



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 9, n. 2, jul./dez. 2017

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://ccsa.ufrn.br/ojs/index.php?journal=contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 14.11.2016. Revisado por pares em: 03.05.2017. Reformulado em: 12.05.2017. Avaliado pelo sistema double blind review.

INDICADORES DE DESEMPENHO E VALOR DE MERCADO: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

PERFORMANCE INDICATORS AND MARKET VALUE: AN ANALYSIS ON THE COMPANIES LISTED IN BM&FBOVESPA

INDICADORES DE RENDIMIENTO Y VALOR DE MERCADO: UN ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS QUE FIGURAN EN LA BM&FBOVESPA

Autores

José Felipe da Rocha Oliveira

Graduado em Ciências Contábeis - Universidade Federal do Ceará – FEAAC. Endereço: Av. da Universidade, 2431 - Benfica, Fortaleza – CE – Brasil. CEP 60020-180. Telefone: (85) 99919-4117.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2289405819225436>

Redalyc: <http://www.redalyc.org/autor.oa?id=16538>

E-mail: filiipg@yahoo.com.br

Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior

Mestrando em Administração e Controladoria - Universidade Federal do Ceará – FEAAC. Endereço: Av. da Universidade, 2431 - Benfica, Fortaleza – CE – Brasil. CEP: 60020-180.

Telefone: (85) 9.8968-9534

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8595633927891889>

Research Gate: https://www.researchgate.net/profile/Dante_Baiardo_Viana_Junior2

Redalyc: <http://www.redalyc.org/autor.oa?id=16526>

Google Citations: <https://scholar.google.com.br/citations?user=GU-zxRoAAAAJ&hl=pt-BR>

E-mail: dantebcviana@gmail.com

Vera Maria Rodrigues Ponte

Doutora em Controladoria e Contabilidade (USP). Professora na Universidade Federal do Ceará – FEAAC. Endereço: Av. da Universidade, 2431 - Benfica, Fortaleza – CE – Brasil.

CEP: 60020-180. Telefone: (85) 9.9104-9101.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1356673498769037>

Research Gate: https://www.researchgate.net/profile/Vera_Ponte

E-mail: vponte@fortalnet.com.br

Sylvia Rejane Magalhães Domingos

Doutoranda em Administração e Controladoria - Universidade Federal do Ceará – FEAAC.

Endereço: Av. da Universidade, 2431 - Benfica, Fortaleza – CE – Brasil. CEP: 60020-180 –

Telefone: (85) 9.9676-5515.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6303586329410837>

Research Gate: https://www.researchgate.net/profile/Sylvia_Domingos

Redalyc: <http://www.redalyc.org/autor.oa?id=16546>

E-mail: sylvia_rejane@hotmail.com

[Artigo apresentado no VII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2016]

RESUMO

O estudo investigou a relação entre os indicadores de desempenho e o valor de mercado das companhias listadas na BM&FBovespa, por meio da análise de seis variáveis de desempenho (giro do ativo, ROA, ROE, margem líquida, EBITDA e margem EBITDA) em correlações de Pearson e regressões lineares múltiplas com dados em painel. Vislumbrando-se atender ao objetivo geral proposto, adotou-se como objetivos específicos: (i) investigar o comportamento dos indicadores de desempenho das firmas, bem como seus valores de mercado, ao longo período analisado e (ii) verificar se a relação entre indicadores de desempenho e valor de mercado das firmas tem comportamento diferenciado em função do setor econômico do qual as empresas estão inseridas. Os dados foram extraídos da base de dados Economática®, o período de análise compreende os anos de 2009 a 2014 e a amostra é composta 88 companhias. Os resultados sugeriram que a margem líquida, o EBITDA e a margem EBITDA são, de modo geral, os indicadores com maior influência sobre o valor de mercado das empresas brasileiras, enquanto giro do ativo, ROA e ROE não se mostraram relevantes para a formação do preço das ações das empresas. Pôde-se apresentar, ainda, evidências de diferenças na significância dos indicadores sobre os valores de mercado das firmas em função dos respectivos setores econômicos.

Palavras-chave: Indicadores de Desempenho. Valor de Mercado. Companhias Abertas.

ABSTRACT

The study investigated the relationship between the performance indicators and the market value of the BM&FBovespa listed companies by analyzing six performance variables (ROA, ROE, Net Margin, EBITDA and EBITDA margin) through Pearson correlation and multiple linear regressions with panel data. In order to meet the general objective proposed, the following specific objectives were adopted: (i) to investigate the conduct of the firms' performance indicators, as well as their market values, over the analyzed period; and (ii) of performance and market value of firms has different conduct depending on the industry in which companies are inserted. The data was extracted from Economática® database, the analyze period comprehend the fiscal year 2009 to 2014 and the sample was formed of 88 companies. The results generally suggested that net margin, EBITDA and EBITDA margin are, in general, the most influential indicators on the market value of Brazilian companies, while ROA and ROE were not relevant to the formation of the stock price of companies. It was also possible to present evidences of differences in the significance of the indicators on the market values of firms in function of the respective economic industry.

Keywords: Performance Indicators. Market value. Public Companies.

RESUMEN

El estudio investigó la relación entre los indicadores de desempeño y el valor de mercado de las sociedades cotizadas de BM&FBovespa analizando seis variables de desempeño (ROA, ROE, margen neto, EBITDA y margen EBITDA) a través de correlación de Pearson y regresiones lineales múltiples con datos de panel. Para cumplir con el objetivo general propuesto, se adoptaron los siguientes objetivos específicos: (i) investigar la conducta de los indicadores de desempeño de las empresas, así como sus valores de mercado, durante el período analizado; y (ii) comprobar que el desempeño y el valor de mercado de las empresas tiene una conducta diferente dependiendo de la industria en la que se insertan las empresas. Los datos utilizados para calcular las variables dependientes e independientes se extrajeron directamente de la base de datos de Economática®. El período de análisis comprende los años comprendidos entre 2009 y 2014, y todos los valores contables se expresan en reales. La muestra es no probabilística, comprendiendo, por último, 88 sociedades de capital abierto. Los resultados generalmente sugieren que el margen neto, el EBITDA y el margen EBITDA son, en general, los indicadores más influyentes sobre el valor de mercado de las empresas brasileñas, mientras que ROA y ROE no fueron relevantes para la formación del precio de las acciones de las empresas. También fue posible presentar evidencias de diferencias en la significación de los indicadores sobre los valores de mercado de las empresas en función de la respectiva industria económica.

Palabras clave: Indicadores de rendimiento. Valor de mercado. Empresas públicas.

1 INTRODUÇÃO

Os indicadores de avaliação de desempenho organizacional são instrumentos gerenciais amplamente abordados na Contabilidade Gerencial. Tais ferramentas expõem a situação econômico-financeira das empresas, sendo, dessa forma, de extrema importância para o processo de tomada de decisão. Dessa forma, a gestão empresarial enfrenta diversos obstáculos, dentre eles, considerar a avaliação de desempenho organizacional como uma medida que extrapola sua função gerencial, tornando-se uma ferramenta estratégica de sobrevivência (BARBOSA; SILVA, 2014; COELHO *et al.*, 2008).

A partir de análises realizadas pela agência americana Moody's, disposto pela Folha de S. Paulo (2015), é possível verificar que o Brasil passa por um período conturbado em sua economia, sendo visto internacionalmente como um país de grandes riscos para os investidores. As incertezas políticas, a inflação pressionada e a baixa confiança do investidor são os principais fatores que agravam a situação econômica brasileira. Dentro deste contexto, tornam-se oportunos estudos acerca do comportamento do valor das empresas no que diz respeito aos resultados evidenciados por estas em seus relatórios financeiros, tendo em vista a importância do papel da contabilidade de transmitir aos seus *stakeholders* uma visão clara e precisa do passado, presente e futuro das organizações (PADOVEZE, 2004).

A relação entre o valor de mercado das empresas e os indicadores de desempenho empresarial tem sido objeto de estudo de diversos pesquisadores, que abordam diferentes formas de contextualização quanto à temática, assim como a análise específica de determinados setores econômicos. Nesse sentido, investigando empresas brasileiras durante o período de 1995 até 2006, Kühl (2007) abordou a relação entre o desempenho empresarial e valor de mercado. O desempenho empresarial foi representado por meio dos indicadores ROA, ROE, Vendas Líquidas sobre o Ativo Total, Liquidez Corrente e Participação do Capital de Terceiros. Também investigando empresas brasileiras, Bastos *et al.* (2009) buscaram verificar a relação entre o retorno das ações e quatro métricas de desempenho –

lucro por ação, ROI, EVA® e fluxo de caixa operacional no período de 2001 a 2007. Ainda nessa via, Lima, Lima e Neves Júnior (2012) verificaram o relacionamento existente dos índices tradicionais de rentabilidade e de estrutura de capital, com o valor de mercado de diversas empresas brasileiras. Os indicadores utilizados pelos autores foram giro do ativo, margem líquida, retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido.

Nessa discussão, Pace, Basso e Silva (2003) revelam que existe uma lacuna que distancia os analistas e os reais valores das empresas, isto porque aqueles utilizam-se predominantemente de medidas financeiras, que são mais fáceis de obter, uma vez que as empresas divulgam suas demonstrações contábeis. Assim, pode-se perceber que há certa limitação quando da utilização de indicadores contábeis para avaliar as organizações, o que torna o assunto ainda amplo para discussões.

Diante da atual situação macroeconômica nacional, das inovações gerenciais, do estímulo ao fortalecimento das empresas brasileiras, e tendo em vista as repercussões que o desempenho das empresas pode trazer para a economia brasileira e para a sociedade, identificou-se o seguinte problema de estudo: **Qual a relação entre os indicadores de desempenho e o valor de mercado das companhias listadas na BM&FBOVESPA?**

Dessa forma, o objetivo geral do presente estudo é investigar a relação entre indicadores de desempenho e o valor de mercado das companhias listadas na BM&FBOVESPA. Por conseguinte, os objetivos específicos são: investigar o comportamento dos indicadores de desempenho das firmas, bem como seus valores de mercado, ao longo dos últimos seis anos (2009-2014) e verificar se a relação entre indicadores de desempenho e valor de mercado das firmas tem comportamento diferenciado em função do setor econômico do qual as empresas estão inseridas.

O presente estudo justifica-se e viabiliza-se por utilizar em suas análises um conjunto de indicadores que não foram abordados conjuntamente em outras pesquisas, quando da sua relação com o valor de mercado das empresas cotadas na BM&FBOVESPA. Dessa forma, busca-se complementar os recentes estudos sobre a temática, reforçando a utilização e investigação de novas formas de mensuração de desempenho para o contexto atual do mercado, tais como EBITDA e a Margem EBITDA. Além disso, destaca-se a observação de uma amostra maior de empresas analisadas do que as comumente usadas em pesquisas desta natureza no Brasil (KÜHL, 2007; BASTOS *et al.*, 2009; LIMA; LIMA; NEVES JÚNIOR, 2012), geralmente restritas a empresas de determinado setor econômico.

Ademais, cabe ainda salientar a importância da análise econômico-financeira das empresas por meio de indicadores financeiros calculados com base em seus demonstrativos financeiros, que evidenciam a performance destas quanto à sua competitividade no mercado, uma vez que os investidores se utilizam desses indicadores para avaliar as companhias e, dessa forma, tomar a decisão sobre onde investir.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1. DESEMPENHO EMPRESARIAL E VALOR DE MERCADO

O desempenho empresarial é um tema recorrente em qualquer empresa, uma vez que reflete a estratégia administrativa daquela instituição e por consequência seu sucesso. Segundo Venkatraman e Ramanujam (1986), desempenho e administração estratégica estão intrinsecamente interligados, sendo que o desempenho empresarial é tema central dessa abordagem. Os autores também consideram que o desempenho financeiro das organizações está inserido no domínio da eficácia organizacional.

Partindo do conceito apresentado por Neely (1998), pode-se conceituar a avaliação do desempenho empresarial como sendo o resultado do processo de quantificação da eficiência e

da eficácia das empresas, por meio da coleta, análise e interpretação dos dados obtidos, gerando informações importantes para a tomada de decisão do usuário da informação. É através desta avaliação que os gestores identificam as falhas das organizações e se preparam para enfrentar as mudanças no ambiente empresarial.

Dessa forma, pode-se inferir que o desenvolvimento econômico-financeiro das empresas está estritamente ligado à qualidade das informações concebidas pelo controle gerencial, este responsável por analisar e gerar relatórios que contemplem o desempenho das organizações. Perez e Famá (2003, p. 1-2) destacam a importância da qualidade das informações financeiras geradas pelas entidades a seus *stakeholders*, ao comentarem ser “importante frisar que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados e informações e ao tempo despendido em compreender a empresa avaliada”.

Assaf Neto (2010) relaciona a análise das demonstrações contábeis com a administração financeira das empresas, a qual visa avaliar o desempenho geral e identificar as consequências financeiras das decisões tomadas. Do ponto de vista do analista externo (investidor), a avaliação de desempenho possui funções específicas devido aos interesses singulares dos acionistas.

Brito e Brito (2012) abordam as várias dimensões do desempenho, destacando as perspectivas não financeira – como qualidade e tecnologia – e financeira, sendo que a última continua sendo alvo mais frequente de estudos na área. Dessa forma, nota-se uma preocupação dos estudiosos em reconhecer a vastidão do conceito de desempenho empresarial, suas diversas formas de influência e sua relação para com a vantagem estratégica no mercado. Portanto, segundo os autores, diversas variáveis podem influenciar o desempenho econômico-financeiro das empresas, não apenas as financeiras.

No mesmo sentido, segundo Gasparetto (2004), a avaliação do desempenho empresarial cumpre seu papel fundamental de prover informações gerenciais, de modo abrangente, utilizando a contabilidade como ferramenta. Os autores comentam que as demonstrações contábeis são repletas de informações úteis que ajudam seus usuários a compreender as empresas, além de permitir que os mesmos possam fazer previsões e tomar decisões a respeito do negócio. As decisões seriam, portanto, embasadas por análises contábil-financeiras, as quais compreendem índices calculados a partir destes demonstrativos.

Conforme afirma Assaf Neto (2010), o valor de mercado da empresa – riqueza dos acionistas – é considerado o critério mais indicado para a tomada de decisão financeira. Os benefícios são expressos com base em fluxos de caixa e descontados a valor presente mediante a taxa mínima de atratividade, esta considera a remuneração mínima exigida pelos acionistas e credores diante do risco assumido. Sendo assim, o valor de mercado também leva em conta: os benefícios econômicos esperados de caixa e o custo de oportunidade de capital (ASSAF NETO, 2010, p. 17). O autor reforça que tal medida, embora restrita por fatores macroeconômicos, tem força prática.

Falcini (1995) considera como valor de mercado aquele “obtido pelo resultado da multiplicação da cotação, em Bolsa, das ações da empresa pela quantidade de ações que compõem o capital social”. É nesse contexto que Assaf Neto (2010) ressalta existir atratividade econômica para o investidor, quando a remuneração oferecida consegue remunerar o custo de oportunidade do capital próprio investido, ou seja, quando o retorno da melhor escolha de investimento for vantajoso. O autor comenta que “o objetivo de maximização de riqueza dos proprietários de capital (acionistas) se encontra, de alguma forma, refletido no comportamento das cotações de mercado a longo prazo das ações da empresa” (ASSAF NETO, 2010, p. 18).

2.2. INDICADORES DE DESEMPENHO

De acordo com Omaki (2005) e Macedo e Corrar (2010), apesar das limitações, o uso de indicadores econômico-financeiros continua sendo a prática mais comum e mais estudada por pesquisadores como estimador coerente de mensuração do desempenho organizacional. Neste mesmo âmbito, Gasparetto (2004) reforça a relevância dos indicadores de desempenho, mesmo considerando-os incompletos, quando isolados.

Tal análise visa extrair informações das demonstrações financeiras e dos demais relatórios, a fim de interpretar quantitativamente os efeitos das decisões tomadas pela empresa (COSTA *et al.*, 2011, p. 15). Os autores, no entanto, alertam para a necessidade de considerar outras condições que afetam na interpretação dos índices, como setor econômico e situação macroeconômica atual.

Iudícibus (2007) comenta que o relacionamento entre os itens do balanço patrimonial e das demais demonstrações contábeis publicadas são de grande interesse para os investidores, de forma geral. A avaliação dos resultados e das perspectivas do empreendimento, segundo o autor, norteia o comportamento das participações dos acionistas. Sendo assim, pode-se dizer que existe uma análise fundamentalista que sustenta a tomada de decisão dos acionistas, e ela é fundamentada através dos indicadores de desempenho.

De modo amplo, podemos classificar os indicadores de desempenho como econômicos ou financeiros. O primeiro tipo revela a situação econômica da empresa, estando intrinsecamente relacionado com os resultados econômicos e geralmente representado pelos indicadores de rentabilidade. Já o segundo expressa o desempenho voltado à geração de caixa, e que de forma habitual tem por referência o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), indicador que representa a geração operacional de caixa da companhia.

Os indicadores de rentabilidade têm por objetivo, portanto, avaliar o resultado das empresas, comparando-os a parâmetros específicos para revelar outras dimensões da análise. Toma-se como principais parâmetros: o ativo total, os investimentos, e o patrimônio líquido; e como resultados: o lucro operacional (gerado pelos ativos) e o lucro líquido (após o Imposto de Renda). Tais indicadores costumam influenciar as decisões dos usuários desse tipo de informação, tanto no mercado de crédito como no mercado acionário (ASSAF NETO, 2010, p. 109).

Costa *et al.* (2011) frisam ainda que os acionistas têm maior interesse pelos indicadores de desempenho, especialmente os de rentabilidade. Quanto maiores os retornos e maior a estabilidade, melhor para o investidor. Destaca-se que o foco do presente estudo não se dá na explicação das motivações para as escolhas individuais dos acionistas, mas sim, na investigação da possível relação existente entre o valor de mercado das empresas – obtido a partir das referidas avaliações subjetivas – e os indicadores de desempenho selecionados para o estudo.

Os autores também relatam que as pressões da concorrência nos mercados de capitais levaram centenas de grandes companhias a adotarem novas formas de mensuração do desempenho econômico para acompanhar o sucesso da administração no gerenciamento da criação de valor. Portanto, o objetivo principal da análise do desempenho empresarial é servir como ferramenta de comunicação entre administradores e investidores, estreitando a sua relação.

2.3. ESTUDOS ANTERIORES ACERCA DA TEMÁTICA

A pesquisa realizada por Cho e Pucik (2005) examinou a relação existente entre as variáveis inovação, qualidade, crescimento, rentabilidade e valor de mercado em mais de 40 empresas norte-americanas entre os anos de 1998 e 2000. O estudo considerou como indicadores de desempenho os índices de rentabilidade ROA (retorno sobre o ativo), ROI (retorno sobre o investimento) e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido). O resultado mostrou que a rentabilidade é uma das variáveis que intervém no valor de mercado.

Kühl (2007) abordou a relação entre o desempenho empresarial das empresas com ações negociadas na Bovespa, durante o período de 1995 até 2006, e seu valor de mercado – medido pela cotação das ações negociadas em bolsa. O desempenho empresarial foi representado por meio dos indicadores ROA, ROE, Vendas Líquidas sobre o Ativo Total, Liquidez Corrente e Participação do Capital de Terceiros. Os resultados revelaram que os preços das ações e os indicadores contábeis não mensuram as mesmas dimensões do desempenho empresarial.

Bastos *et al.* (2009) buscaram verificar a relação entre o retorno das ações e quatro métricas de desempenho – lucro por ação, ROI, EVA® e fluxo de caixa operacional. A amostra do estudo contemplou 93 companhias abertas não financeiras brasileiras, no período de 2001 a 2007, a qual foram aplicadas três técnicas econométricas, dentre elas o uso de um modelo de regressão linear. Os resultados apontaram um baixo poder de explicação das variáveis independentes sobre o retorno ajustado ao mercado. O indicador de desempenho que obteve os melhores resultados foi o fluxo de caixa operacional, seguido do retorno sobre o investimento e do lucro por ação. O EVA® apresentou o pior resultado.

Albuquerque (2010) objetivou avaliar o desempenho organizacional das empresas que atuam no mercado imobiliário brasileiro e verificar se há ou não relação entre seu desempenho e valor de mercado. O indicador principal do estudo é o Índice de Eficiência Organizacional, que leva em consideração o indicador financeiro EBITDA. Os resultados obtidos indicam que empresas com melhor desempenho organizacional tendem a ter comportamento mais estável no mercado de capitais.

O trabalho de Lima, Lima e Neves Júnior (2012) verificou, por meio de regressão linear, o relacionamento existente dos índices tradicionais de rentabilidade e de estrutura de capital, com o valor de mercado das 1000 (mil) empresas brasileiras analisadas. Os indicadores utilizados pelos autores foram giro do ativo, margem líquida, retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido. Pelo conjunto geral dos resultados, não foram encontradas correlações significativas. No entanto, quando as empresas foram analisadas em conjunto, pôde-se observar relações estatisticamente significativas entre os índices para com o valor de mercado das empresas.

3 METODOLOGIA

3.1. DELINEAMENTO DA PESQUISA

O referido trabalho enquadra-se como pesquisa descritiva, uma vez que busca estabelecer a relação entre o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa e as demais variáveis, sendo elas indicadores de desempenho global. Gil (2009, p. 42) frisa que pesquisas descritivas são “aquelas que visam descobrir a existência de associações entre variáveis”. Quanto à sua natureza, o presente estudo também é classificado como quantitativo, uma vez que utiliza técnicas estatísticas para analisar os dados obtidos. Já quanto aos procedimentos, classifica-se como pesquisa documental e bibliográfica.

3.2. AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Os dados que compõem as variáveis dependentes e independentes foram extraídos diretamente da base de dados Economática®. Estes dados referem-se às variáveis econômico-financeiras das companhias listadas na BM&FBovespa, com exceção das instituições financeiras, *holdings*, fundos de ações, fundos imobiliários e outros títulos, tendo em vista as peculiaridades destes em relação aos seus níveis de alavancagem financeira. Os dados resultam de balanços patrimoniais, demonstrações do resultado do exercício e informações do mercado disponíveis no próprio banco de dados.

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa em 31/10/2015 que divulgaram informações referentes às variáveis utilizadas neste estudo, doravante explicitadas. Destas, foram eliminadas as empresas que não divulgaram algumas das informações relativas às variáveis utilizadas, bem como *outliers*. O período de análise compreende os anos de 2009 a 2014, sendo todos os valores contábil-financeiros expressos em reais. A amostra é, portanto, não probabilística, pois foi selecionada de forma intencional, compreendendo, finalmente, 88 companhias abertas.

3.3. DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Para atingir os objetivos propostos, foram selecionados, com base na literatura acerca da temática, seis indicadores de desempenho, a saber: giro do ativo (GA), retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), margem líquida (ML), EBITDA (EBT), e margem EBITDA (ME). As fórmulas utilizadas para os cálculos dos indicadores podem ser visualizadas conforme Quadro 1.

Quadro 1 - Proxies dos indicadores selecionados

Indicador de Desempenho	Proxy	Fundamentação
Giro do ativo (GA)	Vendas Líquidas/Ativo Total	Brunozi et al. (2016); Matarazzo (2003); Padoveze (2004); Iudícibus (2007);
Retorno sobre o ativo (ROA)	Lucro Líquido/Ativo Total	Matarazzo (2003); Olinquevitch e Filho (2004); Assaf Neto (2010); Costa <i>et al.</i> (2011)
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	Alves et al. (2013); Matarazzo (2003); Olinquevitch e Filho (2004); Padoveze (2004); Iudícibus (2007); Assaf Neto (2010)
Margem líquida (ML)	Lucro Líquido/Vendas Líquidas	Matarazzo (2003); Olinquevitch e Filho (2004); Padoveze (2004); Iudícibus (2007); Assaf Neto (2010); Costa <i>et al.</i> (2011)
EBITDA (EBT)	Lucro líquido do período + Depreciação e amortização + Despesas financeiras + Imposto de renda e CSLL	Aillón et al. (2013); Frezatti e Aguiar (2007); Iudícibus (2007); Málaga (2012)
Margem EBITDA (ME)	EBITDA/Vendas Líquidas	Aillón et al. (2013); Costa <i>et al.</i> (2011)

Fonte: Elaborado pelos autores.

A escolha da variável dependente procurou abranger a exposição do valor de mercado das companhias estudadas. No caso, o valor de mercado (VMC) correspondeu à cotação das ações das referidas empresas, no último dia útil do ano, multiplicado pelo número de ações das companhias, no período de 2009 a 2014, conforme banco de dados Economática®.

3.4. TRATAMENTO DAS VARIÁVEIS E TESTES ESTATÍSTICOS

Para este estudo, utilizaram-se duas técnicas estatísticas: correlação de *Pearson* e regressão linear múltipla com dados em painel, precedidas por uma análise da estatística descritiva dos dados. Em seguida, tais procedimentos foram realizados por setor, de forma a possibilitar uma possível visualização mais acurada dos resultados. Os dados foram tratados por meio do *software* STATA, versão 12.0.

Para estimar as regressões referentes aos indicadores de desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa, foi escolhido o modelo de efeitos fixos. Tal modelo leva em consideração as características únicas de cada empresa do corte transversal, considerando, no entanto, que os coeficientes angulares são constantes entre unidades. O modelo escolhido foi amparado pelo teste de Hausman, que apresentou resultados mais favoráveis ao modelo de efeitos fixos em relação aos modelos *pooled* e de efeitos aleatórios.

O modelo da regressão linear múltipla foi construído a partir da variável dependente valor de mercado (VMC) como função de variáveis independentes relacionadas ao desempenho das empresas, conforme Equação 1.

$$VMC_{it} = \alpha_i + GA_{it}\beta_1 + ROA_{it}\beta_2 + ROE_{it}\beta_3 + ML_{it}\beta_4 + EBT_{it}\beta_5 + ME_{it}\beta_6 + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: *VMC*: Valor de mercado; *GA*: Giro do ativo; *ROA*: Retorno sobre o ativo; *ROE*: Retorno sobre o patrimônio líquido; *ML*: Margem líquida; *EBT*: EBITDA; *ME*: Margem EBITDA; β : coeficientes do modelo; ε : termo de erro; *i*: a empresa; e *t*: o tempo.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

As tabelas 1 e 2 apresentam as estatísticas descritivas referentes aos indicadores de desempenho, utilizados como variáveis independentes, bem como à variável dependente valor de mercado.

Tabela 1 – Estatística descritiva: indicadores de desempenho (2009-2014)

Variável	GA	ROA	ROE	ML	EBITDA	ME
Nº de observações	528	528	528	528	528	528
Média	0,40083	-0,02487	0,31239	0,18271	6,08767	0,41915
Mínimo	0,01526	-3,57309	-5,17108	-3,02635	3,05230	0,00694
Máximo	1,89494	0,86984	6,15726	1,80128	10,26094	2,69382
Desvio-padrão	0,24821	0,33847	0,64271	0,26432	1,37029	0,31219
Coefficiente de Variação	61,92401	-1360,96	205,7396	144,6664	22,50927	74,48169

Fonte: Elaborada pelos autores.

Pela Tabela 1, torna-se evidente que, embora os resultados em geral tenham apresentado um elevado grau de dispersão, eles apontam que as empresas, em média, tiveram uma performance, no geral, positiva. As médias do giro do ativo, do ROE, da margem líquida e da margem EBITDA compreenderam-se entre 18% e 42%, desta forma, revelando-se altos desempenhos por parte das empresas participantes da amostra. O indicador EBITDA teve média 6,08, medida esta que também se mostrou favorável, uma vez que reflete a capacidade de geração de recursos financeiros. Além disso, o EBITDA foi a variável mais consistente, com o menor coeficiente de variação entre todos os indicadores.

Ainda com base na Tabela 1, vale destacar o comportamento do ROA, que teve resultado negativo, demonstrando uma ineficiência na utilização dos ativos para gerar riqueza por parte das empresas da amostra. No entanto, o elevado grau de dispersão desta variável, sugere a desigualdade existente entre a eficiência das empresas.

A Tabela 2 apresenta os resultados da estatística descritiva ano a ano do VMC, que representa o valor de mercado das firmas, variável dependente do presente estudo.

Tabela 2 – Estatística descritiva: valor de mercado (2009-2014)

Variável	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nº de observações	88	88	88	88	88	88
Média	9,3328	9,4150	9,3692	9,4368	9,4274	9,3428
Mínimo	7,74	7,87	8,01	7,76	7,91	7,72
Máximo	11,54	11,58	11,46	11,42	11,43	11,41
Desvio-padrão	0,75038	0,72682	0,75459	0,78511	0,76295	0,82172
Coefficiente de Variação	8,04024	7,71980	8,05394	8,31966	8,09289	8,79522

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme Tabela 2, verificou-se que a média manteve constância durante o período proposto (2009 – 2014), variando entre 9,3328 e 9,4368. Todos os anos apresentaram baixo coeficiente de correlação, com uma dispersão sempre inferior a 9%, sendo esta considerada baixa, sinalizando uma possível homogeneidade das empresas quanto à variável em análise.

A Tabela 3 aponta o valor do coeficiente de correlação de *Pearson* para as seis variáveis independentes dentro do período analisado (2009-2014). Frise-se que a normalidade dos dados, pressuposto para a realização do teste em questão, foi alcançada pela aplicação do teorema do limite central, devido ao número considerável de observações (GUJARATI; PORTER, 2011).

Como se pode observar na Tabela 3, as variáveis independentes que apresentaram maior correlação entre si foram margem líquida e margem EBITDA, com um grau de correlação de 65,97%. Tal conexão é facilmente explicada, uma vez que os dois indicadores são calculados pelo mesmo componente denominador, a saber, as vendas líquidas do período. As demais correlações não extrapolaram os 50%, descartando-se indícios de multicolinearidade.

Tabela 3 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo

		GA	ROA	ROE	ML	EBT	ME
GA	Correlação de Pearson	1					
	Sig. (bicaudal)	,					
	N	528					
ROA	Correlação de Pearson	-0,1015(**)	1				
	Sig. (bicaudal)	0,0197	,				
	N	528	528				
ROE	Correlação de Pearson	0,1284(**)	-0,0159	1			
	Sig. (bicaudal)	0,0031	0,7149	,			
	N	528	528	528			
ML	Correlação de Pearson	-0,1558(***)	-0,0047	0,2684(***)	1		
	Sig. (bicaudal)	0,0003	0,9149	0,0000	,		
	N	528	528	528	528		
EBT	Correlação de Pearson	-0,3304(***)	0,0066	0,0612	0,1923(***)	1	
	Sig. (bicaudal)	0,0000	0,8802	0,1602	0,0000	,	
	N	528	528	528	528	528	
ME	Correlação de Pearson	-0,4423(***)	0,0676	0,1555(***)	0,6597(***)	0,3429(***)	1
	Sig. (bicaudal)	0,0000	0,1208	0,0003	0,0000	0,0000	,
	N	528	528	528	528	528	528

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores

Os valores dos coeficientes de *Pearson* entre as seis variáveis independentes para com a variável dependente VMC, são exibidos na Tabela 4.

Tabela 4 – Matriz de correlação entre as variáveis independentes e o Valor de Mercado

		GA	ROA	ROE	ML	EBT	ME
VMC	Correlação de Pearson	-0,2567(***)	0,0317	0,1543(***)	0,3000(***)	0,4713(***)	0,4072(***)
	Sig. (bicaudal)	0,0000	0,4667	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000
	N	528	528	528	528	528	528

(***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ao verificar a Tabela 4, nota-se que a variável que possui maior influência sobre o valor de mercado é o EBITDA, que apresentou correlação positiva de 47,13%. Percebe-se um alto poder explicativo desta variável sobre o valor de mercado, seguindo os achados sugeridos por Bastos *et al.* (2009), Albuquerque (2010) e Macedo *et al.* (2012). A margem EBITDA também se mostrou relacionada com o valor de mercado das firmas, com coeficiente igual a 40,72%, revelando a capacidade elucidativa desta variável sobre o valor de mercado das empresas. Assim como nas pesquisas realizadas por Cho e Pucik (2005), Kühn (2007) e Colauto, Nogueira e Lamounier (2009), foram encontradas correlações positivas para os indicadores ROA, ROE e margem líquida quando atribuídos à variável valor de mercado.

Tomando-se por parâmetro o valor das correlações encontradas, ainda com base na Tabela 4, pode-se sugerir que o EBITDA possui uma influência maior sobre o valor de mercado do que o lucro líquido, como apontaram os estudos de Costa, Monteiro e Botelho

(2005) no setor elétrico. Por fim, a única variável que exibiu coeficiente negativo foi o giro do ativo, com uma correlação negativa de 25,67%, mostrando que quanto maior o seu valor, a tendência é que a empresa diminua seu valor de mercado. Tal informação se encaixa com o que foi encontrado no modelo mais acurado de Assis (2014), onde o giro do ativo explicitou coeficiente negativo de 0,55 dentro de um modelo que contava com cinco variáveis.

A Tabela 5 expõe os resultados da regressão com dados em painel adotando-se como variável dependente o valor de mercado (VMC) das empresas, considerando os indicadores de desempenho global das companhias.

Conforme Tabela 5, pode-se inferir que o modelo de regressão é significativo ao nível de 1%, uma vez que o p-valor do F é de 0,0001, sendo inferior ao nível de significância adotado (0,05). Portanto, aceita-se a hipótese de que o conjunto de indicadores de desempenho influencia na determinação do valor de mercado (VMC). O modelo também apresenta *R-squared* (R^2) com valor de 0,1000, evidenciando que o conjunto de indicadores de desempenho pode explicar 10,00% da variação do valor de mercado.

Tabela 5 – Regressão Modelo Fixo c/ Correção de White

Variável Explicativa	$VMC_{it} = \alpha_i + GA_{it}\beta_1 + ROA_{it}\beta_2 + ROE_{it}\beta_3 + ML_{it}\beta_4 + EBT_{it}\beta_5 + ME_{it}\beta_6 + \varepsilon_{it}$			
	Coeficiente	Erro Padrão	t	p value
$GA_{it}\beta_1$	-0,0195492	0,1239092	-0,16	0,875
$ROA_{it}\beta_2$	-0,0395576	0,023611	-1,68	0,097
$ROE_{it}\beta_3$	-0,0075418	0,0168363	-0,45	0,655
$ML_{it}\beta_4$	0,154709	0,0507614	3,05	0,003
$EBT_{it}\beta_5$	-0,0262026	0,0101922	-2,57	0,012
$ME_{it}\beta_6$	0,4146715	0,1086208	3,82	0,000
cons	935,287	9,633013	97,09	0,000
R²	0,1000			
Prob. > F	0,0001			
F (6, 87)	5,25			

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Variável dependente: Valor de Mercado

Fonte: Dados da pesquisa.

Ainda com base na Tabela 5, por meio da análise dos p-valores de cada variável independente, pôde-se verificar que as variáveis margem líquida, EBITDA e margem EBITDA foram aceitas a um intervalo de segurança de 99%, enquanto a variável ROA foi aceita com 90% de confiança. No entanto, os resultados apontaram que giro do ativo, ROA e ROE não explicam o valor de mercado das empresas.

Ao realizar a interpretação do teste *t*, apurou-se que as três variáveis estatisticamente significativas foram: margem líquida, EBITDA e margem EBITDA, sendo esta última detentora do maior poder explicativo dentre os indicadores de desempenho coletados, com o coeficiente beta aproximadamente igual a 0,4146. A margem líquida expôs uma relevância de 0,1547 dentro do modelo abordado, enquanto o EBITDA teve um coeficiente de -0,0262, efeito este semelhante ao encontrado por Lopes e Sales (2014) e contrário ao apontando por Filho, Krespi e Theiss (2012) e Macedo *et al.* (2012). Essa divergência é comentada por Frezatti e Aguiar (2007), que explicam que o EBITDA não necessariamente relaciona-se com a criação de valor, muito embora possa ser um *input* para calculá-lo.

Sendo assim, o coeficiente beta encontrado para o EBITDA – aproximadamente zero – revela a imprevisibilidade deste indicador perante o mercado, tendo em vista não se relacionar necessariamente com a valorização de uma ação no mercado. Ressalta-se também que a margem EBITDA, mesmo tendo apresentando resultados significativamente elucidativos,

ainda é pouco explorada, quando da sua utilização em estudos que buscam entender sua relação com o valor de mercado de empresas listadas na BM&FBovespa.

Buscando-se um aprofundamento dos achados, foram calculados os coeficientes de correlação de *Pearson* entre o valor de mercado das firmas para com as seis variáveis independentes selecionadas, dentro dos seis setores econômicos segmentos, conforme Tabela 6.

Tabela 6 – Matriz de correlação entre as variáveis independentes e o valor de mercado

	Bens Industriais	Construção e transporte	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Materiais Básicos	Utilidade Pública
GA	-0,139	-0,597***	0,110	-0,455***	-0,373***	-0,219**
Sig. (bicaudal)	(0,243)	(0,000)	(0,245)	(0,000)	(0,000)	(0,019)
ROA	-0,105	-0,270**	-0,149	0,097	0,211**	0,213**
Sig. (bicaudal)	(0,379)	(0,048)	(0,114)	(0,380)	(0,046)	(0,023)
ROE	0,493***	0,009	0,169*	0,185*	0,251**	-0,069
Sig. (bicaudal)	(0,000)	(0,951)	(0,072)	(0,092)	(0,017)	(0,468)
ML	0,565***	0,015	0,343***	0,658***	0,168	0,319***
Sig. (bicaudal)	(0,000)	(0,913)	(0,000)	(0,000)	(0,113)	(0,001)
EBT	0,355***	0,366***	0,371***	0,491***	0,591***	0,256***
Sig. (bicaudal)	(0,002)	(0,006)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,006)
ME	0,346***	0,176	0,394***	0,760***	0,255**	0,270***
Sig. (bicaudal)	(0,003)	(0,202)	(0,000)	(0,000)	(0,015)	(0,004)
Nº Obs.	72	54	114	84	90	114

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise por setor desconsidera valores com nível de significância acima dos 5% e sugere diferentes conclusões para cada tipo de atividade econômica, quando da relação dos valores de mercado das empresas desses setores com seus respectivos indicadores de desempenho. Dessa forma, conforme Tabela 6, observa-se que o indicador giro do ativo se mostrou negativo para praticamente todos os setores econômicos, indicando fortes indícios que tal variável impacta negativamente no valor de mercado, independentemente do setor na qual a empresa está inserida. Já o indicador econômico ROA gerou correlação positiva para os setores de materiais básicos e utilidade pública – 21,1% e 21,3%, respectivamente –, além de uma relação negativa de 27,0% com o setor de construção e transportes, sendo explicada em conjunto com a variável giro do ativo, possivelmente porque empresas desse setor podem ter seus ativos originados de endividamento.

O setor de bens industriais (49,3%) sofreu impacto do ROE, sendo este responsável por 25,1% do impacto gerado sobre o valor de mercado das empresas de materiais básicos. O indicador econômico margem líquida relacionou-se positivamente com todos os setores, em particular com os setores de bens industriais e consumo não cíclico. Destaca-se que os indicadores financeiros EBITDA e margem EBITDA impactam significativamente em todos os setores econômicos, especialmente nas empresas de consumo não cíclico. O EBITDA gerou o maior impacto nas empresas que trabalham com materiais básicos, enquanto que a margem EBITDA influenciou consideravelmente o setor de consumo não cíclico.

Buscando-se ampliar os resultados da pesquisa, realizou-se regressão linear múltipla por setor, como apresentado na Tabela 7. Tal análise ofereceu indícios que confirmam alguns dos resultados obtidos com as análises anteriormente detalhadas neste estudo.

Tabela 7 – Regressão com modelo de efeitos fixos c/ Correção de White

	Bens Industriais	Construção e transporte	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Materiais Básicos	Utilidade Pública
GA	0,29 (1,34)	0,29 (0,60)	0,12 (0,61)	-0,24** (-2,46)	-0,43** (-2,49)	-0,02 (-0,12)
ROA	-0,23 (-0,83)	-0,10 (-1,07)	-0,04 (-0,72)	0,42 (1,40)	0,07* (0,35)	-0,38 (-1,31)
ROE	0,38 (0,82)	-0,03 (-0,85)	-0,19*** (-4,38)	0,03 (1,04)	-0,01* (-0,06)	-0,02 (-0,92)
ML	0,22 (0,13)	0,05 (0,21)	0,66** (2,59)	0,39* (1,74)	0,34 (1,02)	0,13*** (2,90)
EBT	-0,01 (-0,45)	-0,03 (-1,45)	-0,04** (-2,06)	-0,05*** (-2,81)	-0,05** (-2,51)	-0,03*** (-2,73)
ME	0,83 (1,53)	0,23 (1,00)	1,04*** (4,19)	0,34 (1,32)	0,45** (2,35)	0,34*** (3,75)
<i>_cons</i>	863,38 (41,47)	915,77 (36,43)	890,52 (48,62)	977,33 (74,57)	976,18 (78,91)	975,29 (79,91)
N	72	54	114	84	90	114
R ²	0,1902	0,0296	0,1278	0,4919	0,0100	0,0538
F	0,0023	0,0665	0,0000	0,0013	0,0000	0,0000

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados encontrados, conforme Tabela 7, apontaram que o giro do ativo não explica o valor de mercado das empresas em quatro dos seis setores, condizendo com o que foi encontrado por Ferreira (2010) e Lima, Lima e Neves Júnior (2012). Além disso, quando significativo, este indicador relaciona-se negativamente com o valor de mercado das empresas, tendo influência nos setores de materiais básicos e consumo não cíclico. Tais achados corroboram com os resultados encontrados por Assis (2014), onde o giro do ativo apresentou influência negativa sobre o valor de mercado das firmas.

Quanto ao ROA e ROE, observou-se a baixa significância destas variáveis, que não explicam o valor de mercado em nenhum dos setores. Desta forma, estes resultados corroboram com os achados nos estudos de Lima, Lima e Neves Júnior (2012) e Filho, Krespi e Theiss (2012). Vale ressaltar, no entanto, que o indicador ROE apresentou-se significativo no setor de consumo cíclico, com um coeficiente beta negativo de 0,19.

A margem líquida revelou capacidade elucidativa para o valor de mercado nos setores de consumo cíclico e utilidade pública, indo ao encontro do que foi verificado por Ferreira (2010). Para os outros setores, não foram encontradas influências significativas desta variável, como frisaram Lima, Lima e Neves Júnior (2012).

As variáveis EBITDA e margem EBITDA mostraram-se significantes na maioria dos setores. O EBITDA não foi significativo nos setores de bens industriais e construção e transporte, enquanto a margem EBITDA não apresentou significância nestes mesmos setores, além do setor de consumo não cíclico. Quando significativo, o coeficiente beta encontrado para o EBITDA oscilou entre -0,05 e -0,03, enquanto a margem EBITDA evidenciou seu forte poder explicativo, atingindo um coeficiente beta de 1,04 no setor de consumo cíclico.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo procurou investigar a relação entre os indicadores de desempenho e o valor de mercado das companhias listadas na BM&FBovespa, por meio da análise de seis variáveis de desempenho em correlações de *Pearson* e regressões lineares múltiplas com dados em painel. Os resultados dos testes aplicados sugeriram que a margem líquida, o EBITDA e a margem EBITDA são, de modo geral, os indicadores com maior influência sobre o valor de mercado das empresas brasileiras, enquanto giro do ativo, ROA e ROE não se mostraram relevantes para a formação do preço das ações cotadas na BM&FBOVESPA.

Assim, a pesquisa contribui para a literatura acerca da temática ao analisar de forma conjunta os indicadores tradicionais de rentabilidade com indicadores financeiros utilizados em estudos empíricos sobre a temática. Aliado a isso, destaca-se a observação de uma amostra maior de empresas do que as comumente usadas em pesquisas desta natureza no Brasil, geralmente restritas a empresas de determinado setor econômico. Esses aspectos proporcionaram um refinamento do estudo quanto ao entendimento das variáveis independentes em um contexto mais amplo, sem se limitar a áreas econômicas específicas.

Outra contribuição destacada foi o entendimento mais aprofundado sobre o impacto do EBITDA no valor de mercado das ações da BM&FBOVESPA. Os resultados, embora significativos, não possibilitaram uma conclusão definitiva sobre a influência deste indicador no valor das empresas.

Destaque-se que os indicadores analisados no referido estudo explicam apenas parte da variação dos preços das ações das empresas, de forma a sugerir que outras variáveis também exercem influência sobre o valor de mercado das companhias brasileiras. Entre essas variáveis, pode haver elementos intrínsecos a cada companhia, como a estrutura de capital, o capital intelectual, e a governança corporativa, além de outros fatores externos à companhia, ligados aos aspectos comportamentais do mercado.

As limitações deste estudo englobaram alguns pontos importantes, como a escolha de uma quantidade restrita de indicadores de desempenho e a utilização de uma amostra limitada, em decorrência da exclusão de empresas com dados insuficientes e *outliers*. Portanto, recomenda-se que em estudos futuros sejam incluídas novas variáveis explicativas, bem como a inserção de outras ou mais companhias em novos períodos de análise.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, L. S. L. **O Desempenho das estruturas organizacionais das empresas de real estate e a relação com os seus valores de mercado**. São Paulo, 2010. 190 p. Dissertação (Mestrado em Engenharia) – Departamento de Engenharia de Construção Civil, Universidade de São Paulo, 2010.

ALVES, J. F. V.; DE LUCA, M. M. M.; CARDOSO, V. I. C.; VASCONCELOS, A. C. Relação entre desempenho econômico e desempenho ambiental de empresas no Brasil e na Espanha. **Revista Ambiente Contábil**, v. 5, n. 2, p. 151-172, 2013.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSIS, V. A. **Relação entre indicadores financeiros e desempenho em mercado de ações: estudo sobre empresas de construção civil da BM&FBovespa**. Brasília, 2014. 77 p. Monografia (Bacharel em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de Brasília, 2014.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M.; ROTTA, U. A. S. A Relação entre o Retorno das Ações e as Métricas de Desempenho: Evidências Empíricas para as Companhias Abertas no Brasil. **Revista de Gestão USP**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.

BARBOSA, G. C.; SILVA, C. A. T. Utilização dos indicadores contábeis no processo de avaliação de empresas: A percepção de professores de contabilidade e de analistas de investimento. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 2, p. 170, 2014.

BERNARDINO, F. F. M.; PEIXOTO, F. M.; FERREIRA, R. N. Governança Corporativa e Valor da Firma: um estudo de empresas brasileiras do setor elétrico. **Revista Eletrônica de Ciência Administrativa**, v.13, n. 2, p. 185-202, 2014.

BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem Competitiva, Criação de valor e seus efeitos sobre o Desempenho. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p.70-84, 2012.

CHEN, M. C.; CHENG, S. J.; HWANG, Y. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. **Journal of Intellectual Capital**, v. 6, n. 2, p. 159-176, 2005.

CHO, H. J.; PUCIK, V. Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. **Strategic Management Journal**, v. 26, n. 6, p. 555-575, 2005.

COELHO, A. L.; NASCIMENTO, S.; COELHO, C.; BORTOLUZZI, S.; ENSSLIN, L. Avaliação de desempenho organizacional: uma investigação científica das principais ferramentas gerenciais. In: Congresso Brasileiro de Custos, 15, 2008, Curitiba. **Anais...** Paraná: ABC, 2008. CD-ROM.

COLAUTO, R. D.; NOGUEIRA, I. V.; LAMOUNIER, W. M. Q de Tobin e Indicadores Financeiros Tradicionais em Companhias siderúrgicas com ações na Bovespa e NYSE. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 3, p. 9-23, 2009.

COSTA, P. S.; MONTEIRO, M. G.; BOTELHO, D. R. Estudo Empírico da Relação do EBITDA e do RSPL com o Preço da Ação nas Empresas Brasileiras do Setor de Energia Elétrica. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 15, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005. CD-ROM.

COSTA, L. G. T. A.; LIMEIRA, A.F.F.; GONÇALVES, H.M.; CARVALHO, U.T. **Análise econômico-financeira de empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro: GFV, 2011.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Economia fraca pesará sobre empresas brasileiras até 2016, diz agência**. Folha de S. Paulo, São Paulo, 16 jul. 2015. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/07/1656511-para-moodys-economia-fraca-pesara-sobre-empresas-brasileiras-ate-2016.shtml>>. Acesso em 31 ago. 2016.

FALCINI, P. **Avaliação Econômica de Empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1995.

FERREIRA, K. F. S. F. **A Significância dos Indicadores Fundamentalistas na Explicação do Retorno das Ações**: Uma análise no setor de Siderurgia e Metalurgia brasileiro. Recife, 2010. 130 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais, Universidade Federal de Pernambuco, 2010.

FRANCO, A. L. A Estrutura de Capital e o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. In: Congresso Virtual Brasileiro de Administração, 6, 2006. **Anais...** Disponível em: <www.convibra.com.br/2006/artigos/43_pdf.pdf>. Acesso em 31 ago. 2016.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 3, p. 7-24, 2007.

GASPARETTO, V. O Papel da Contabilidade no Provimento de Informações para a Avaliação do Desempenho Empresarial. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 2, p. 109-122, 2004.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**, 5. ed. Bookman: Porto Alegre, 2011.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

KÜHL, M. R. **O Mercado de Capitais reflete no preço das ações o Desempenho Empresarial medido por indicadores contábeis?** Curitiba, 2007. 152 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas – SCSA, Universidade Federal do Paraná, 2007.

LIMA, R. R.; LIMA, T. R.; NEVES JÚNIOR, I. J. Valor da Empresa e sua Relação com a Estrutura de Capital, Rentabilidade: um estudo empírico das 1000 empresas melhores listadas na Revista Exame. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 2, p. 2-18, 2012.

LONCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Estrutura de Capital, Liquidez de Caixa e Valor da Empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.

LOPES, D. O.; SALES, A. F. A importância e vantagens da análise do EBITDA para avaliação de ações - estudo de caso na empresa Gol. **Revista Eletrônica Gestão e Negócios**, v. 5, n. 1, p. 1-42, 2014.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise do Desempenho Contábil-Financeiro de Seguradoras no Brasil no Ano de 2007: um Estudo Apoiado em Análise Hierárquica (AHP). **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 135-165, 2010.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; MURCIA, F. D.; MACHADO, M. A. V. Análise da relevância do Ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 1, p. 99-130, 2012.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

NEELY, A. **Measuring business performance**. London: The Economist Books, 1998.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. 132 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2003.

OLINQUEVITCH, J. L.; FILHO, A. S. **Análise de balanços para controle gerencial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

OMAKI, E. T. Recursos Intangíveis e Desempenho em Grandes Empresas Brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho financeiras. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ENANPAD, 2005. CD-ROM.

PACE, E. S. U.; BASSO, L. F. C.; SILVA, M. A. Indicadores de Desempenho como Direcionadores de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v.7, n. 1, p. 37-65, 2003.

PADOVEZE, C. L. **Controladoria básica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.

PEIXOTO, F. M. **Governança Corporativa, Desempenho, Valor e Risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. Belo Horizonte, 2012. 216 p. Tese (Doutorado em Administração) – Departamento de Ciências Administrativas, Universidade Federal de Minas Gerais, 2012.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 10, n. 4, p. 47-59, 2003.

RITTA, C. O.; JACOMOSSI, F. A.; FABRIS, T. R.; KLANN, R. C. Causalidade Granger entre EBITDA e Retorno das Ações em Empresas Brasileiras. In: Seminários em Administração, 18, 2015, São Paulo. **Anais...** Disponível em: <sistema.semead.com.br/18semead/resultado/trabalhosPDF/316.pdf>. Acesso em 30 set. 2016.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v.39, n.4, p. 348-361, 2004.

SILVA, H. A. S.; ENSSLIN, S. R. Relação entre Desempenho Econômico-Financeiro e Indicadores de Capital Intelectual de Natureza Social e Ambiental. In: Congresso AnpCONT, 5, 2011. Disponível em: <congressos.anpcont.org.br/congressos-antigos/v/images/192-2.pdf>. **Anais...** Acesso em 31 ago. 2016.

SILVA, C. T. R.; SANTOS, D. F. L. Desempenho financeiro e valor de mercado do setor de telefonia no Brasil. **Revista Ciências Administrativas**, v. 21, n. 1, p. 42-67, 2015.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. 165 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

TOLEDO FILHO, J. R.; ERFURTH, A. E. Análise da correlação entre o EBITDA e o RTA das empresas não financeiras do novo mercado da Bovespa nos anos 2006 e 2007. **Espacios**, Caracas, v. 31, n. 4, p. 34-36, 2010.

TOLEDO FILHO, J. R.; KRESPI, N. T.; THEISS, V. Relação entre preço das ações e os indicadores contábeis: uma análise das empresas da BM&FBovespa. **Espacios**, v. 33, n. 4, 2012.

VENKATRAMAN, N; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, v. 11, n. 4, p. 801-814, 1986.

XIN, Z.; TING, W.; YUAN, Z. Economic Value Added for performance evaluation: a financial engineering. **Systems Engineering Procedia**, v. 5, n. 1, p. 379-387, 2012.