica a escolha do valor de mercado como *proxy* de tamanho como aderente a prática de mercado e processo de tomada de decisão do investidor.

De acordo com Antunes, Bressan e Lamounier (2006) a *proxy* tradicional para medir o tamanho da empresa é o valor de mercado, mas podem ser utilizados também o valor patrimonial e o lucro. Nunes et al (2010) mencionam que o tamanho das empresas é normalmente mensurado pelo número de empregados, valor do ativo total ou receita de vendas.

A seguir são apresentadas as formas de mensuração do porte das empresas apresentadas por diversos autores que utilizaram como variável em seus trabalhos.

Tabela 1: Mensuração do porte

Forma de mensuração do porte	Autores
Logaritmo base 10 do valor de mercado da empresa dividido por 1000.	Antunes, Bressan e Lamounier (2006); Garrán (2012);
Faturamento bruto em logaritmo.	Munhiz et al (2014);
Patrimônio líquido	Rostagno; Soares e Soares (2003); Antunes, Bressan e Lamounier (2006).
Lucro	Antunes, Bressan e Lamounier (2006);
Logaritmo natural do valor contábil do total dos ativos	Silva et al (2008); Nossa et al (2009); Nunes et al (2010); Gonzaga; Costa (2009);
Faturamento bruto	Aldrighi; Bisinha (2010)

Fonte: Dados da pesquisa.

No que se refere ao tamanho das empresas, Zonenschain (1998) menciona que as empresas menores tendem a ser menos diversificadas e tem propensão a serem menos alavancadas do que as empresas maiores. Complementa que os custos para a emissão de ações e de endividamento de longo prazo é maior para as empresas menores e como resultado, as empresas menores tendem a se utilizar de maior proporção de endividamento de curto prazo.

Empresas de menor porte são tomadas como aquelas comparativamente menores que empresas de referência, mas mesmo assim podem ter estrutura, funcionários e ativos que as caracterizem como grandes empresas, diferentemente do conceito de empresas de pequeno porte que remete a pequenas e médias empresas (PME's). Neste trabalho o ativo total do ano de 2013 foi utilizado para classificar as empresas cujas ações são negociadas na bolsa de valores (BOVESPA).

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa classifica-se como descritiva, documental e quantitativa. A caracterização como descritiva ocorre quando existe a intenção de descobrir associação entre variáveis (GIL, 2010). Também em relação a pesquisa descritiva, esclarece Appolinário (2012), que ocorre quando se busca descrever uma realidade sem nela interferir. O mesmo autor apresenta as estratégias de pesquisa em relação à fonte de informação e afirma que quando se utilizam documentos para a realização do estudo, este é chamado de documental. A pesquisa preponderantemente quantitativa, nos termos de Appolinário (2012) busca verificar e explicar a influência de variáveis predeterminadas sobre outras variáveis. Ainda em relação a pesquisa quantitativa, Silva e Menezes (2005) consideram que tudo pode ser quantificável em números, opiniões e informações para classificá-las e analisá-las.

Quanto a temporalidade, esta pesquisa é classificada como longitudinal, pois utilizou dados das empresas componentes da amostra no período de 2009 a 2013. Os dados dos balanços patrimoniais das empresas selecionadas foram obtidos na base de dados Economatica. A partir da revisão bibliográfica da literatura, foram utilizados os demonstrativos contábeis das cem menores empresas listadas na Bovespa tomando-se por base o ativo total das empresas no balanço de encerramento do período compreendido entre o ano de 2009 a 2013. Os dados foram organizados para análise em painel. Fávero (2013) menciona que a inclusão da dimensão em *cross-section*, num estudo temporal, confere uma maior variabilidade aos dados e contribui para a redução de colinearidade entre as variáveis.

A classificação de tamanho, para identificação das 100 menores empresas com ações listadas na Bovespa, foi realizada com base no ativo total do ano de 2013. Foram inicialmente separadas as cem menores empresas listadas na Bovespa e os dados de seus balanços extraídos para cálculo dos indicadores da análise dinâmica e de desempenho econômico-financeiro. Este recorte decorre do pressuposto de que as menores empresas teriam uma maior probabilidade de apresentarem índices de análise dinâmica menos favoráveis e permite análise da influência das finanças de curto prazo no desempenho econômico e financeiro das empresas.

Com os dados coletados, foram calculados os ativos e passivos circulantes e operacionais e os respectivos índices de análise dinâmica e os índices de desempenho econômico e financeiro. Foram excluídas 64 empresas que não continham todos os dados completos para as variáveis analisadas e a amostra final é composta por 36 empresas.

A análise inicial utilizou estatística descritiva e o tratamento estatístico dos dados é realizado por meio dos *softwares* SPSS e Statgraphics. Para processamento dos dados foi utilizada estatística descritiva, análise de correlação de Pearson e regressão multivariada. Hair Jr. et al (2005) mencionam que a regressão múltipla é utilizada para análise da relação entre uma variável dependente e várias variáveis independentes. A variável Análise Dinâmica compõe a variável dependente e os demais índices contábeis foram utilizados como independentes. A etapa seguinte compreendeu a análise e interpretação dos dados obtidos.

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Nos estudos de Fonseca e Ceretta (2012), a adoção de política mais agressiva quanto a gestão do capital de giro não representou melhor performance financeira. Os estudos de Afeef (2011) sugerem que os indicadores de gerenciamento do capital de giro tiveram um impacto perceptível na lucratividade das empresas paquistanesas. O autor utilizou análise de correlação e análise de regressão e verificou que um gerenciamento eficiente do capital de giro gerou impacto na lucratividade das empresas analisadas.

No quadro 4 são apresentadas as variáveis analisadas, a amplitude do menor valor ao maior valor, a média e o desvio padrão.

Estatística Descritiva

	Número	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
NCG	180	-234999,00	169382,00	10120,30	50483,53
T	180	-230246,00	235474,00	-5119,10	46646,75
CCL	180	-388334,00	292822,00	341,71	86336,25
CGP	180	-5252090,00	271120,00	-181512,17	707142,44
TSF	180	-154,71	42,54	-,8176	15,01363
Dinâmica	180	1,00	6,00	3,6389	1,25411
LC	180	,01	27,34	2,3573	4,20919
LS	180	,00	21,66	1,8884	3,53549
Giro_ativo	180	,00	5,11	,7077	,68101
Margem_Liquida	180	-4,60	1,00	,2680	,64426
Rentabilidade_ativo	180	-,77	2,02	,1754	,24415
Rentabilidade_PL	180	-5,55	9,23	,6191	1,59842
LPA	180	-85,43	598,85	20,6726	85,92366
Part_terceiros	180	,07	487,22	5,1467	37,02506
Composição_endiv	180	,00	1,00	,5029	,28803
Imob_PL	180	-2,45	3,46	,2241	,63385
Imob_rec_nao_correntes	180	-12,89	2,25	,0846	1,02183

Quadro 4: Estatística descritiva das variáveis analisadas.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir do quadro 4 é possível verificar a amplitude apresentada em cada uma das variáveis analisadas, bem como a média e o desvio padrão. Em relação aos tipos de estrutura e situação financeira de Marques e Braga (1995), observa-se que na média, as empresas analisadas apresentam (NCG +; T -; CCL +) situação insatisfatória. O termômetro da situação financeira (TSF) teve o valor médio de -0,8176 que indica uma baixa incapacidade de cobertura financeira dos compromissos operacionais.

Da Análise Dinâmica evidencia-se que todos os tipos de estruturas foram encontrados. A média desta variável também indica situação insatisfatória. Neste caso, a análise de frequência explica melhor as estruturas encontradas. A análise de frequência é apresentada na tabela a seguir:

Tabela 2: Frequência observada e tipo de estrutura.

Tipo de estrutura	Frequência observada	%
I (Excelente)	2	1,11
II (Sólida)	33	18,33
III (Insatisfatória)	64	35,56
IV (Péssima)	20	11,11
V (Muito Ruim)	51	28,33
VI (Alto Risco)	10	5,56
Total	180	100,00

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se que situação excelente ou sólida é obtida em cerca de 20% dos casos analisados. A situação insatisfatória é a mais frequente (35,56%). Os casos péssimos, muito ruim e alto risco abrangem 45% das frequências observadas.

Os índices de liquidez indicam que existem casos evidentes de problemas de liquidez (valores mínimos) e nos melhores casos as empresas possuem ativos rapidamente conversíveis em recursos (liquidez) que cobrem mais de 20 vezes o valor das dívidas. Na média, as empresas possuem ativos com liquidez que cobrem cerca de 2 vezes as despesas.

O giro do ativo ocorre em média 0,7 vezes por ano e nas empresas que mais giram seu ativo o valor atinge 5,11 vezes. A maior margem líquida observada é de 100% e a margem média é 26,80%. A máxima rentabilidade do ativo é de 200% e na média as empresas

apresentam 17,54%. A rentabilidade média em relação ao PL é de 61,91% e o lucro por ação médio é de R\$20,67.

Nos estudos de Michalischen e Savoia (2006), as empresas construtoras analisadas apresentaram estrutura do tipo sólida e/ou insatisfatória durante período compreendido entre 2000 e 2006. Neste trabalho somados os níveis 2 e 3, representam a maioria dos casos analisados (53,89%). Os resultados corroboram aqueles encontrados por Machado et al (2005) que mencionam situação financeira insatisfatória para pequenas e médias empresas analisadas. Para Paixão et al. (2008) os tipos 4 e 5 foram os predominantes no setor comercial nacional e que o setor apresenta a necessidade de obter fontes de recursos onerosas de curto prazo. Os autores propõem que estas empresas apresentam margens de lucratividade insuficientes para manutenção de necessidade de investimento operacional em giro positiva. Este pode ser o caso das empresas que encontram-se nos mesmos níveis de análise.

Dados de solvência e rentabilidade, compreendidos no período de 2000 a 2004, foram analisados por Melo e Coutinho (2007) a partir de uma amostra de 100 empresas de 17 setores e verificaram que a maioria das empresas enquadra-se no tipo 3 (43,60%) e no tipo 2 (32,80%).

Na sequência, foi obtida a correlação de Pearson e a respectiva significância entre as variáveis em análise.

Va r.	NC G	T	C CL	C GP	TS F	Din	L C	LS	G A	M L	RA	RP L	LP A	Pt er	En d	IP L	In c	Lb	L l
NC G	1																		
T	0,23**	1																	
CC L	0,78**	0,69**	1																
CG P	0,18*	0,08	0,17*	1															
TS F	0,00	0,07	0,05	-0,01	1														
Di n	-0,52**	-0,36**	-0,59**	-0,28**	0,02	1													
LC	0,18*	0,4**	0,44**	0,16*	0,08	-0,46**	1												
LS	0,16*	0,43**	0,46**	0,16*	0,09	-0,46**	0,98**	1											
G A	0,19**	0,04	0,12	0,15*	0,05	-0,14	0,12	-0,13	1										
M L	0,13	0,08	0,13	-0,14	-0,11	-0,14	0,11	0,11	-0,03	1									
RA	0,20**	0,00	0,13	0,17*	0,01	-0,04	0,00	-0,02	0,27**	0,36**	1								
RP L	0,12	-0,00	0,06	0,09	0,04	-0,00	-0,00	-0,00	0,34	0,26	0,55	1							

		0				4	01	03	**	**	**								
LP A	0,1 4	0,16*	0,2**	0,0 9	0,0 08	- 0,24**	0, 14	0, 1	0, 05	0, 07	0,0 3	0, 07	1						
Pte r	- 0,0 4	0,0 1	- 0,0 2	0,42**	0, 01	0,1 3	- 0, 06	- 0, 06	- 0, 01	0, 13	- 0,2 9	- 0, 05	1						
En d	0,0 2	- 0,18*	- 0,1 1	0,33**	0, 06	0,0 3	- 0,18*	- 0,15*	0,28**	- 0,28**	0,17*	0, 09	- 0,0 1	- 0,2**	1				
IP L	0,22**	- 0,0 3	0,1 4	0,0 9	0, 02	- 0,1 1	- 0, 05	- 0, 06	- 0, 02	- 0, 04	0,0 9	0,24**	- 0,0 4	- 0, 04	- 0, 04	1			
Inc	0,39**	- 0,0 0	0,24**	0,1 1	0, 01	- 0,1 0	0, 01	0, 01	0, 14	0, 03	0,0 25	0, 02	- 0, 00	0, 01	0, 03	0,18*	1		
LB	0,1 4	0,1 4	0,1 4	- 0,1 4	- 0, 1	- 0,15*	0, 11	0, 1	- 0, 03	0,99**	0,36**	0,26**	0- ,07	0, 13	- 0, 28	- 0, 03	0, 03	1	
LL	0,0 4	- 0,1 2	0,0 1	0,97**	- 0, 02	- 0,18*	0, 08	0, 08	0,18*	- 0,17*	0,1 2	0, 07	0,0 5	0,42**	0,29**	0, 06	0, 01	- 0,17*	1

** correlação significativa no nível 0,01.

* correlação significativa no nível 0,05.

Quadro 5: Coeficientes para cada variável analisada.

Fonte: dados da pesquisa.

Coefficientes de correlação elevados foram identificados entre as seguintes variáveis: Liquidez Seca e Liquidez Corrente (0,98**), Lucro Bruto e Margem de Lucro (0,99**), Lucro Líquido e Capital de Giro Próprio (0,97**). Ao calcular a regressão, as variáveis: Liquidez Seca e Lucro Bruto e Capital de Giro Próprio foram excluídas do modelo.

A análise das correlações será realizada tomando-se por base a variável análise dinâmica que é o foco do presente estudo. Observa-se que a análise dinâmica apresenta-se estatisticamente significativamente correlacionada aos índices de liquidez, ao lucro por ação, ao lucro bruto em relação a renda líquida e ao lucro líquido em relação a receita líquida. O sinal negativo refere-se somente a forma de entrada dos dados da análise dinâmica.

A análise de solvência e rentabilidade de Melo e Coutinho (2007) indicou influência baixa (4%) do índice de rentabilidade sobre seu nível de solvência. Neste estudo verifica-se a existência de correlação significativa a 5% entre a análise dinâmica e os índices lucratividade em relação a receita (lucro bruto/renda líquida e lucro líquido/receita líquida), ou seja, quanto melhor a gestão do capital de giro da empresa, melhores resultados, mensurados pela lucratividade são conquistados pelas empresas.

Foi utilizada análise de regressão múltipla com os tipos de estrutura financeira da análise dinâmica utilizado como variável dependente. As variáveis de desempenho econômico e financeiro foram utilizadas como independentes. Além destas foram utilizadas as variáveis ano 2010, ano 2011, ano 2012 e ano 2013 para compor a análise em painel compreendendo o período de 2009 a 2013.

Coeficientes^a

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	95,0% Intervalo de Confiança para B		Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Limite inferior	Limite superior	Tolerância	VIF

1	(Constante)	4,455	,212		21,060	,000	4,038	4,873		
	LC	-,141	,019	-,472	-7,265	,000	-,179	-,102	,956	1,046
	Giro_ativo	-,352	,119	-,191	-2,956	,004	-,587	-,117	,968	1,034
	LPA	-,002	,001	-,162	-2,476	,014	-,004	,000	,946	1,058
	Imob_PL	-,273	,128	-,138	-2,137	,034	-,526	-,021	,968	1,033
	ano2010	-,260	,255	-,083	-1,019	,309	-,764	,244	,606	1,650
	ano2011	-,285	,254	-,091	-1,122	,263	-,787	,216	,612	1,634
	ano2012	-,132	,254	-,042	-,519	,605	-,634	,370	,611	1,638
	ano2013	,049	,256	,016	,192	,848	-,457	,555	,601	1,663

a. Variável Dependente: Dinâmica

Quadro 6: Coeficientes para cada variável analisada.

Fonte: dados da pesquisa.

Após realizar a exclusão das variáveis que não se mostraram significativas, identificaram-se as variáveis que apresentaram significância no modelo utilizado. Em consonância com estes resultados, Vahid et al (2012) observaram a inexistência de evidências de relacionamento significativo entre ciclo de conversão de caixa e performance das empresas.

Verifica-se que as variáveis analisadas (Liquidez Corrente, Giro do Ativo e Grau de Imobilização do Patrimônio Líquido) apresentaram significância a 5% com o tipo de estrutura da análise dinâmica. Observa-se que a Análise Dinâmica apresentou-se estatisticamente significativa com a Liquidez corrente, giro do ativo, lucro por ação e imobilizado em relação ao Patrimônio Líquido (PL). O sinal negativo refere-se ao fato de que na análise dinâmica a melhor situação da empresa apresentava coeficiente 1 e o pior cenário coeficiente 6.

Ao aprofundar a análise para cada uma das variáveis significativamente relevantes, observa-se que empresas que gerenciam melhor seus recursos e compromissos de curto prazo, e conseqüentemente possuem maior liquidez, apresentam como consequência melhor classificação quanto ao tipo de estrutura de análise dinâmica.

Obviamente, além da gestão dos recursos capazes de suprir as necessidades de curto prazo da empresa, é necessária atenção para o giro do ativo, que se reflete na velocidade de vendas e por consequência na capacidade de geração de caixa. Empresas com maior intensidade de giro de seus ativos apresentam melhores resultados de estrutura de análise dinâmica. Estes resultados encontram compatibilidade com os encontrados por Akoto et al (2013) que encontraram relação significativa entre o ciclo de conversão de caixa e giro do ativo com relação a lucratividade. O lucro por ação também acaba sendo positivamente impactado por estas estratégias de capacidade de pagamento de curto prazo e capacidade de tornar mais intenso o giro dos ativos.

Outro achado que merece atenção refere-se ao volume de recursos imobilizados em relação ao Patrimônio Líquido. Empresas com maior volume de recursos próprios imobilizados em relação ao Patrimônio Líquido tendem a operar de maneira mais sólida em relação a estrutura de análise dinâmica. Decorrente da menor necessidade de obtenção de capitais de terceiros a empresa apresenta melhor estrutura de análise dinâmica e enfrenta menores problemas de gestão de recursos de curto prazo. Estes resultados encontram suporte teórico no trabalho de Barine (2012) que menciona que os custos para obtenção de capital de giro junto ao mercado (endividamento) podem exceder os retornos de investimentos em capital de giro e geram impactos sobre a lucratividade das empresas. Lazaridis e Tryfonidis (2006) e Baños-Caballero et al (2014) defendem um nível ótimo de investimentos em capital de giro que equilibra os custos e benefícios e maximiza o valor da empresa.

Relacionamento negativo entre medidas de lucratividade e o grau de agressividade do investimento de capital de giro e políticas de financiamento das empresas Paquistanesas de 16 grupos industriais no período de 1998 a 2005 foram evidenciados por Nazir e Afza (2009). De

acordo com os autores, as empresas apresentaram retornos negativos quando adotaram políticas agressivas de capital de giro. Este estudo corrobora com os achados de Nazir e Afza (2009) e evidencia-se que empresas com melhor estrutura de capital de giro obtiveram melhores resultados mensurados pelo lucro por ação. Os resultados encontrados por Lazaridis e Tryfonidis (2006) mostram que a existência de correlação estatisticamente significativa entre lucratividade e ciclo de conversão de caixa reforçam os encontrados no presente estudo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Esta pesquisa foi realizada com o objetivo de verificar a relação entre os indicadores de recursos financeiros de curto prazo e o desempenho econômico e financeiro de empresas de menor porte brasileiras.

Por meio de análise em painel desdobrada em análise descritiva, análise de correlações e análise de regressão múltipla, foram evidenciadas diversas implicações da estrutura de análise dinâmica nos demais indicadores e variáveis analisadas.

A situação das empresas analisadas evidencia que apenas cerca de 20% apresenta situação excelente ou muito boa. Aproximadamente 1/3 das empresas (35,56%) apresenta situação insatisfatória e a maioria (45%) das empresas de menor porte analisadas apresenta situação péssima, muito ruim ou alto risco. Os resultados foram comparados com os encontrados por Machado et al (2005); Michalischen e Savoia (2006) e Paixão (2008).

Na análise de correlações (Pearson) entre variáveis, foram observadas correlações entre os índices de liquidez, lucro por ação, lucro bruto em relação a renda líquida, bem como lucro líquido em relação a receita líquida. Estes achados corroboram aos encontrados por Melo e Coutinho (2007).

A análise de regressão múltipla evidenciou que algumas variáveis não apresentavam significância estatística e foram excluídas do modelo. Resultados semelhantes foram encontrados por Vahid et al (2012). Ainda decorrente da análise de regressão, verificou-se que as variáveis analisadas (Liquidez Corrente, Giro do Ativo e Grau de Imobilização do Patrimônio Líquido) apresentaram significância a 5% com o tipo de estrutura da análise dinâmica. Observa-se que a Análise Dinâmica apresentou-se estatisticamente significativa com a Liquidez corrente, giro do ativo, lucro por ação e imobilizado em relação ao Patrimônio Líquido (PL). Os resultados encontrados possibilitaram corroborar os achados de: Lazaridis e Tryfonidis (2006); Nazir e Afza (2009); Barine (2012); Akoto et al (2013), e Baños-Caballero et al (2014).

Este artigo contribui para o campo teórico das finanças corporativas por preencher a lacuna de análise da situação financeira, especificamente, do impacto do capital de giro, mensurado pelo modelo Fleuriet de Análise Dinâmica, nos índices de liquidez, rentabilidade, endividamento e estrutura de capital das empresas de menor porte com ações negociadas na BOVESPA. Contribui também para o campo gerencial ao prover explicações do comportamento financeiro observado nas empresas, conforme o comprometimento individual dos recursos aplicados no custeio das atividades de giro da empresa.

Pesquisas futuras podem verificar os impactos financeiros das empresas de menor porte em situação péssima, ruim ou alto risco e seus desdobramentos. Em caso de retomada e melhoria de classificação, podem-se pesquisar quais as estratégias utilizadas. No caso de continuidade, rebaixamento ou até mesmo concordata ou falência, analisar os impactos financeiros e dificuldades decorrentes dos tipos de estrutura de análise dinâmica mais desfavoráveis enfrentadas pelas empresas. Nestes casos pode ser importante pesquisa qualitativa para possibilitar um acompanhamento mais próximo das estratégias adotadas.

Outra sugestão para pesquisas futuras é a aplicação do modelo dinâmico para análise de setores específicos e a comparação intersetorial, que leve em consideração as necessidades de diferentes indústrias.

Referências

- AFEEF, Mustafa. Analyzing the impact of working capital management on the profitability of SME's in Pakistan. **International Journal of Business and Social Science**. Vol. 2, n.22. 2011.
- AKOTO, Richard Kofi; AWUNYO-VITOR, Dadson; ANGMOR, Peter Lawer. Working capital management and profitability: Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms. **Journal of economics and international finance**. Vol. 5, n. 9, pp.373-379, 2013.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; BISINHA, Rafael. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Economia**. Vol.64, n.1, 2010.
- ANTUNES, Gustavo Amorim; BRESSAN, Aureliano Angel; LAMOUNIER, Wagner Moura. Análise do “efeito tamanho” nos retornos das ações de empresas listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade e Finanças*. Vol. 17, n. 40, São Paulo, 2006.
- APPOLINÁRIO, Fábio. **Metodologia da Ciência**. Ed. Cengage Learning. 2 ed. São Paulo, 2012.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 2ed. Editora Atlas. São Paulo, 2005.
- AZEREDO, Adriano José. **Desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas brasileiras**: Uma análise do período de 2000 a 2006. 2008. 250f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, São Leopoldo, 2008.
- BARINE, Michael Nwidobie. Working capital management efficiency and corporate profitability: Evidences from quoted firms in Nigeria. **Journal of Applied Finance & Banking**. Vol. 2, n. 2, pp.215, 237, 2012.
- BRAGA, Roberto. Análise avançada do capital de giro. **FIPECAPÍ**. Caderno de Estudos, n. 3, São Paulo, 1991.
- _____; NOSSA, Valcemiro; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**. Ed. Especial, p. 51-64. 2004.
- BAÑOS-CABALLERO, Sonia; GARCÍA-TERUEL, Pedro J; MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro. Working capital management, corporate performance, and financial constraints. **Journal of Business Research**. Vol 67, p. 332-338. 2014.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Revista de Gestão – REGE**. Vol 12, n.2, 2005.
- DELLOF, Marc. Does working capital management affect profitability of belgian firms? **Journal of Business Finance & Accounting**. Vol. 30 n. 3. 2003.
- FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados**: Modelagem multivariada para tomada de decisões. Ed. Elsevier. Rio de Janeiro, 2009.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, vol. 10, n.1, p.131-156. 2013.

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

FONSECA, Juliara Lopes da; CERETTA, Paulo Sérgio. Reflexo no retorno sobre o capital próprio e no lucro por ação das empresas pertencentes à BMF&BOVESPA. **Revista Alcance**. Vol 19, n.2, p. 202-221. 2012.

GARCÍA-TERUEL, Pedro Juan; MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro. Effects of working capital management on SME profitability. **International Journal of Management Finance**. Vol.3 n2.2005.

GARRÁN, Felipe Turbuk. **A influência do porte empresarial no retorno das ações negociadas na Bovespa: proposição de um modelo quantitativo**. São Paulo, 2012. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5 ed. Editora Atlas. São Paulo, 2010.

GIMENES, Régio Márcio Toesca; GIMENES, Fátima Maria Pegorini. Aplicabilidade da análise dinâmica do capital de giro como instrumento de avaliação da gestão financeira em cooperativas agropecuárias. **Revista Economia Contemporânea**. Vol. 12, n.1, p. 129-150. Rio de Janeiro, 2008.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio Moraes da. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**. V. 20 n.50. 2009.

HAIR, Jr; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Análise multivariada de dados**. 5 ed. Editora Bookman. Porto Alegre. 2005.

LATTIN, James M.; CARROLL, J. Douglas; GREEN, Paul E. **Análise de dados multivariados**. Ed. Cengage Learning. São Paulo. 2011.

LAZARIDIS, Ioannis; TRYFONIDIS, Dimitrios. Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. **Journal of financial Management and Analysis**. Vol 19, n. 1. 2006.

MACHADO, Márcio André Veras; MACHADO, Márcia Reis; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de. Fatores que determinam a existência de políticas de gestão do capital de giro em pequenas e médias empresas. **Revista de Informação Contábil**. Vol.2, n. 4. 2008.

_____;_____;CALLADO, Aldo Leonardo Cunha; ARAÚJO JR. José Bonifácio de. Análise dinâmica e o financiamento das necessidades de capital de giro das pequenas e médias empresas. In **5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, 2005.

MARQUEZ, Leandro; SANTOS, Vanderlei dos; BEUREN, Ilse Maria. Abordagem dinâmica do capital de giro em artigos publicados nos periódicos nacionais do Qualis CAPES. **Revista de Economia e Administração**. V.11, n.1, p.109-130. 2012.MARQUEZ, J.A.V.C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, V. 35, n. 3, p.49-63, mai/jun 1995.

- MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**: Abordagem básica e gerencial. 6ed. Editora Atlas. São Paulo, 2003.
- MELO, Alisson Curátola de; COUTINHO, Eduardo Senra. O modelo Fleuriet como indicador conjunto de solvência e rentabilidade. In: **XXXI Encontro da ANPAD – EnANPAD**. Rio de Janeiro, 2007.
- MICHALISCHEN, Fernanda; SAVOIA, José Roberto Ferreira. A dinâmica do Investimento em Capital de Giro e a Rentabilidade da Empresa – Uma análise utilizando o Modelo Fleuriet. In: **IX SEMEAD**, 2006.
- NAZIR, Mian Sajid; AFZA, Talat. Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability. **The IUP Journal of Applied Finance**. Vol. 15, n. 8, 2009.
- NUNES, Julyana Goldner; TEIXEIRA, Aridelmo J.; NOSSA, Valcemiro; GALDI, Fernando Caio. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. Vol. 7, n. 4. 2010.
- NOSSA, Valcemiro; CEZAR, Jesuína Figueira; SILVA JUNIOR, Annor da; BAPTISTA, Ézio Carlos Silva; NOSSA, Sylvania Neris. A relação entre o retorno anormal e a responsabilidade social e ambiental: um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 a 2006. **Brazilian Business Review**. Vol 6, n.2, Vitória ES. 2009.
- PAIXÃO, Roberto Brasileiro; BRUNI, Adriano Leal; MURRAY, Andrew Drummond; GARCIA, Marcelo. Análise dinâmica do setor comercial nacional: uma aplicação do modelo Fleuriet. **Revista Gestão e Planejamento**. Vol. 9, n.2 p.199-216, Salvador, 2008.
- PETRY, Luiz Inácio. Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. **Revista Contabilidade & Finanças**. V. 20, n.49, p.109-125. São Paulo. 2009.
- PERUCELO, Marcos Roberto; SILVEIRA, Moisés Prates. As análises econômico-financeira tradicional e dinâmica e o desempenho percebido pelo mercado de ações: um estudo de empresas do setor têxtil e vestuário do Brasil no período de 1998 a 2007. **Enfoque: Reflexão Contábil**. V.28, n.3. 2009.
- PEREIRA FILHO, Antônio Dias. O modelo dinâmico de gestão financeira de empresas: Procedimentos de operacionalização. **Contab. Vista e Rev**. Belo Horizonte, v.9, n.4, p. 12-22, 1998.
- ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa; SOARES, Rodrigo Oliveira. O perfil fundamentalista das carteiras vencedoras e perdedoras na Bovespa no período de 1995 a 2002. **Brazilian Business Review**. Vol. 5, n.3.Vitória ES, 2008
- SEIDEL, André; KUME, Ricardo. Contabilização das variações da necessidade de capital de giro. **Revista Contabilidade e Finanças**. V.14, n. 31, p.66-77. 2003.
- SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estela Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 4ed. Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis, 2005.
- SILVA, Wesley Mendes da; ROSSONI, Luciano; MARTIN, Diógenes Leiva; MARTEANC, Roy; A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**. Vol. 6, n. 3, 2008.

SOUZA, Sandra Marinho de; BRUNI, Adriano Leal. Risco de crédito, capital de giro e solvência empresarial: Um estudo na indústria brasileira de transformação de cobre. **Revista Universo Contábil**. V.4, n.2, p.59-74. Blumenau, FURB. 2008.

VAHID, Taghizadeh Khanqah; ELHAM, Ghanavati; MOHSEN, Akbari Khosroshahi; MOHAMMADREZA, Ebrati. Working capital management and corporate performance: evidence from Iranian companies. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**. Vol. 62, pp.1313-1318, 2012.

ZONENSCHAIN, Claudia N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 10, p. 63-92, 1998.