

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA
CURSO DE MESTRADO**

NÁDIA CRISTINA DE CASTILHOS

**O GRAU DE INVESTIMENTO CORPORATIVO DAS EMPRESAS LISTADAS NO
IBRX50: ANÁLISE DO *RATING* DIVULGADO PELAS CERTIFICADORAS**

**CAXIAS DO SUL
2017**

NÁDIA CRISTINA DE CASTILHOS

**O GRAU DE INVESTIMENTO CORPORATIVO DAS EMPRESAS LISTADAS NO
IBRX50: ANÁLISE DO *RATING* DIVULGADO PELAS CERTIFICADORAS**

Dissertação de Mestrado submetida à Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul, como parte dos requisitos necessários para obtenção do título de Mestra em Administração.

Linha de Pesquisa: Inovação e Competitividade

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Cavagnoli Guth

**CAXIAS DO SUL
2017**

C352g Castilhos, Nádia Cristina de

O grau de investimento corporativo das empresas listadas no IBRX50: análise do rating divulgado pelas certificadoras / Nádia Cristina de Castilhos. – 2017.

74 f.: il.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de Caxias do Sul, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2017.

Orientação: Sérgio Cavagnoli Guth.

1. Rating de Guth. 2. Certificadoras. 3. Índices Financeiros. 4. IBRX50. I. Guth, Sérgio Cavagnoli, orient. II. Título.

NÁDIA CRISTINA DE CASTILHOS

**O GRAU DE INVESTIMENTO CORPORATIVO DAS EMPRESAS LISTADAS NO
IBRX50: ANÁLISE DO *RATING* DIVULGADO PELAS CERTIFICADORAS**

Dissertação de mestrado submetida à Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul, como parte dos requisitos necessários para obtenção do título de Mestra em Administração.

Linha de Pesquisa: Inovação e Competitividade

Aprovada em: 31/08/2017.

Banca Examinadora

Prof. Dr. Sérgio Cavagnoli Guth
Universidade de Caxias do Sul

Profa. Dra. Angela Pellegin Ansuaj
Universidade Federal de Santa Maria

Profa. Dra. Maria Emilia Camargo
Universidade de Caxias do Sul

Prof. Dra. Marta Elisete Ventura da Motta
Universidade de Caxias do Sul

Dedico este trabalho às minhas
filhas Aline Cristina de Oliveira
e Franciele Simone de Oliveira.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, que guia, acompanha e ilumina o meu caminho.

À minha família, que me deu apoio e incentivo nas horas difíceis e principalmente pela compreensão das minhas horas de ausência.

Ao meu orientador, Professor Dr Sérgio Cavagnoli Guth, pela competência e disposição em prontamente contribuir para que esta pesquisa fosse realizada e também pelas suas correções e incentivos.

À Coordenadora do PPGA, Professora Dr^a Maria Emilia Camargo, pelos ensinamentos e serenidade a frente do programa.

A todos os meus professores por me incentivarem na busca pelo conhecimento.

Aos membros da Banca Examinadora pelas suas ponderações.

Aos amigos, colegas de trabalho que fizeram parte da minha trajetória e que continuarão presentes em minha vida.

Enfim, a todos que direta ou indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigada

Só existem dois dias no ano que nada pode ser feito. Um se chama ontem e o outro se chama amanhã. Portanto hoje é o dia certo para amar, acreditar, fazer e principalmente Viver.

Dalai Lama

RESUMO

As empresas são constantemente avaliadas, no que tange a resultados financeiros e econômicos, bem como as suas estratégias. As demonstrações financeiras são relatórios importantes na avaliação do desempenho da evolução patrimonial das organizações, fornecendo uma visão global da organização. Este estudo tem como objetivo identificar a relação entre Grau de Investimento, definido pelo *rating* do método de Guth, com o das certificadoras Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, com base nos dados das empresas listadas no IBRX 50. O grau de investimento de uma empresa concede um selo de “bom pagador”, esta avaliação ocorre de forma quantitativa e qualitativa, permitindo uma visão ampla dos negócios da organização. Para analisar a aderência do método que utiliza apenas indicadores financeiros e o divulgado pelas principais certificadoras será realizada uma pesquisa pelo método quantitativo-descritivo, utilizando as empresas listadas no IBRX50. A pesquisa é classificada como aplicada, com abordagem quantitativa, sendo apurado o grau de investimento pelo método de Guth através das demonstrações contábeis das empresas listadas no IBRX50, no ano de 2016, comparando com o divulgado pelas agencias certificadoras. Quanto ao objetivo é descritiva, utilizando procedimentos documentais, baseada em relatórios contábeis financeiros para calcular o grau de investimentos e os pareceres divulgados pelas certificadoras para comparar o *rating* divulgado como o apurado a partir dos seguintes indicadores financeiros: liquidez, rentabilidade, lucratividade, , solvência, endividamento e giro do ativo. Como resultados verificou-se a existência de diferenças entre o *rating* divulgado pelas agências, empresas que não possuem classificação divulgada pelas três certificadoras concomitantemente. A lista do IBRX50 contempla empresas que não foram avaliadas pelas certificadoras.

Palavras-chave: *Rating* de Guth. Certificadoras. Índices Financeiros. IBRX50.

ABSTRACT

Companies are constantly evaluated in terms of financial and economic results as well as their strategies. The financial statements are important reports in assessing the performance of the organization's equity evolution, providing a global view of the organization. This study has as general objective to identify the relation between Investment Grade, defined by the rating of Guth's Method, with the certifiers Standard & Poor's, Moody's and Fitch Ratings, based on the data of the companies listed in the IBRX 50. The degree of investment of a company grants it a "good payer" seal, this evaluation occurs quantitatively and qualitatively, allowing a broad view of the organization's business. In order to analyze the adherence of the method that uses only financial indicators and that disclosed by the main certifiers, a research based on a quantitative-descriptive method will be done, using the companies listed in the IBRX50, in 2016. The objective is descriptive, using documentary procedures, based on financial accounting reports to calculate the degree of investments and the opinions published by the certifiers to compare the rating disclosed as calculated from the financial indicators: Liquidity indebtedness, Immediate liquidity, Profitability of the asset, Profitability, Current liquidity, Dry liquidity, Solvency, Indebtedness of Liquid Equity, Return on Liquid Equity and Asset turnover. As results it was verified that there are differences between the ratings disclosed by the three agencies. The IBRX50 list includes companies that have not been evaluated by the certifiers.

Keywords: Guth Rating. Certifiers. Financial Ratios. IBRX50.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Notas de Avaliação de Risco	28
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Relação Rating do Brasil dos últimos 15 anos	25
Quadro 2 – Descrição das Notas de Avaliação de Risco	29
Quadro 3 – Indicadores de liquidez	36
Quadro 4 – Relação das 50 Empresas – IBrX50.....	46
Quadro 5 – Relação notas das 50 Empresas – IBrX50.....	48
Quadro 6 – Relação notas das 11 Empresas com Rating nas 3 Certificadoras	50
Quadro 7 – Relação das 15 Empresas sem Rating nas 3 Certificadoras.....	51
Quadro 8 – Relação das 8 Empresas – IBrX50 sem demonstrações contábeis	52
Quadro 9 – Classificação das agências de risco.....	59
Quadro 10 – Comparativo das escala	60
Quadro 11 – Comparação das notas das Certificadoras e o Método de Guth	61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Relação dos Indicadores do ano de 2016	54
Tabela 2 – Relação dos Fatores do ano de 2016.....	56
Tabela 3 – Classificação dos Fatores	58

LISTA DE ABRIVIATURAS E SIGLAS

BP	Balço Patrimonial
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CRES	Varição das vendas líquidas
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CSN	Companhia Siderurgia Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
EBITIDA	Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
IBrX50	Índice Brasil 50
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
LAJIDA	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
LC	Liquidez Corrente
LG	Liquidez Geral
LI	Liquidez Imediata
LS	Liquidez Seca
PL	Patrimônio Líquido
ROA	Rentabilidade sobre o ativo
ROE	Rentabilidade sobre o patrimônio líquido
ROI	Return on Investment
VBR	<i>Resource-Based View</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	DELIMITAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	18
1.2	OBJETIVOS DO TRABALHO.....	19
1.2.1	Objetivo geral.....	19
1.2.2	Objetivos específicos.....	20
1.3	JUSTIFICATIVA	20
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	23
2.1	GRAU DE INVESTIMENTO	23
2.1.1	Grau de Investimento Soberano	24
2.1.2	Grau de Investimento Corporativo.....	26
2.1.3	Certificadoras de <i>Rating</i>.....	27
2.1.4	<i>Rating</i> de Guth	32
2.1.4.1	Índices de Liquidez.....	35
2.1.4.2	Índice de liquidez imediata	36
2.1.4.3	Índice de liquidez corrente.....	37
2.1.4.4	Índice de liquidez seca	37
2.1.4.5	Índice de liquidez geral.....	37
2.1.4.6	Índices de lucratividade	38
2.1.4.7	A solvência	39
2.1.5	Índices de rentabilidade.....	39
2.1.5.1	Rentabilidade do Ativo.....	40
2.1.5.2	Rentabilidade do Patrimônio Líquido	40
2.1.5.3	Índices de endividamento	41
2.1.5.3.1	<i>Endividamento total</i>	41
2.1.5.3.2	<i>Endividamento do patrimônio líquido</i>	41
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	43
3.1	PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS	44
3.2	POPULAÇÃO	45
3.3	CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO	46

4	RESULTADO DA PESQUISA.....	48
4.1	DADOS DAS EMPRESAS LISTADAS NO IBRX50.....	48
4.2	<i>RATING</i> PELO MÉTODO DE GUTH.....	52
4.3	<i>RATING</i> PELO COMPARATIVO.....	58
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	65
5.1	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	67
5.2	IMPLICAÇÕES GERENCIAIS	67
5.3	INDICAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	68
	REFERÊNCIAS.....	69

ANEXO A – EMAIL COM JUSTIFICATIVA DA EMPRESA CSNERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

1 INTRODUÇÃO

No atual cenário de globalização dos mercados, os investidores buscam aplicar seus recursos em organizações seguras e rentáveis, para garantirem resultados positivos. Assim, as avaliações dos ativos das corporações realizadas, bem como os orçamentos de projetos de viabilidade de negócios tornam-se instrumentos necessários para a tomada de decisão, escolha de onde investir, de mercado, segmento e empresa. Desta forma é constante a busca de novos instrumentos de gestão que possam balizar tais decisões (ASSAF, 2008).

As demonstrações financeiras podem ser consideradas ferramentas decisivas para se avaliar o desempenho da evolução patrimonial das organizações, fornecendo uma visão global da empresa. Esta base normalmente é utilizada para a tomada de decisão dos gestores, pois as informações contábeis permitem maior eficiência na aplicação dos recursos. Desse modo, a análise das demonstrações financeiras é um recurso que permite aos administradores uma visão ampla dos negócios da organização. Modelos múltiplos de gestão podem ser utilizados como apoiadores, tanto para os gestores, quanto para as organizações, que precisam profissionalizar sua gestão (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008).

Através dos cenários estruturados, com as ferramentas organizacionais, os gestores podem conseguir basear suas decisões que geram resultados diferentes mesmo que aplicadas em situações semelhantes. Neste cenário, as empresas não são apenas estruturas físicas, mas também estruturas organizacionais de pessoas que são dispostas de forma hierárquica ou não, onde cada qual é responsável pelo gerenciamento de suas atividades e das pessoas subordinadas a elas. As decisões diárias nos processos impactam diretamente nos resultados econômicos financeiros, (MATTOS, 2002).

Na forma hierárquica existem níveis de comando com maior ou menor complexidade dependendo da função desempenhada do colaborador, onde os superiores podem influenciar na tomada de decisão dos processos das pessoas que estão vinculadas a ela. A alta administração das organizações, é a responsável pelas mudanças estratégicas, o que impacta diretamente nos resultados econômicos financeiros das empresas (MORGAN, 1996; ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008). Assim, com informações disponíveis nos relatórios internos, os gestores possuem uma base para tomada de decisão.

A inovação no momento atual, onde a globalização se tornou realidade em todos os mercados, com o uso de máquinas, tecnologia, estrutura não é mais estratégica em sua completude, por não ser mais singular, uma vez que o diferencial das organizações concentra-se no intangível, no capital humano. O capital humano representa a base principal e o ponto central, não somente das empresas, mas da transformação global, pois ele faz a diferença nos resultados econômicos financeiros, através de suas aptidões, atitudes e habilidades (SCHULTZ, 1961). Para tanto, saber analisar e entender os indicadores apurados a partir das informações da empresa é papel dos gestores.

As atividades dos gestores vão além do econômico financeiro, pois atuam na estratégia, concentram ações na ampliação do negócio. O grau de investimento que classifica o risco corporativo, medindo a gestão das organizações não apenas a parte econômica financeira, amplamente difundida entre os investidores. O grau de investimento corporativo avalia os indicadores financeiros, indicadores de desempenho, a economia, a regulamentação, as influências geopolíticas, a administração, a governança corporativa e a posição competitiva (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; SCHULTZ, 1973).

Os resultados financeiros das empresas implicam na avaliação das análises dos investidores, pois representam um resumo do desempenho econômico financeiro das organizações numa visão quantitativa, enquanto que o *rating* corporativo ou classificação de risco pode ser utilizado pelos investidores, para avaliar onde aplicar seus recursos, fazendo-se uma análise com indicadores quantitativos e qualitativos (TURETA, TONELLI; ALCADIPANI, 2011).

Ao analisar a empresa através do *rating* corporativo, os usuários tanto internos das empresas, como os externos possuem uma visão da capacidade de pagamentos, assim as empresas certificadoras ao determinar a escala de uma organização também fornecem um parecer aos investidores sobre aonde investir seu recursos (CRUZ DE SOUZA MURCIA, DAL-RI MURCIA e ALONSO BORBA, 2014).

O retorno financeiro tende a ser menor, quando uma empresa apresenta um risco menor, da mesma forma quando o risco for maior o retorno financeiro deve ser mais rentável. Logo, a capacidade de alavancar investimentos ocorre pela maior credibilidade da empresa, portanto os altos executivos têm recursos para aplicar no

operacional e estratégico em busca de atingir os objetivos elencados no seu planejamento (CARNEIRO, 2008).

Para o investidor a divulgação do *rating* pelas agências, provoca uma reação negativa nos casos de *downgrades*, porém o mercado de capitais se mantém estável quando ocorre *upgrades* (CRUZ DE SOUZA MURCIA, DAL-RI MURCIA e ALONSO BORBA, 2014).

1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

As principais agências de *rating* em nível mundial são a Standard & Poor's e a Moody's Investor Service, que juntas somam mais de 80% do mercado mundial (AFONSO, 2002). Elas emitem parecer que são opiniões sobre a capacidade de pagamento das dívidas das organizações, determinando nota a qual indica a saúde financeira corporativa (*rating* corporativo) ou do país (*rating* soberano), para tanto é feito uma análise qualitativa e quantitativa antes da divulgação da referida nota. (BONE, 2006).

A antecipação das notas divulgadas pelas agências vem sendo objeto de estudos de vários autores entre eles: Bouzouita e Young (1998), Adams, Burton e Hardwick (2003), Bhojraj e Sengupta (2003), Kim e Gu (2004), Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Gray, Mirkovic e Ragunathan (2006), Bone (2007), López (2007), Damasceno, Artes e Minardi (2008), Matousek e Stewart (2009), Bone (2010), Guth (2012) (CRUZ DE SOUZA MURCIA, DAL-RI MURCIA; ALONSO BORBA, 2014).

Dentro deste conjunto de pesquisas evidenciar-se-á um método quantitativo o qual resulte igualmente, o *rating*, divulgado pelas principais certificadoras que utilizam quali-quantitativo. Servirá não somente para os gestores antecipar seus resultados, como também para os investidores direcionar seus recursos (CRUZ DE SOUZA MURCIA, DAL-RI MURCIA e ALONSO BORBA, 2014).

As certificadoras Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's, não divulgam a fórmula para calcular o risco corporativo e soberano, pois são levados em consideração variáveis qualitativas e quantitativas. Conforme Brito e Neto (2008), as variáveis quantitativas são extraídas das demonstrações financeiras das empresas, enquanto que as variáveis qualitativas consistem em uma análise subjetiva de fatores de difícil mensuração.

São utilizados indicadores econômico e financeiro disponíveis nas demonstrações financeiras das empresas no que tange as variáveis quantitativa e nas qualitativas envolvem fatores como capacidade administrativa dos gestores e a qualidade dos controles das empresas (MOODY'S INVESTORS SERVICE; STANDARD & POOR'S; FITCH, 2017).

Dentro deste preâmbulo, este estudo contempla todas as empresas com ações listadas no IBrX50 que tenham, em seu histórico, as demonstrações contábeis financeiras, balanço patrimonial e demonstrativo de resultado do exercício, publicadas em 06 de abril de 2016, referente ao ano de 2016 (BM&FBOVESPA, 2016).

A pesquisa limita-se na aplicação e análise do método de *Rating* de Guth nas empresas selecionadas, no ano de 2016, comparando com os divulgados pelas agências certificadoras Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's, verificado nas demonstrações financeiras, publicadas pela Bovespa. O *rating* de Guth utiliza como base os seguintes indicadores financeiros: endividamento, liquidez imediata, rentabilidade do ativo, lucratividade, liquidez corrente, liquidez seca, solvência, endividamento do PL, rentabilidade do PL e giro do ativo, todos calculados a partir das demonstrações contábeis financeiros (GUTH, 2012).

Assim, o problema da pesquisa desta dissertação tem como base o seguinte questionamento: Qual a relação entre o Grau de Investimento pelo indicador de Guth com o divulgado pelas certificadoras Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, baseado nos dados das empresas listadas no IBrX 50?

1.2 OBJETIVOS DO TRABALHO

1.2.1 Objetivo geral

Identificar a relação entre o Grau de Investimento pelo indicador de Guth com o divulgado pelas certificadoras Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, baseado nos dados das empresas listadas no IBrX50, identificando se existe aderência do método de Guth a e metodologia utilizada pelas certificadoras.

1.2.2 Objetivos específicos

Para atender ao objetivo geral será efetuada uma revisão de literatura a fim de responder aos seguintes objetivos específicos:

- a) identificar as empresas brasileiras listadas no IBrX50;
- b) analisar as empresas brasileiras, listadas no IBrX50, com *rating* divulgado pelas Certificadoras Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's;
- c) aplicar o indicador de Guth nas empresas listadas no IBrX50;
- d) comparar o Grau de investimento das certificadoras com o calculado pelo indicador de Guth;
- e) avaliar a consolidação do indicador de Guth comparativamente ao divulgado pelas certificadoras.

1.3 JUSTIFICATIVA

A probabilidade de sucesso consiste em basear a economia em conhecimento (CRAWFORD, 1994). Neste sentido é importante prever o risco de crédito das empresas, na busca por melhora no desempenho dos resultados, almejados pelos investidores.

Segundo a visão baseada nos recursos (VBR – ou *Resource-Based View*) - que estabelece que a vantagem competitiva provém dos recursos estratégicos (PENROSE, 1995; WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991). Conforme Medeiros et al. (2012), “a Alta Administração pode ser vista como um recurso estratégico determinante no desempenho da organização”. Justificando-se com isso a possibilidade do próprio gestor fazer uma análise do grau de investimento de sua organização através de uma alternativa que não seja a contratação das agências certificadoras mas sim utilizando os indicadores financeiros, que são apurados a partir do balanço patrimonial e demonstrativo de resultado.

Minardi, Sanvicente e Artes (2006) no estudo sobre a *rating* apontam que as notas atribuídas pelas agências de classificação são usadas pelo mercado financeiro para avaliar os riscos dos títulos privados. Os analistas financeiros vinculam as *yields* (taxas de mercado) com o *rating*, pois quanto menor o risco, ou seja, quanto melhor a classificação menor será a *yields* dos títulos.

Bone (2007) salienta que "as agências de *rating* afirmam que consideram grande o número de indicadores, sendo alguns específicos das indústrias em que as empresas se inserem, como é o caso das empresas de petróleo." Os indicadores econômicos são baseados nas demonstrações financeiras das empresas. O *rating*, portanto, é um dado único a ser analisado pelo investidor resumindo um número expressivo de indicadores.

Através dos *ratings* é possível fazer uma comparação, entre os papéis ofertados aos investidores, auxiliando-os na tomada de decisão sobre novos investimentos e ou mesmo na gestão. Conforme Rogers (2012, p. 20), "o *rating* é utilizado como base para avaliação do risco do emissor e por meio dele é possível mensurar o tradeoff entre risco e retorno do investimento". Com a informação sobre o risco dos investimentos pelo método do *rating*, a tomada de decisão baseia-se numa visão crítica sobre as empresas que disponibilizam papéis no mercado financeiro.

Nas pesquisas analisadas neste estudo em finanças buscar-se-á identificar os resultados econômicos financeiros, com base nas demonstrações contábeis, justificando o desempenho pelos indicadores ou índices extraídos. Para os investidores é de grande valia para suas investigações, porém complexo devido a quantidade de informações a serem extraídas para tal estudo. Murcia (2013) fez uma análise de 16 estudos realizados para determinar os *ratings*, em média os levantamentos utilizaram 10 variáveis.

Na revisão bibliográfica sobre determinantes dos *ratings* Murcia (2013) relaciona as variáveis utilizadas nas pesquisas, onde destaca-se que os indicadores financeiros mais utilizados foram: endividamento em 7 trabalhos, rentabilidade em 6, liquidez em 5, Ebitda em 4 e em 2 Ebit, liquidez corrente, retorno sobre o ativo.

Anterior ao estudo de Murcia (2013) foi encontrado o estudo de Guth (2012), que se baseou em empresas brasileiras que tinham *rating* de bom pagador, criando um método que utilizou apenas indicadores financeiros para apurar a classificação das empresas e comparar com a divulgação das certificadoras.

As buscas foram realizadas na base de periódicos da CAPES, da base de dados SCOPUS e na base brasileira SPELL, no período de 25 de julho de 2017 até 31 de julho de 2017. Neste esforço de pesquisa foram identificados que, dos dois trabalhos encontrados da base SCOPUS, nenhum tratava especificamente sobre o tema abordado nesta pesquisa. Na base periódicos da CAPES, a pesquisa retornou

com vinte e sete trabalhos, sendo que apenas um obteve aderência ao tema do presente trabalho. O artigo de DE ARAÚJO e GAIO, nomeado: Utilização de índices contábeis na determinação do *rating*, publicado na revista Nucleus em 2016, teve com principal objetivo fazer a classificação das certificadoras *rating* da Standard & Poor's (S&P), Moody's e Fitch Rating, através de índices contábeis e financeiros.

O *rating* é utilizado como referencia, para avaliar o risco dos investimentos realizados nas empresas (PAPAICONOMOU, 2010), pois o investidor utiliza a nota das certificadoras para identificar as empresas que apresentam menores riscos ao mercado.

Segundo Kim e Gu (2004), predizer o *rating* de uma empresa permite identificar os fatores que afetam seus *ratings*, logo se torna uma ferramenta para que a gestão das empresas consigam agir em prol da redução do risco, podendo diminuir consequentemente o custo do empréstimo. Colaborando neste sentido, Kaplan e Urwitz (1979), ao acreditarem na importância de prever o risco de crédito, através do estudo da variável que implicam no risco de crédito.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo realiza uma análise dos principais tópicos utilizados, para fundamentação desta dissertação. Serão apresentadas definições sobre o *Rating*, *Rating Soberano*, *Rating Corporativo*, as certificadoras, o *Rating* de Guth e os indicadores financeiros.

2.1 GRAU DE INVESTIMENTO

Os investidores utilizam seus recursos para aplicá-los em empresas que possuem rentabilidade, sendo necessário verificar os riscos das perdas de suas aplicações. A informação se torna um instrumento de avaliar a solidez e os riscos das corporações, sendo eficaz quando a generalização dos dados pode ser aplicada em qualquer negócio se tornando útil ao mercado financeiro (MOODY'S INVESTORS SERVICE; STANDARD & POOR'S; FITCH, 2017).

Atualmente existem empresas que classificam o Grau de investimento com base num ranking, determinando notas as quais identificam os bons pagadores, os quais são recomendados para ser investidos. As certificadoras mais conhecidas no mundo são: *Moody's Investors Service*; *Standard & Poor's* e a *Fitch*.

Ao receber o selo de bom pagador por parte das certificadoras, as corporações ou países conquistam a possibilidade de acessar de forma mais fácil o crédito, com custos financeiros inferiores (CRUZ DE SOUZA MURCIA, DAL-RI MURCIA e ALONSO BORBA, 2014). O mercado financeiro de crédito e/ou de investidores que avaliam as empresas, com *rating* atribuído pelas certificadoras de bom pagador, como empresas seguras reduzindo o risco de "calote financeiro".

Existem determinações estatutárias as quais somente podem investir em ativos com classificação pelas três agências certificadoras, como de baixo risco. Uma vez que nem todos os investidores dispõem de tempo e dinheiro para realizarem suas próprias análises e assim acabam aplicando seus recursos e concordância aos pareceres da *Moody's Investors Service*; *Standard & Poor's* e a *Fitch* (GUTH, 2012).

Para as empresas ou países terem um título de "bom pagador" é necessário uma análise do grau de investimento, o que equivale ao selo de qualidade, de baixo risco de não pagador. Ao obter o grau de investimento soberano, os países

melhoram sua referência para captar recursos de investidores, bem como as corporações que se tornam mais atrativas. A classificação, *rating*, segundo Hill (2004), e a opinião das certificadoras sobre a qualidade para liquidar os créditos é como uma previsão de efetivação dos pagamentos. As atividades de classificar as empresas vêm sendo desenvolvidas, principalmente, pelas agências Moody's Investors Service, fundada em 1909. Em seguida foram fundadas Standard & Poor's em 1916 e Fitch em 1924 (HILL, 2004).

A nota divulgada pelas certificadoras contribui para uma análise de mercado com a finalidade de assegurar ao investidor qualidade no seu investimento. Francisco (2016) "O *Rating* pode ser entendido como avaliação de algo, calculado com base em modelos qualitativos, quantitativos, ou mesmo uma combinação de ambos". O Grau de Investimento (*rating*) é um mecanismo de avaliação da qualidade da capacidade de pagamento que se divide em: Grau de Investimento Soberano de um país e Grau de Investimento Corporativo de uma empresa.

2.1.1 Grau de Investimento Soberano

O Grau de investimento divide-se em soberano e refere-se ao parecer das certificadoras sobre o país, enquanto que o corporativo aborda às empresas.

É a modalidade onde as agências calculam a capacidade de pagamento da dívida dos países. A nota determinada para o grau de investimento de um país identifica a dificuldade ou não de honrar seus compromissos. Quando o governo não tem como honrar seus pagamentos, pode ser inserido no ranking de especulativo, ou seja, ter sua nota rebaixada, dificultando o ingresso de novas aplicações, pois existem fundos de pensão que fazem seus aportes de recursos apenas quando o país e ou a empresa possui grau de investimento (VIEIRA, 2008).

Quando é anunciada pelas agências qualquer mudança na nota do *rating* soberano, a mesma vem seguida de um breve parecer, justificando a atualização, e fazendo recomendações. O risco soberano consiste na opinião das agências sobre a capacidade de pagamento do país, sendo analisado em determinado momento econômico, financeiro e político, tendo um caráter de longo prazo, mas com influência das mudanças de curto prazo que afetam o planejamento da economia do país (GUTH, 2012).

A economia do país influencia diretamente na economia das empresas, seja através da atratividade de investimentos, financiamento de estruturas (maquinários, entre outros), confiança nas diretrizes governamentais (embargos) ou através de uma economia crescente onde o consumo se torna favorável, pela baixa inflação e acesso ao crédito. Também através das restrições impostas pelo governo a partir das leis que impactam diretamente no resultado de forma onerosa ou não quando existem benefícios fiscais. (CRUZ DE SOUZA MURCIA, DAL-RI MURCIA e ALONSO BORBA, 2014).

Portanto, o *Rating* soberano influencia diretamente nos investimentos, uma vez que fundos de pensão, que são investidores, só podem aplicar seus recursos em mercados que possuem grau de investimento (VIEIRA, 2008).

A relação do *rating* soberano do Brasil dos últimos 15 anos estão no quadro 1, onde a primeira coluna tem o ano, a segunda, terceira e quarta coluna o *rating* atribuído respectivamente pelas certificadoras Standard & Poor's, Fitch e a Moody's Investors Service.

Quadro 1 – Relação *Rating* do Brasil dos últimos 15 anos

Ano	S&P	Fich	Moody's
2003	-	B+	-
2004	BB-	BB-	B1
2005	BB-	BB-	Ba3
2006	BB	BB	Ba2
2007	BB+	BB+	Ba1
2008	BBB-	BBB-	Ba1
2009	BBB-	BBB-	Baa3
2010	BBB-	BBB-	Baa3
2011	BBB	BBB	Baa2
2012	BBB	BBB	Baa2
2013	BBB	BBB	Baa2
2014	BBB-	BBB	Baa2
2015	BB+	BBB-	Baa2
2016	BB	BB+	Ba2
2017	BB	BB+	Ba2

Fonte: Moody's, Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings (2017).

Na evolução do *Rating* do Brasil, o quadro 1 apresenta que nos anos de 2008 a 2013, o Brasil tinha selo de bom pagador. Com o rebaixamento da nota nas 3 certificadoras no ano de 2015 e 2016, o país foi colocado no patamar de especulação (MOODY'S INVESTORS SERVICE; STANDARD & POOR'S; FITCH, 2017).

Em 26 de maio de 2017, a Certificadora Moody's colocou a nota do Brasil, conforme comunicado divulgado, e a instabilidade política justifica a decisão.

Independentemente de seu desfecho, a crise política que emergiu no Brasil na última semana provavelmente debilitará a agenda de reformas do governo e comprometerá a aprovação de reformas futuras, incluindo a da Previdência. Isso provavelmente impactará negativamente a confiança do investidor e levará ao aumento da volatilidade nos mercados, ameaçando o momento macroeconômico positivo observado desde o início da agenda de reformas (MOODY'S, 2017).

Devido à crise política, a qual segundo a certificadora, o governo brasileiro, através do seu presidente, terá dificuldade de aprovar as reformas trabalhistas e previdenciárias, provocando uma incerteza nos investidores (MOODY'S, 2017). Estas incertezas podem impactar no grau de investimento corporativo.

2.1.2 Grau de Investimento Corporativo

As corporações também podem solicitar uma avaliação do seu grau de investimento com o intuito de sinalizar ao mercado a sua capacidade de pagamento. Uma empresa que possui uma boa qualificação gera confiabilidade no seu negócio atraindo investidores, enquanto que o pior nível de qualificação identifica a empresa como não cumpridora de pagamento de suas dívidas (GUTH, 2012).

O grau de investimento corporativo é uma análise que leva em consideração os aspectos financeiros e não financeiros. São avaliados os indicadores financeiros, indicadores de desempenho, a economia, a regulamentação, as influências geopolíticas, a administração, a governança corporativa e posição competitiva (SOARES; COUTINHO; DE CAMARGOS, 2013).

"[...] trata-se de um evento significativo que deve se refletir e impactar, no médio prazo, três variáveis estratégicas para a economia [...] (i) melhores condições de financiamento; (ii) maior oferta de capital de empréstimo, sobretudo de longo prazo; e (iii) aceitação, por parte dos investidores, de

menores taxas de retorno para aplicar em capital de risco." (CASTRO, BRANDÃO, 2008, p. 2)

As empresas com grau de investimento passam a ser consideradas confiáveis, gerando oportunidades de captação de recursos com custos inferiores, taxas menores, melhorando seu resultado econômico. Também os empréstimos, anteriormente de curto prazo, são ofertados em longo prazo, conseguindo diluir os investimentos evitando o impacto inicial de descapitalização do fluxo de caixa.

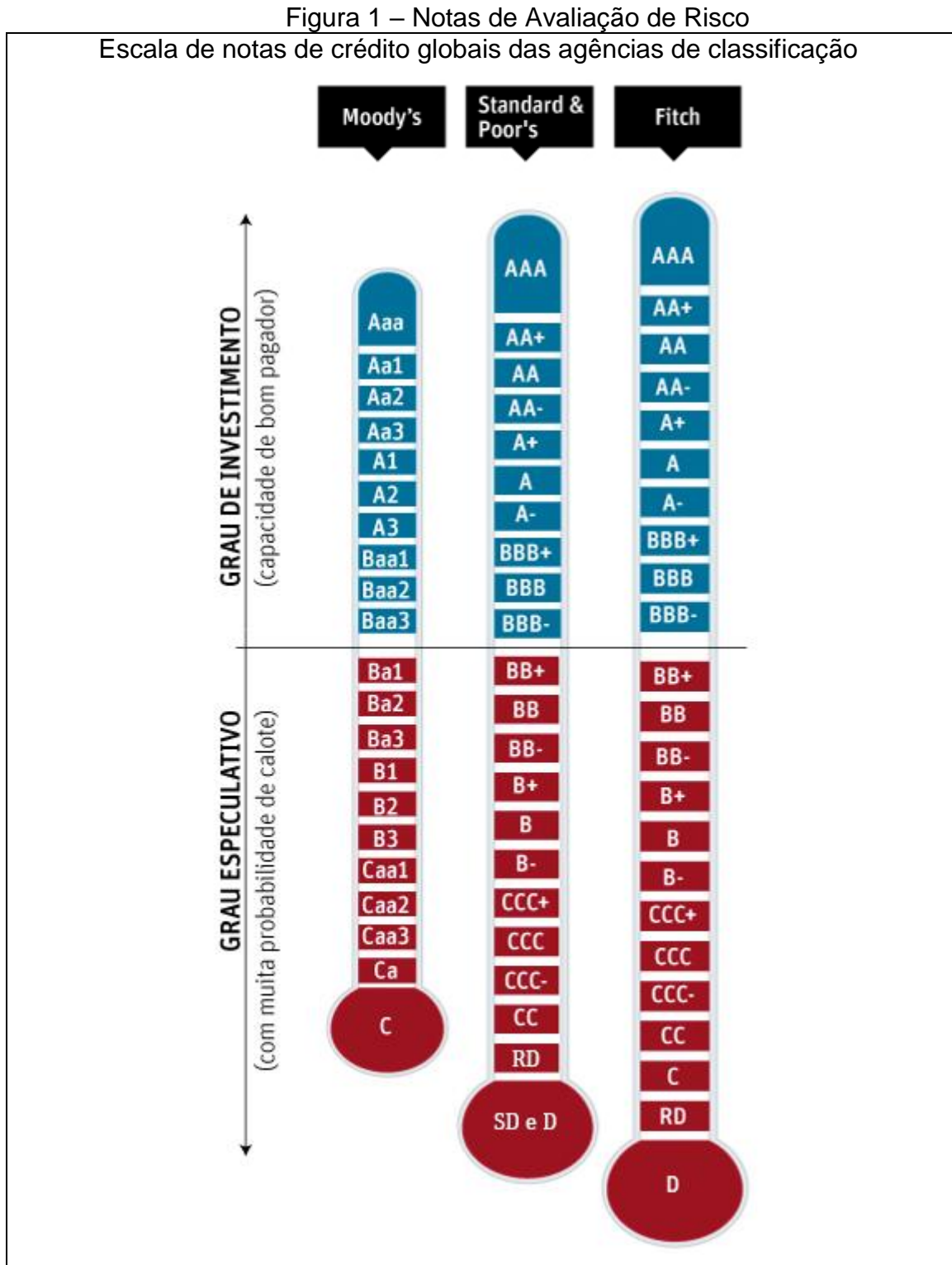
O grau de investimento corporativo, como o soberano é fornecido pelas empresas certificadoras de *rating*, através de nota, as quais fazem uma análise qualitativa e quantitativa das organizações. As notas divulgadas pelas certificadoras seguem uma escala e quando ocorre mudança à mesma segue de um breve parecer.

2.1.3 Certificadoras de *Rating*

As principais agências de *rating* são: Moody's, Standard & Poor's (S&P) e Fitch, que são responsáveis por emitir, periodicamente, parecer sobre o nível de risco de inadimplência de uma organização juntamente com a nota conforme escala pré-definida.

As certificadoras utilizam método qualitativo e quantitativo para atribuir a nota, fazendo uma análise econômica financeira, de desempenho, regulamentação, entre outras. Não existe uma fórmula pronta e as agências não divulgam na íntegra todos os itens e subitens analisados para estruturar a nota. Guth (2012) sugere com o método desenvolvido a partir de uma fórmula quantitativa, uma análise apenas utilizando indicadores financeiros, "*Rating* de Guth".

A figura 1 apresenta a escala de notas sobre o grau de investimento das certificadoras Moody's, Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, dividindo em dois pólos um de bom pagador e o outro de probabilidade de calote. A escala de Moody's tem uma diferença das outras duas, porém com o mesmo sentido de identificar a capacidade de pagamento da organização avaliada. As notas têm uma especificação fornecida pelas agências certificadoras, iniciando com a nota que considera a empresa com qualidade de crédito e baixo nível de risco, e na última posição a nota que representa alto risco de recuperação dos valores investidos na empresa.



Fonte: Moody's, Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings (2017).

No quadro 2 tem as notas com as devidas descrição das certificadoras: Moody's, Standard & Poors e Fitch *Ratings*. O *Rating* que ranqueado pelas agências tem as escalas atribuídas por letras "A", "B", "C" e "D".

Quadro 2 – Descrição das Notas de Avaliação de Risco

(continua)

ATRIBUIÇÃO PELA MOODY'S	ATRIBUIÇÃO PELA S&P	ATRIBUIÇÃO PELA FITCH
Aaa: são consideradas da mais alta qualidade, sujeitas ao nível mais baixo de risco de crédito	AAA: <i>rating</i> mais alto atribuído pela S&P. Devedor tem capacidade extremamente forte para honrar seus compromissos financeiros	AAA: mais alta qualidade de crédito, considerado improvável que seja afetada por eventos previsíveis. Reflete a menor expectativa de risco de inadimplência e é atribuído em casos de excepcional capacidade de pagamento.
Aa: são consideradas de alta qualidade e estão sujeitas a um risco de crédito muito baixo	AA: capacidade muito forte para honrar compromissos	AA: expectativa muito baixa de risco de inadimplência, considerado não significativamente vulnerável a eventos previsíveis. Capacidade muito elevada de pagamento
A: são consideradas de grau superior médio e estão sujeitas a baixo risco de crédito	A: capacidade forte para honrar seus compromissos, mas é mais suscetível a efeitos adversos de mudanças na economia	A: qualidade de crédito alta e baixa expectativa de risco de inadimplência. Capacidade de pagamento pode ser mais vulnerável a alterações nos negócios ou na economia, mas ainda é considerada forte
Baa: são consideradas de médio grau e estão sujeitas ao risco de crédito moderado e, por isso, podem apresentar certas características especulativas	BBB: capacidade adequada para honrar compromissos, mas condições econômicas adversas podem levar a um enfraquecimento na capacidade de pagamento	BBB: boa qualidade de crédito. No momento, existe baixa expectativa de risco de inadimplência. A capacidade de pagamento é considerada adequada, mas mudanças adversas nos negócios e na economia podem limitar essa capacidade
Ba: especulativo. Há risco de inadimplência mais elevado, particularmente por mudanças adversas nos negócios e na economia ao longo do tempo. No entanto, há alternativas financeiras ou de negócios para honrar compromissos	BB: primeiro grau de <i>rating</i> especulativo. Devedor é menos vulnerável no curto prazo do que os devedores com <i>ratings</i> mais baixos. No entanto, enfrenta grandes incertezas no momento e exposição a condições adversas poderiam levá-lo a uma capacidade inadequada para honrar compromissos	BB: especulativo. Há risco de inadimplência mais elevado, particularmente por mudanças adversas nos negócios e na economia ao longo do tempo. No entanto, há alternativas financeiras ou de negócios para honrar compromissos

(continuação)

ATRIBUIÇÃO PELA MOODY'S	ATRIBUIÇÃO PELA S&P	ATRIBUIÇÃO PELA FITCH
<p>B: são consideradas especulativas e estão sujeitas a elevado risco de crédito</p>	<p>B: atualmente tem capacidade para honrar seus compromissos financeiros, mas condições adversas de negócios, financeiras ou econômicas provavelmente prejudicariam a capacidade e a disposição de pagamento.</p>	<p>B: altamente especulativo. Há significativo risco de inadimplência, mas ainda com uma limitada margem de segurança. Os compromissos estão sendo honrados, mas a capacidade de seguir em dia é vulnerável à deterioração nos ambientes de negócios e econômico.</p>
<p>Caa: são consideradas especulativas de baixo resultado e estão sujeitas a risco de crédito muito elevado</p>	<p>CCC: atualmente vulnerável e dependente de condições favoráveis para honrar seus compromissos financeiros</p>	<p>CCC: risco de crédito substancial. A inadimplência é uma possibilidade real</p>
<p>Ca: são altamente especulativas, têm baixos resultados, com alguma perspectiva de recuperação do principal e juros</p>	<p>CC: devedor está atualmente altamente vulnerável. A avaliação CC é utilizada quando o default ainda não ocorreu, porém a S&P espera que seja praticamente certo</p>	<p>CC: risco de crédito muito alto. Algum tipo de inadimplência é provável</p>
<p>C: a classificação mais baixa atribuída pela Moody's e apresenta poucas perspectivas de recuperação do principal ou juros</p>	<p>R: devedor avaliado como R está sob supervisão regulatória em decorrência de sua condição financeira</p>	<p>C: risco de crédito excepcionalmente alto. A inadimplência é iminente ou inevitável, ou o emissor está sem alternativas. As condições que levam o <i>rating</i> de um emissor para a categoria "C" incluem: a) período de carência ou de cura após o não pagamento de uma obrigação financeira; b) emissor negocia "perdão" temporário ou acordo após a inadimplência; e c) RD ou D iminente ou inevitável, incluindo o anúncio formal de uma troca de dívida coercitiva</p>

(conclusão)

ATRIBUIÇÃO PELA MOODY'S	ATRIBUIÇÃO PELA S&P	ATRIBUIÇÃO PELA FITCH
	<p>SD e D: devedor avaliado como SD (default seletivo) ou D está em default em uma ou mais de suas obrigações financeiras, incluindo obrigações financeiras avaliadas ou não. O <i>rating</i> 'D' também será usado quando a Standard & Poor's acredita que o default será geral e que o devedor não conseguirá pagar todas, ou quase todas, as suas obrigações no vencimento</p>	<p>RD: inadimplência restrita. Emissor está inadimplente no pagamento de uma dívida, mas não entrou legalmente em processo de recuperação judicial, intervenção administrativa, liquidação ou encerramento formal ou que não encerrou suas atividades. A categoria RD inclui: a) inadimplência seletiva no pagamento de uma classe específica ou dívida em determinada moeda; b) expiração, sem sucesso, de uma eventual carência, período de cura ou tolerância dos credores da inadimplência após suspensão de um pagamento de dívida bancária, títulos no mercado de capital ou outra importante obrigação financeira; c) extensão de múltiplos perdões ou período de tolerância após a inadimplência em um pagamento de uma ou mais importante obrigação financeira, em série ou em paralelo; e d) execução de uma troca de dívida coercitiva de uma ou mais obrigações financeiras</p>
		<p>D: inadimplência <i>Ratings</i> D indicam que um emissor entrou com pedido de recuperação judicial, intervenção administrativa, liquidação ou processo de encerramento formal ou que encerrou suas atividades</p>

Fonte: Moody's, Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings (2017).

O quadro 2 descreve as notas, diferenciado os níveis. Na certificadora Moody's a maior nota é "Aaa", a qual é concedida para as organizações que tem o mais baixo risco de crédito, a maior nota de grau de investimento, identifica a menor probabilidade de não pagamento das suas dívidas. Na Standard & Poors e Fitch Ratings esta nota é "AAA".

2.1.4 Rating de Guth

O *rating* de Guth teve sua base nos indicadores econômico e financeiro utilizando as empresas brasileiras certificadas pelas agências internacionais, Standard & Poor's, a Moody's e a Fitch Ratings, no ano base 2008.

O indicador de *rating* de Guth utilizou como base todas as empresas brasileiras certificadas pelas agências internacionais, Standard & Poor's, a Moody's e a Fitch Ratings, no ano base 2008. A Standard & Poor's em 2008 detinha 36 (trinta e seis) empresas certificadas, enquanto que a Fitch Ratings possuía 27 (vinte sete) certificadas e a Moody's, apenas 7 (sete), assim o total da população utilizada no estudo foi de 70 (setenta) empresas (GUTH, 2012).

Inicialmente foi realizada uma análise estatística para verificar a média aritmética, os valores mínimos e máximos e o desvio padrão. Obtendo-se assim a visão do comportamento dos indicadores econômicos e financeiros em relação ao grau de investimento das 70 (setenta) empresas estudadas (GUTH, 2012).

Os indicadores utilizados foram: endividamento, liquidez imediata, rentabilidade do ativo, lucratividade, liquidez corrente, liquidez geral, liquidez seca, solvência, endividamento do PL, rentabilidade do PL e giro do ativo (GUTH, 2012).

Nos testes de correlação de *Pearson* e análise de regressão, os 11 indicadores financeiros ficaram dentro os valores que a literatura indica como aceitáveis, mas na análise fatorial e o teste do KMO e Bartlett, após a exclusão do indicador de liquidez geral, elevaram-se os valores, sendo, portanto suportando a literatura, conforme demonstrado nas tabelas 1 e 2.

Tabela 1 – Resultado do KMO e Bartlett – Variáveis em Estudo

Teste		Valor Encontrado
Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)		0,572
Teste de esfericidade de Bartlett	Qui-quadrado aproximado	743,198
	Significância	0,000

Fonte: Guth (2012)

Utilizando os 11 (onze) indicadores financeiros o KMO, que indica grau de explicação, foi de 0,572 conforme tabela 1, sendo suportado pela literatura. Enquanto que o teste de significância de Bartlett indica a existência de relação entre os indicadores para análise fatorial, quando for menor 0,05, sendo encontrado 0,000 (HAIR JR. et al., 2009).

Tabela 2 – Resultado do KMO e Bartlett – Variáveis em Estudo (ajustado)

Teste		Valor Encontrado
Kaiser-Meyer-Olkin		0,728
Teste de esfericidade de Bartlett	Qui-quadrado aproximado	1423,746
	Significância	0,000

Fonte: Guth (2012).

Com a exclusão do indicador de liquidez geral o KMO que anteriormente era 0,572 passou para 0,728 indicando uma melhora no grau de explicação, conforme tabela 2. Enquanto que o teste de significância de Bartlett indica a existência de relação entre os indicadores para análise fatorial, quando for menor que 0,05, na tabela 2 apresenta 0,000 (HAIR JR. et al., 2009).

Em relação ao cálculo da *comunalidade*, todos os indicadores financeiros ficaram acima de 0,5, sendo que o menor foi justamente o da liquidez geral 0,511, após a adequação exclusão do indicador o menor ficou com a liquidez imediata com 0,714, ou seja, 71,4%. A *comunalidade* representa a variância explicada, conforme Guth:

[...] as comunalidades representam a quantia de variância explicada pela solução fatorial para cada variável, a fim de indicar a importância de cada variável no modelo, e a variância total explicada por cada componente. Deve-se avaliar se as comunalidades atendem aos níveis de explicação considerados como mínimos aceitáveis que são acima de 0,50, (GUTH, 2013 p. 206).

Em seguida foi aplicada a análise dos quartis no que tange a rentabilidade. Apresentando 27,14% das empresas estudadas tinham alta tendência de grau de investimento, 27,15% apresentaram tendência e a maioria, 45,71% foram enquadradas na faixa intermediária de grau de investimento. Já em relação à liquidez verificou-se 25,71% das empresas estudadas tinham alta tendência de grau de investimento, 24,29% apresentaram tendência e a maioria, 50,00 % foram enquadradas na faixa intermediária de grau de investimento.

Em relação à lucratividade ficou em: 25,11% das empresas estudadas tinham alta tendência de grau de investimento, 25,71% apresentaram tendência e a maioria, 48,58 % foram enquadradas na faixa intermediária de grau de investimento.

Após a classificação conforme os quartis foi feita uma análise discriminante, para realizar a classificação das 70 (setenta) empresas analisadas. Separando as variáveis dependentes classificadas pelo quartis e as independentes obtidas pela análise fatorial.

Após os levantamentos estáticos foi realizada a aplicação do indicador de grau de investimento nas corporações brasileiras dos anos de 2008, 2009 e 2010. Apresentaram os seguintes resultados:

Tabela 3 – Classificação dos *Rating* ano 2008 a 2010

Classificação	Indicação	Percentual Resultante		
		Ano 2008	Ano 2009	Ano 2010
De 0 a 0,499	<i>Rating</i> de cumprimento forte	81,43%	94,29%	80,00%
De 0,5 a 0,999	<i>Rating</i> de cumprimento	11,43%	2,86%	14,00%
De 1 a 1,499	<i>Rating</i> de incumprimento com margem de segurança	2,86%	2,85%	2,00%
Acima de 1,5	<i>Rating</i> de incumprimento provável	4,28%	0,00%	4,00%

Fonte: Guth (2012) - adaptado pela autora.

No ano de 2008 o grau de investimento de Guth, em comparação com o das certificadoras, teve como assertividade 95,72%, com base nas 70 (setenta) empresas estudadas.

Em 2009, o rol das empresas aumentou para 120 organizações, as primeiras 70 (setenta) mantiveram o grau de investimento e as outras 50 organizações

obtiveram o grau de investimento, sendo que a assertividade ficou semelhante ao ano de 2008 com 96%.

Foram acrescentadas mais 35 (trinta e cinco) empresas que obtiveram grau de investimento totalizando no ano de 2010, 155 (cento e cinquenta e cinco) empresas analisadas onde ocorreu assertividade de 98,33%.

O *rating* de Guth, utiliza apenas indicadores financeiros, de fácil acesso, uma vez que as demonstrações contábeis são divulgadas, facilitando com isto uma análise mais aprofundada para quem tem interesse em avaliar as empresas antes de aplicar seus recursos, através de investimento com aporte de recurso ou com a liberação de crédito.

2.1.4.1 Índices de Liquidez

Os índices de liquidez de uma empresa indicam a sua capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo. Segundo Gitman (2010, p. 51): "Liquidez de uma empresa é medida em termos de sua capacidade de uma saldar suas obrigações no curto prazo á medida que se tornam devidas". Hoji (2001, p. 27) conceitua liquidez como:

"a capacidade de pagar compromissos de curto prazo. Em sentido amplo, a liquidez é relacionada com as disponibilidades mais os direitos e bens realizáveis no curto prazo. Em sentido restrito, a liquidez é relacionada somente com as disponibilidades."

Segundo Padoveze (2010), os índices de liquidez tem por finalidade identificar a situação financeira das organizações e são divididos em: liquidez imediata, liquidez corrente, liquidez seca e liquidez geral.

O quadro 3 contempla os índices de liquidez, imediata, corrente, seca e geral, com a indicação do significado e a fórmula para calcular. A liquidez imediata indica quanto a empresa dispõe, nas contas do ativo no balanço patrimonial para saldar as dívidas de curto prazo.

Quadro 3 – Indicadores de liquidez

Índice	Indicação	Fórmula
Liquidez Imediata	Quanto a empresa possui em Disponibilidades Imediatas para saldar cada 1,00 de dívida de curto prazo	$LI = \frac{\text{Ativo Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Corrente	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada 1,00 de dívida de curto prazo	$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Seca	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante - Estoques para cada 1,00 de dívida de curto prazo	$LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Geral	Quanto a empresa possui de Ativos de curto e longo prazo para cada 1,00 de dívida de curto e longo prazo	$LG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$

Fonte: Adaptado de Ribeiro (2015) e de Gitman (2010).

Na liquidez corrente representa o quanto a empresa tem de recursos de curto prazo para saldar as obrigações, também de curto prazo. A liquidez seca se assemelha à corrente, porém inclui os estoques. A liquidez geral apresenta a situação da empresa de modo geral (RIBEIRO, 2015 e GITMAN, 2010).

2.1.4.2 Índice de liquidez imediata

Este índice avalia qual a capacidade de pagamento das obrigações correntes utilizando apenas os valores de disponibilidade. Segundo Ribeiro (2004), a liquidez imediata mostra a capacidade da empresa em termos de Caixa, Bancos e Aplicações Imediatas para saldar suas obrigações (dívidas) de curto prazo.

Conforme Guth (2012, p. 104):

"Pelo acompanhamento das variações do caixa é possível verificar os sintomas de fragilização da estrutura de capital de giro, desta forma, podem ser tomadas as medidas necessárias a tempo para correção desta distorção."

A liquidez imediata é o saldo das contas caixa e bancos dividido pelo valor das obrigações a curto prazo (passivo circulante), demonstrando se a empresa possui condições de pagamento imediato de suas dívidas de curto de prazo. (CRUZ et al., 2017).

2.1.4.3 Índice de liquidez corrente

Ao ser utilizado este indicador é possível verificar a capacidade de pagamento das dívidas (obrigações) de curto prazo, com os recursos também de curto (MARION, 2012). Segundo Gitman (2010), quanto maior o indicador melhor, mas é necessário levar em consideração. Também, segundo Marques (2004), este indicador exclui os ativos e passivos de longo prazo permitindo uma avaliação de quanto recurso a empresa disponibiliza para quitar as obrigações corrente.

2.1.4.4 Índice de liquidez seca

Os estoques tem níveis de risco diferente da conta caixa, banco conta corrente ou mesmo aplicação. Enquanto o estoque precisa ainda ser realizado, ou seja, vendido, entregue para posterior cobrança, o saldo de caixa e bancos está disponível para ser utilizado. Segundo Bruni (2010, p.130) "consistiria no fato de trabalhar com a comparação e análise de contas, com níveis de risco e realização diferenciada, a exemplo dos estoques".

Na concepção de Gitman (2010), o índice de liquidez seca diferencia do índice de liquidez corrente, apenas pela exclusão dos valores de estoques. A retirada do valor do estoque justifica-se por dois fatores: primeiro devido a não ser fácil sua venda, por se tratar de produtos específicos e semi-acabados e em segundo devido a sua venda geralmente ser a prazo, sendo necessário passar para uma conta a receber.

2.1.4.5 Índice de liquidez geral.

Para Matarazzo (2010), o índice indica quanto a empresa tem em dinheiro de curto e longo prazo, para saldar as dívidas assumidas de curto e longo prazo. Os índices financeiros, não devem ser analisados isoladamente é necessário fazer uma

análise em conjunto, para se ter uma visão real da empresa (Neves; Viceconti, 2000). Segundo Matarazzo (2010), o indicador de liquidez geral será quanto maior, melhor vai ser o desempenho da empresa.

2.1.4.6 Índices de lucratividade

Segundo Silva (2010), o lucro líquido apurado pela contabilidade é obtido, pela equação da soma das receitas deduzidos os custos e despesas (administrativas, comerciais e financeiras). Para Bruni (2010), compreender do quanto a empresas lucra é uma etapa importante há ser analisada.

Conforme Guth (2012, p.107):

[...] dentro de uma visão econômica e financeira, compreender as diferentes formas de se analisar o lucro, sempre buscando sua interpretação combinando como se fosse um fluxo de caixa, usualmente apresentado sob a forma do Ebitda. Um dos principais objetivos da empresa é gerar lucro, no entanto esse lucro precisa ser mensurado adequadamente refletindo a gestão operacional da organização.

EBITIDA ou LAJIDA é um índice que demonstra a capacidade operacional em geração de caixa de uma empresa. “O LAJIDA ou EBITIDA corresponde a uma medida de fluxo de caixa contábil, não considerando gastos não desembolsáveis com depreciação e amortização” (BRUNI, 2010, p. 60). O EBITIDA ou LAJIDA são calculados a partir da Demonstração de Resultado do Exercício.

O cálculo do EBITIDA é da seguinte forma:

(+) Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social - LAJIR (-) Depreciações (-) Amortizações (-) despesas financeiras líquidas (=) EBITIDA
--

Vasconcelos (2002, p.30), colabora conceituando EBITIDA como:

[...] existe uma tendência por parte dos analistas em recomendar negócios com empresas que apresentam EBITDA positivo, afinal quanto maior a geração de recursos via operações da empresa, mais atrativo é o negócio, especialmente quando comparamos o indicador absoluto com o volume de investimentos operacionais.

O EBITIDA não considera o resultado financeiro, as despesas com depreciação, amortização, exaustão e os tributos (IRPJ e CSLL) sobre o resultado, indicando apenas a geração de caixa (dinheiro), conforme Vasconcelos (2002), é uma mistura entre o desempenho econômico-financeiro. Outro índice de lucratividade a ser analisado é a solvência.

2.1.4.7 A solvência

A solvência é indicada pela capacidade de pagar as obrigações contraídas pelas empresas, onde o ativo é maior do que o passivo. Segundo Cunha e Ângelo (2013), a Contabilidade vem se renovando com objetivo de atender os gestores através de apuração de resultados com maior transparência e segurança para investidores. Assim, surgem da união dos tradicionais índices de liquidez e rentabilidade o desejo de prever o futuro, os índices de solvência, conhecidos também como termômetros de falência. A fórmula da solvência é:

$$\text{Solvência} = \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Circulante (+) Passivo Não Circulante}}$$

O índice de solvência deve ser sempre maior que 1, pois representa a capacidade de pagamento com base no ativo total, (ANGELO; e SILVEIRA, 2007). Assim o índice de solvência representa a performance econômico e financeiro da empresa, (HOJI, 2004).

2.1.5 Índices de rentabilidade

Para Matarazzo (2003), O índice de rentabilidade mostra o retorno dos capitais investido, indica o rendimento que estes investimento geram para as e empresa. Gitman (2005) complementa dizendo que: e a relação das receitas de vendas, ativos, patrimônio líquido e ao valor da ação".

2.1.5.1 Rentabilidade do Ativo

Os índices de rentabilidade demonstram o quanto está sendo gerado de lucro ou retorno sobre o capital investido nas organizações, qual o grau de êxito econômico da empresa (MATARAZZO, 2007, p.175). O lucro é a margem que a empresa gera moldada ao seu negócio. Abaixo segue alguns índices de rentabilidade. (MATARAZZO, 2007; MARION, 2012)

Giro do ativo: representa quanto a empresa conseguiu girar seu ativo, em outras palavras quantas vezes a empresa conseguiu vender, para cada real aplicado no ativo. Para Marion (2012), o giro do ativo indica a eficiência ao gerar vendas com os ativos totais que a empresa possui, também indica que quanto maior melhor este indicador, este é calculado pela fórmula:

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo Total}}$$

Esse indicador mostra o quanto a empresa gerou de receita, para cada real do Ativo, demonstra quantas vezes o ativo girou no período (MARION 2012). Demonstra a eficiência na utilização dos ativos para gerar receita (MATARAZZO, 2007).

2.1.5.2 Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Este indicador mede a rentabilidade da empresa em relação ao capital próprio. Indica o retorno do valor investido pelos sócios ou acionistas (MATARAZZO, 2007; MARION, 2012). Este indicador é calculado pela fórmula:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Através da fórmula é identificado o quanto cada real do patrimônio líquido gerou de lucro líquido. Quanto de lucro a empresa gerou com o dinheiro investido pelos sócios ou acionistas (PADOVEZE, 2010).

2.1.5.3 Índices de endividamento

O endividamento é a opção que a empresa tem de contrair dívidas com finalidade de financiar sua operação, estoques, capital de giro, imobilizado entre outros. Estão disponíveis financiamentos de curto e longo prazo, mas a melhor opção é de longo prazo (MARION, 2012).

Para Matarazzo (2010), este índice é subdividido em: participação de capital de terceiros; composição do endividamento; imobilização do patrimônio líquido e imobilização dos recursos, para este estudo, serão analisados apenas:

2.1.5.3.1 Endividamento total

O capital de terceiros, passivo exigível, representa a proporção da “dependência” dos negócios em relação a recursos de terceiros (MEDEIROS et al., 2012; ASSAF NETO, 2012; GITMAN, 2010), sendo obtido com a seguinte fórmula:

$$\text{Endividamento total} = \frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Ativo Total}}$$

2.1.5.3.2 Endividamento do patrimônio líquido

Este indicador refere-se a quanto a empresa tem de dívidas em relação ao patrimônio líquido da empresa. Através deste índice é possível verificar o quanto a empresa depende dos recursos próprios, para subsidiar seus ativos (ASSAF NETO, 2008). Indicado pelo fórmula:

$$\text{Endividamento total} = \frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Este índice relaciona o capital próprio com o capital de terceiros e indica o quanto a empresa depende de financiamentos de terceiros em relação ao seu patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2008). Segundo Neves e Viceconti (2000), este indicador representa o quanto a empresa captou de recursos junto a terceiros, em relação ao patrimônio líquido.

Os indicadores são utilizados na tomada de decisão, porém a quantidade de índices faz com que a avaliação seja complexa. O *rating*, utiliza dados quanti e quali na sua avaliação. (SOARES; COUTINHO; DE CAMARGOS, 2013)

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo será apresentada a proposta da metodologia, que é a sistemática racional que assegura ao pesquisador atingir os objetivos da pesquisa (MARCONI; LAKATOS, 2011). Para Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 27), “método é a ordem que se deve impor aos diferentes processos necessários para atingir um certo fim ou um resultado desejado”. São os procedimentos metodológicos utilizados para atingir os objetivos respondendo ao problema de pesquisa abordado.

Quanto à natureza, esta pesquisa se classifica como aplicada. Conforme Gerhardt e Silveira (2009, p.35), a pesquisa aplicada "objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática, dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais". Também de acordo com Franceschini et al. (2012) são pesquisas com cunho prático e focado para gerar conhecimento ou melhoria do conhecimento, abrange a esfera industrial, econômica ou acadêmica.

Em relação à abordagem, esta pesquisa classifica-se como quantitativa. A pesquisa quantitativa é caracterizada por utilizar técnicas estatísticas usando a quantificação tanto na coleta, quanto no tratamento das informações (RICHARDSON, 1989). Tem por objetivo a aquisição de resultados para serem analisados e interpretados sempre cuidando à margem de segurança (DIEHL; TATIM, 2004). De modo geral, a pesquisa quantitativa deve ser medida em escala numérica (ROSENTAL; FRÉMONTIER-MURPHY, 2001).

Para tanto, o pesquisador utiliza-se de “alegações pós-positivistas para o desenvolvimento de conhecimento” (CRESWELL, 2007, p. 35). A objetividade, obtenção de dados mensuráveis e técnicas estatísticas de análise permitem a generalização dos resultados para toda a população em estudo (BRYMAN, 1988; LAKATOS; MARCONI, 2011).

Esta pesquisa se classifica, quanto aos objetivos, como descritiva. Na pesquisa descritiva se tem o desejo de conhecer a amostra ou população descrevendo com exatidão os fatos e fenômenos que as atinge (TRIVIÑOS, 1995).

Quanto aos procedimentos o presente trabalho originou-se, através da pesquisa documental. A pesquisa documental utiliza material de diversas fontes sem tratamento analítico, tais como: tabelas estatísticas, jornais, revistas, relatórios, documentos oficiais, cartas, filmes, fotografias, pinturas, tapeçarias, relatórios de empresas, vídeos de programas de televisão, etc. (FONSECA, 2002). Devido ao fato

de que a pesquisa se baseou em relatórios contábeis, os quais se encontram disponíveis nos sites das empresas e da CVM, os mesmos são considerados documentos.

3.1 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Para o presente estudo, utilizaram-se técnicas apropriadas para coleta de dados, que visam atender os objetivos propostos da pesquisa (HAIR et al., 2009). Assim, a coleta de dados nesta pesquisa foi realizada com foco na lista do IBrX50 divulgada no site da Infomoney em abril de 2016. Posteriormente realizou-se a coleta das demonstrações financeiras anuais, as quais estão disponíveis no banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA S/A).

A análise dos indicadores financeiros e o grau de investimento pelo método de Guth foram realizadas através de planilha de Excel, contemplando toda população no ano de 2016, o que constitui a etapa quantitativa da dissertação.

A aplicação da pesquisa tem por finalidade identificar a relação do *rating* divulgado pelas certificadoras Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's, comparando com o *rating* calculado pelo método de Guth das empresas listadas no IBrX50, com foco nas demonstrações financeiras disponibilizadas pela BM&FBOVESPA.

Foi utilizada para calcular o grau de investimento das empresas listadas no IBrX50, através do método de Guth. Excluindo-se as empresas que não obtiveram suas demonstrações financeiras disponíveis no site da BM&FBOVESPA, referente ao exercício financeiro do ano de 2016.

Para identificação da lista das empresas do IBrX50 acessou-se o site da Infomoney em 06 de abril de 2016. Os sites das certificadoras Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's foram consultados no período de agosto de 2016 a junho de 2017, com o objetivo de identificar o *rating* divulgado das empresas listadas no IBrX50. Constatou-se que 15 (quinze) empresas não alcançaram a avaliação pelas certificadoras e, portanto, não foram ranqueadas.

Os sites das empresas ranqueadas das CVM e da BM&FBOVESPA foram verificados, com a finalidade de realizar o download das demonstrações financeiras, BP Balanço Patrimonial e DRE demonstração de resultado do exercício, entretanto

não foram encontradas as informações de 5 empresas das 35 restantes. Assim, procedeu-se a análise dos relatórios financeiros.

Com base nas informações extraídas do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício foi estruturada uma planilha em Excel, para calcular os indicadores financeiros que são a base do método Guth na identificação do *rating*. O cálculo dos indicadores financeiros: endividamento, liquidez imediata, rentabilidade do ativo, lucratividade, liquidez corrente, liquidez geral, liquidez seca, solvência, endividamento do PL, rentabilidade do PL e giro do ativo.

A planilha Excel foi estruturada com as seguintes colunas: código da empresa junto a BM&FBOVESPA, nome da empresa e também uma coluna, para cada certificadora, com a nota atribuída para a empresa no ano de 2016 e mais uma coluna com a nota calculada pelo método de Guth.

Em seguida foi identificado o *rating* divulgado pelas agências certificadoras: Fitch, Moody's e Standard & Poor's. A Fitch, tabulando em planilha eletrônica de Excel.

Na planilha foram separadas as notas atribuídas pelas certificadoras em quartis para ajustar com as notas elencadas na tabela do Guth, devido as certificadoras possuírem uma escala de mais de 20 notas e o método de Guth ter apenas 4.

Foi realizado a comparação das notas apuradas pelo método do estudo com as divulgadas pelas agências certificadoras, para identificar a relação dos resultados da população.

3.2 POPULAÇÃO

A população são os elementos selecionados dentro de uma caracterização que compõe o objeto de estudo (VERGARA, 2000). “População alvo é o grupo completo de objetos ou elementos relevantes para o projeto de pesquisa. São relevantes porque possuem as informações que o projeto de pesquisa se propõe a coletar” (HAIR et al, 2005 p. 239).

A população deste estudo constituiu-se das 50 corporações brasileiras que tem suas ações negociadas na BOVESPA e estão listadas no IBrX50 em abril de 2016.

O IBrX50 é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociações. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre futuro e opções sobre índice). O IBrX50 tem as mesmas características do IBrX100, mas apresenta a vantagem operacional de ser mais facilmente reproduzido pelo mercado. Ele é composto pelos 50 papéis mais líquidos da BOVESPA, escolhidos de acordo com os mesmos critérios do IBrX100 e devem ter presença mínima de 80% dos pregões (PROCIANOY; VERDI, 2006).

O IBrX50 indica as empresas que tiveram suas ações entre as mais negociadas na bolsa de valores, e serve como base para os gestores das organizações e os investidores.

3.3 CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO

O IBrX50 é uma lista dos 50 papéis com maior liquidez da BOVESPA que tenham participado no mínimo de 80% dos pregões. São empresas de diversos segmentos. No quadro 4 lista retirada do site da Infomoney, no dia 06 de abril de 2016, que foi utilizada para este estudo.

Quadro 4 – Relação das 50 Empresas – IBrX50

(continua)

Código	Empresa	Código	Empresa
ABEV3	Ambev AS	ITSA4	Itaúsa
BBAS3	Banco do Brasil	ITUB4	Itaú Unibanco
BBDC3	Bradesco	JBSS3	JBS Friboi
BBDC4	Bradesco	KLBN11	Klabin AS
BBSE3	BB Seguridade	KROT3	KROTON
BRAP4	Bradespar	LAME4	Lojas Americanas
BRFS3	BRF AS	LREN3	Lojas Renner
BRKM5	Braskem	MRVE3	MRV Engenharia
BRML3	BR Malls	MULT3	Multiplan
BVMF3	BMFBovespa	NATU3	Natura
CCRO3	CCR	PCAR4	Pão de Açúcar

(conclusão)

Código	Empresa	Código	Empresa
CIEL3	Cielo	PETR3	Petrobras
CMIG4	Cemig	PETR4	Petrobras
CPFE3	CPFL Energia	QUAL3	Qualicorp
CSAN3	Cosan	RADL3	Raia Drogasil
CSNA3	CSN	RENT3	Localiza
CTIP3	Cetip	SMLE3	Smiles
CYRE3	Cyrela	SUZB5	Suzano Papel
EMBR3	Embraer	TIMP3	TIM Participações
EQTL3	Equatorial Energia	UGPA3	Ultrapar
ESTC3	Estacio Part	USIM5	Usiminas
FIBR3	Fibria	VALE3	Vale
GGBR4	Gerdau	VALE5	Vale
GOAU4	Gerdau Met	VIVT4	Telefônica Brasil
HYPE3	Hypermarcas	WEGE3	Weg

Fonte: Infomoney (2016).

O quadro 4 contém na primeira e terceira colunas os códigos das empresas na BOVESPA. Nas colunas 2 e 4 o nome das empresas.

4 ANALISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo, apresentam-se as empresas que foram base do estudo, o *rating* divulgado pelas certificadoras e os índices econômicos e financeiros apurados, a partir das demonstrações contábeis divulgadas. A seguir, o cálculo do *rating*, com base no método de Guth. Logo após foi realizada uma comparação entre as notas divulgadas pelas certificadoras e apuradas, efetuou-se uma análise da relação entre o *rating* divulgados e o indicador apurado. A análise dos indicadores econômica e financeira, das empresas listadas no IBrX50, refere-se ao exercício contábil findado em 31 de dezembro de 2016.

4.1 DADOS DAS EMPRESAS LISTADAS NO IBRX50

O quadro 4 do tópico 3.4 contém a relação das 50 (cinquenta) empresas que compõe IBrX50 no dia 06 abril de 2016, com os respectivos códigos de acesso na BOVESPA. A relação contém empresas dos diversos segmentos, serviços: financeiras (bancos, seguridade, etc.); indústria: química, aço, etc.; comércio: bebidas entre outras.

No quadro 5 as 50 (cinquenta) empresas relacionadas no IBrX50 são sucedidas do *rating* divulgado pelas certificadoras: Fitch, Moody's e Standard & Poor's. A Fitch divulgou no ano de 2016, a classificação, apenas de 25 empresas das relacionadas no IBrX50, a Moody's divulgou a classificação de 24 empresas e a Standard & Poor's divulgou a classificação de 27 empresas.

Quadro 5 – Relação notas das 50 Empresas – IBrX50

(continua)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
1	ABEV3	Ambev AS	Baa3	-	BBB+
2	BBAS3	Banco do Brasil	Baa1	BB-	BB
3	BBDC3	Bradesco	Ba1	BB+	AA-
4	BBDC4	Bradesco	-	BB-	-
5	BBSE3	BB Seguridade	-	-	-
6	BRAP4	Bradespar	-	-	-
7	BRFS3	BRF AS	-	BBB	BBB

(continuação)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
8	BRKM5	Braskem	Ba1	BBB-	AAA
9	BRML3	BR Malls	Ba2	B+	
10	BVMF3	BMFBovespa	-		
11	CCRO3	CCR	Ba2		
12	CIEL3	Cielo	Ba1	BBB-	
13	CMIG4	Cemig	B1		B
14	CPFE3	CPFL Energia	Ba3		
15	CSAN3	Cosan	Ba2		BB-
16	CSNA3	CSN	Caa1	B-	CCC+
17	CTIP3	Cetip			
18	CYRE3	Cyrela	Ba2	BB	BB
19	EMBR3	Embraer	Ba1	BBB-	BBB
20	EQTL3	Equatorial Energia	-		
21	ESTC3	Estacio Part	-		
22	FIBR3	Fibria	Ba1	BBB-	BBB-
23	GGBR4	Gerdau	Ba3	BBB-	BBB-
24	GOAU4	Gerdau Met			
25	HYPE3	Hypermarcas	Ba2	BB+	BB+
26	ITSA4	Itaúsa	-	BB+	BB
27	ITUB4	Itaú Unibanco	Ba1	BB+	BB
28	JBSS3	JBS Friboi	-	BB+	B+
29	KLBN11	Klabin AS	-	BBB-	BB+
30	KROT3	KROTON	-	-	-
31	LAME4	Lojas Americanas	-	-	-
32	LREN3	Lojas Renner	-	-	-
33	MRVE3	MRV Engenharia	-	-	-
34	MULT3	Multiplan	-	BB-	BB+
35	NATU3	Natura	-	-	BB+
36	PCAR4	Pão de Açúcar	-	-	-
37	PETR3	Petrobras	B2	BB	A
38	PETR4	Petrobras	B2	BB	BB-
39	QUAL3	Qualicorp	-	-	-

(conclusão)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
40	RADL3	Raia Drogasil	-	BB-	-
41	RENT3	Localiza	Ba2	BBB	BB+
42	SMLE3	Smiles	Caa3	-	-
43	SUZB5	Suzano Papel	Ba1	BB+	BB+
44	TIMP3	TIM Participações	-	-	-
45	UGPA3	Ultrapar	Ba1	-	BB+
46	USIM5	Usiminas	Caa2	-	CCC+
47	VALE3	Vale	Ba3	BBB+	AAA
48	VALE5	Vale	-	B+	BBB-
49	VIVT4	Telefônica Brasil	-	B+	-
50	WEGE3	Weg	-	-	-

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa indica no quadro 5, na linha 16, que a CSN - Companhia Siderurgia Nacional, código da BOVESPA - CSNA3, não realizou a divulgação das demonstrações contábeis do ano de 2016, até o dia 14 de julho de 2017, conforme informado pelo setor de Relação com Investidor, através de e-mail. Também a empresa Braskem informa em seu site que suas demonstrações financeiras não foram ainda aprovadas pela auditoria. Das 50 empresas analisadas, apenas 15 possuem *rating* divulgado no ano de 2016, pelas três certificadoras, conforme quadro 6.

Quadro 6 – Relação notas das 15 Empresas com *Rating* nas 3 Certificadoras

(continua)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
2	BBAS3	Banco do Brasil	Baa1	BB-	BB
3	BBDC3	Bradesco	Ba1	BB+	AA-
8	BRKM5	Braskem	Ba1	BBB-	AAA
16	CSNA3	CSN	Caa1	B-	CCC+
18	CYRE3	Cyrela	Ba2	BB	BB
19	EMBR3	Embraer	Ba1	BBB-	BBB
22	FIBR3	Fibria	Ba1	BBB-	BBB-

(conclusão)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
23	GGBR4	Gerdau	Ba3	BBB-	BBB-
25	HYPE3	Hypermarcas	Ba2	BB+	BB+
27	ITUB4	Itaú Unibanco	Ba1	BB+	BB
37	PETR3	Petrobras	B2	BB	A
38	PETR4	Petrobras	B2	BB	BB-
41	RENT3	Localiza	Ba2	BBB	BB+
43	SUZB5	Suzano Papel	Ba1	BB+	BB+
47	VALE3	Vale	Ba3	BBB+	AAA

Fonte: Elaborado pela autora.

As certificadoras Standard & Poor's, a Moody's e a Fitch Ratings, concederam nota da empresa Companhia Siderurgia Nacional, a qual indica que a empresa passa por dificuldades para quitação das suas contas. Segundo a Fitch Ratings os compromissos estão sendo honrados, mas a capacidade de seguir em dia é vulnerável à deterioração nos ambientes econômicos e de negócios. A Moody's declara que estão sujeitas a risco de crédito muito elevado. A certificadora Standard & Poor's trata com uma empresa altamente vulnerável.

As empresas, consideradas com capacidade de boas pagadoras, receberam a classificação apenas na certificadora Standard & Poor's: Bradesco, Braskem, Petrobrás e Vale. Entre as empresa listadas no IBrX50, 15 (quinze) não apresentam nota nas três certificadoras.

As empresas relacionadas no quadro 7 tiveram suas ações entre as mais negociadas na BOVESPA, porém não apresentam uma avaliação das principais certificadoras, não possuindo uma classificação do risco.

Quadro 7 – Relação das 15 Empresas sem *Rating* nas 3 Certificadoras

(continua)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
05	BBSE3	BB Seguridade	-	-	-
06	BRAP4	Bradespar	-	-	-
10	BVMF3	BMFBovespa	-	-	-
17	CTIP3	Cetip	-	-	-
20	EQTL3	Equatorial Energia	-	-	-

(conclusão)

N.	Código	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's
21	ESTC3	Estacio Part	-	-	-
24	GOAU4	Gerdau Met	-	-	-
30	KROT3	KROTON	-	-	-
31	LAME4	Lojas Americanas	-	-	-
32	LREN3	Lojas Renner	-	-	-
33	MRVE3	MRV Engenharia	-	-	-
36	PCAR4	Pão de Açúcar	-	-	-
39	QUAL3	Qualicorp	-	-	-
44	TIMP3	TIM Participações	-	-	-
50	WEGE3	Weg	-	-	-

Fonte: Elaborado pela autora.

Das 50 empresas listadas no quadro 2, não foram identificadas as demonstrações contábeis publicadas de 8 empresas, conforme quadro 8, onde foram feitas buscas no site das empresas no ícone relação com o investidor e também no site da CVM.

Quadro 8 – Relação das 8 Empresas – IBrX50 sem demonstrações contábeis

N.	Código	Empresa	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
3	BBDC3	Bradesco	BB+	Ba1	AA-
4	BBDC4	Bradesco	BB-	-	-
6	BRAP4	Bradespar	-	-	-
12	CIEL3	Cielo	BBB-	Ba1	-
17	CTIP3	Cetip	-	-	-
24	GOAU4	Gerdau Met	-	-	-
37	PETR3	Petrobras	BB	B2	A
48	VALE5	Vale	B+	-	-

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa CSN - Companhia de Siderurgia Nacional, a Braskem e as relacionadas no quadro 6 foram excluídas no momento do cálculo do *Rating* pelo método de Guth devido a falta de informações financeiras as quais comprometeriam o resultado da pesquisa. No total foram analisadas 40 empresas.

4.2 RATING PELO MÉTODO DE GUTH

Para calcular o *rating* pelo método de Guth foi utilizado-se demonstrações

financeiras do exercício de 2016. As empresas relacionadas na lista do IBRX 50 são de capital aberto, tendo como obrigatoriedade legal a divulgação das mesmas, conforme lei 6.404/76, artigo 133.

No site das empresas, existe um ícone de "Relacionamento com Investidor", o qual disponibiliza as demonstrações financeiras anuais e trimestrais.

Foram calculados na tabela 1 os indicadores: endividamento, liquidez imediata, rentabilidade do ativo, lucratividade, liquidez corrente, liquidez geral, liquidez seca, solvência, endividamento do PL, rentabilidade do PL e giro do ativo. Estes indicadores são utilizados para cálculo do Grau de Investimento pelo método de Guth. Para realizar os cálculos dos indicadores foram extraídos os dados originais das demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas no site BOVESPA referente ao exercício financeiro do ano de 2016.

Tabela 4 – Relação dos Indicadores do ano de 2016

(continua)

EMPRESA	EBTIDA	ENDIVIDA	LIQUIDEZ	RENTABILI	LUCRATI	LIQUIDEZ	LIQUI	SOLVEN	ENDIVI	RENTABI	GIRO
		MENTO	IMED.	DADE		VIDADE	DEZ	CIA	DAMENTO	LIDADE	
		TOTAL		ATIVO		CORRENTE	SECA	TOTAL	PATRIM.	PATRIM.	ATIVO
									LIQUIDO	LIQUIDO	
Ambev AS	19.483.100	44,3578	0,2737	23,2380	42,7237	0,8302	0,6791	2,2544	79,7197	41,7633	0,5439
Banco do Brasil	151.312.780	93,7780	0,0127	10,7974	90,4412	0,8007	0,8007	1,0663	1.507,1988	173,5363	0,1194
BB Seguridade	4.107.064	33,9112	0,7004	32,7457	101,7167	1,0430	1,0430	2,9489	51,3115	49,5480	0,3219
BMFBovespa	1.537.945	37,9002	0,1028	5,0091	67,5601	4,0532	4,0532	2,6385	61,0310	8,0662	0,0741
BR Malls	981.938	47,8980	0,0260	5,0610	76,3333	1,1711	1,1711	2,0878	91,9312	9,7135	0,0663
BRF AS	2.737	71,5463	0,5029	6,3735	8,1140	1,4947	1,1156	1,3977	251,4485	22,3996	0,7855
CCR	3.657.549	83,1222	0,3931	14,8948	36,5899	0,5915	0,5915	1,2030	492,4940	88,2509	0,4071
Cemig	2.639.409	69,2301	0,0869	6,2789	14,0599	0,7238	0,7195	1,4445	224,9934	20,4062	0,4466
Cosan	2.793.431	60,4674	1,2383	10,2324	37,0393	1,9560	1,8486	1,6538	152,9556	25,8835	0,2763
CPFL Energia	4.125.766	75,4033	0,6836	9,7834	21,5872	1,2618	1,2618	1,3262	306,5588	39,7754	0,4532
Cyrela	345.444	43,0394	0,2257	2,9079	10,8110	3,4784	1,8718	2,3234	75,5601	5,1050	0,2690
Embraer	2.905.500	66,2126	0,3903	7,6427	13,5545	2,1319	1,3471	1,5103	195,9680	22,6199	0,5638
Equatorial Energia	1.462.000	65,7394	0,2695	10,2816	18,6823	1,7351	1,7292	1,5212	191,8808	30,0101	0,5503
Estacio Part	652.400	30,1110	0,0002	18,7276	141,7186	0,6780	0,6780	3,3210	43,0841	26,7962	0,1321
Fibria	3.742.000	59,8794	0,6612	10,8652	38,9191	1,8684	1,4613	1,6700	149,2483	27,0812	0,2792
Gerdau	899.640	55,5695	0,5873	1,6466	2,3894	2,0642	1,3297	1,7995	125,0707	3,7061	0,6891
Hypermarcas	1.132.925	19,2681	0,5126	10,3810	33,4042	3,1439	3,1018	5,1899	23,8667	12,8587	0,3108
Itaú Unibanco	41.186	90,0377	0,0216	3,0435	34,7090	1,1233	1,1233	1,1106	903,7837	30,5502	0,0877
Itaúsa	8.873	14,1325	0,2992	15,0339	189,3109	6,4397	6,3282	7,0759	16,4585	17,5082	0,0794
JBS Friboi	1.640.760	57,3992	0,3003	2,9404	5,9178	0,6514	0,5448	1,7422	134,7375	6,9023	0,4969
Klabin AS	2.821.258	75,4470	1,2721	9,7559	40,2504	2,3115	2,1187	1,3254	307,2825	39,7341	0,2424
KROTON	2.207.900	21,3151	1,0792	12,5441	42,0977	2,1239	2,0981	4,6915	27,0893	15,9422	0,2980
Localiza	1.015.662	70,3800	0,9189	13,6932	22,8790	1,2178	1,2178	1,4209	237,6099	46,2297	0,5985
Lojas Americanas	2.808.310	84,4125	0,0676	21,9923	27,0750	1,5212	1,0262	1,1847	541,5378	141,0888	0,8123

(conclusão)

EMPRESA	EBTIDA	ENDIVIDA	LIQUIDEZ	RENTABILI	LUCRATI	LIQUIDEZ	LIQUI	SOLVEN	ENDIVI	RENTABI	GIRO
		MENTO	IMED.	DADE		DEZ	CIA	DAMENTO	LIDADE		
		TOTAL		ATIVO	VIDADE	CORRENTE	SECA	TOTAL	PATRIM.	PATRIM.	ATIVO
									LIQUIDO	LIQUIDO	
Lojas Renner	1.286.951	59,2786	0,3067	19,8750	19,9478	1,4002	-	1,6869	145,5712	48,8074	0,9964
MRV Engenharia	636.636	55,8897	0,6031	5,1646	14,9830	2,4348	1,3826	1,7892	126,7042	11,7083	0,3447
Multiplan	810.798	43,9765	0,1473	10,1930	88,7742	1,2523	1,1865	2,2739	78,4965	18,1942	0,1148
Natura	1.344	88,1685	0,2613	15,9542	16,9803	1,1496	0,9495	1,1342	745,2027	134,8454	0,9396
Pão de Açúcar	-125.000	72,1410	0,1853	(0,2764)	(0,3015)	1,1475	0,9793	1,3862	258,9505	(0,9923)	0,9168
Petrobras	88.693	68,6012	0,8514	11,0185	31,3859	1,7976	1,4573	1,4577	218,4836	35,0922	0,3511
Qualicorp	709.876	42,3984	0,1720	19,7749	36,1370	1,2253	1,2253	2,3586	73,6062	34,3304	0,5472
Raia Drogasil	987.649	48,1216	0,1266	17,4518	9,0405	1,5690	0,5851	2,0781	92,7585	33,6398	1,9304
Smiles	609.542	67,0271	0,2389	31,6337	39,3733	1,3311	1,3311	1,4919	203,2796	95,9384	0,8034
Suzano Papel	2.720.611	65,4975	0,4216	9,2540	27,5301	2,0965	1,7537	1,5268	189,8342	26,8212	0,3361
Telefônica Brasil	14.023.669	32,1574	0,2498	13,7398	32,9903	0,9002	0,8801	3,1097	47,4000	20,2524	0,4165
TIM Participações	5.209.367	50,4049	0,7043	15,0318	22,9882	1,3881	1,3683	1,9839	101,6329	30,3090	0,6539
Ultrapar	4.216.724	64,5750	0,7790	17,4536	5,4513	2,3714	1,8682	1,5486	182,2867	49,2691	3,2017
Usiminas	994.899	42,1376	0,4108	3,7894	11,7681	3,6641	2,1779	2,3732	72,8237	6,5490	0,3220
Vale	40.906	58,5672	0,3794	12,6763	43,2259	2,0089	1,7108	1,7074	141,3547	30,5949	0,2933
Weg	1.406.931	55,0619	1,0341	10,4145	15,0201	2,7837	2,3034	1,8161	122,5285	23,1753	0,6934

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme os indicadores da tabela 1, realizou-se o cálculo dos fatores, conforme determina o método para apurar o grau de investimento de Guth, onde foi percebido pelo autor que o endividamento se relaciona de forma inversa com os indicadores de: rentabilidade, lucratividade e a liquidez, assim justifica-se que quanto maior o endividamento menor será a rentabilidade, lucratividade e liquidez. No entanto, quanto menor a rentabilidade maior deve ser o endividamento

Os indicadores apresentaram variações, devido a características particulares de cada empresa e/ou segmento o qual estão inseridas. Para Guth (2012), As organizações possuem características peculiares as quais influenciam na lucratividade, giro e o peso do fator.

Segundo Matarazzo (2010), A rentabilidade está relacionada com a lucratividade, assim quando uma empresa não consegue rentabilidade nos negócios ocorre um aumento no endividamento e uma redução na liquidez, justifica-se pois a rentabilidade significa maior lucratividade.

No entanto, quanto menor a rentabilidade menor deve ser a liquidez e maior o endividamento. O índice de lucratividade está relacionado diretamente com rentabilidade, lucratividade e liquidez.

Assim, ao utilizar o método Guth para calcular o *rating*, foi necessário separar pelos fatores identificados através do sistema estatístico SPSS e nomeados como F1-Endividamento, F2-Liquidez, F3-Lucratividade e F4-Rentabilidade.

A soma dos fatores dividido por 100 tem-se o resultado, o qual indica o grau de investimento das empresas. A tabela categoriza os valores indicando a capacidade de pagamento dos seus compromissos.

Tabela 5 – Relação dos Fatores do ano de 2016

(continua)

Empresas	F1- Endividamento	F2- Liquidez	F3- Lucratividade	F4- Rentabilidade	Resultado
Hypermarcas	20,2338	2,2475	18,4875	7,4951	0,4846
KROTON	23,3092	1,2592	22,9400	9,0568	0,5657
Cyrela	46,5713	1,9979	6,0414	2,0995	0,5671
Usiminas	45,6422	2,1237	6,5278	2,7360	0,5324
Telefônica Brasil	36,7007	0,6038	17,7630	9,9201	0,6499
Gerdau	71,3313	1,1103	1,3071	1,1889	0,7494
BMFBovespa	39,8490	3,1169	35,9428	3,6166	0,8253
JBS Friboi	77,2589	0,3585	3,2380	2,1230	0,8298

(conclusão)

Empresas	F1- Endividamento	F2- Liquidez	F3- Lucratividade	F4- Rentabilidade	Resultado
Raia Drogasil	65,8369	0,7910	4,2426	12,6002	0,8347
MRV Engenharia	75,0296	1,2688	8,0734	3,7288	0,8810
Qualicorp	56,0868	0,8922	19,1831	14,2775	0,9044
TIM Participações	69,1727	0,8222	12,1586	10,8529	0,9301
Weg	77,0974	1,6108	7,9271	7,5193	0,9415
BR Malls	56,7737	0,9019	40,4233	3,6540	1,0175
Ambev AS	61,9961	0,4896	22,6133	16,7779	1,0188
Multiplan	52,8450	0,8962	46,9592	7,3594	1,0806
Cosan	93,0098	1,0402	19,6349	7,3878	1,2107
Fibria	91,6407	1,0597	20,6220	7,8447	1,2117
Vale	89,0579	1,3117	22,8800	9,1523	1,2240
Lojas Renner	97,6925	0,4330	10,3319	14,3498	1,2281
Estacio Part	36,6145	0,5274	74,9228	13,5213	1,2559
Embraer	112,4544	1,2132	7,1559	5,5180	1,2634
BB Seguridade	49,4695	0,5628	53,7870	23,6424	1,2746
Ultrapar	115,5641	1,3717	1,6204	12,6015	1,3116
Equatorial Energia	113,1814	1,2519	9,8519	7,4233	1,3171
Suzano Papel	111,0570	1,3474	14,5948	6,6814	1,3368
Itaúsa	17,2907	4,8603	100,7094	10,8545	1,3371
Pão de Açúcar	133,4872	0,7612	-0,3055	-0,1996	1,3374
Cemig	125,3501	0,5306	7,4640	4,5334	1,3788
BRF AS	138,4398	0,8361	4,1714	4,6017	1,4805
Petrobras	127,5926	0,9632	16,5927	7,9554	1,5310
Localiza	140,5834	0,6212	12,0053	9,8865	1,6310
Smiles	142,3862	0,9508	20,5631	22,8395	1,8674
CPFL Energia	170,2316	0,7390	11,3792	7,0636	1,8941
Klabin AS	170,5501	1,2714	21,2622	7,0438	2,0013
CCR	272,4639	0,3206	19,2363	10,7541	3,0277
Lojas Americanas	313,6958	0,9660	14,0471	15,8784	3,4459
Natura	403,0419	0,7234	8,6838	11,5189	4,2397
Itaú Unibanco	436,4421	0,8663	18,3876	2,1974	4,5789
Banco do Brasil	757,5448	0,6184	47,5660	7,7957	8,1352

Fonte: Adaptado pela autora, Guth (2012).

A tabela 2 foi organizada de forma crescente de resultado, indicando nas primeiras colocações as empresas com melhor grau de investimento e no final as empresas que estariam passando por dificuldades financeiras.

A empresa Hypermarcas com resultado 0,4846, enquadra-se no *rating* de cumprimento forte, ou seja, a nota das certificadoras para esta empresa deve ficar na escala A (Aaa, Aa1, A1, AAA, AA, A-). A Cyrela obteve um resultado de 0,5671, o *rating* de cumprimento, a nota das certificadoras para esta empresa deve ficar na escala B acrescidas de mais duas letras (Baa1, Baa2, BBB, BBB-). Na tabela 3, a classificação dos fatores tabula os valores indicando cálculos pelo método de Guth e o significado de cada intervalo de valores.

Tabela 6 – Classificação dos Fatores

Classificação	Indicação
De 0 a 0,499	<i>Rating</i> de cumprimento forte
De 0,5 a 0,999	<i>Rating</i> de cumprimento
De 1 a 1,499	<i>Rating</i> de incumprimento com margem de segurança
Acima de 1,5	<i>Rating</i> de incumprimento provável

Fonte: Guth (2012).

Evidenciando na tabela 2, apenas 13 empresas das 40 que foram calculados o *rating*, pelo método de Guth, se enquadram nas duas faixas iniciais, que indica selo de bom pagador. As outras 27 estão classificadas como especulativo, quando há risco de inadimplência mais elevado, entretanto 10 empresas apresentam alto risco de não cumprimento de suas obrigações.

4.3 RATING PELO COMPARATIVO

As certificadoras Fitch Ratings e a Moody's possuem escala de 21 notas divulgadas, enquanto que a Standard & Poor's tem escala de 22 notas, porém são divididas em 4 macro classificações: Grau de investimento com alta qualidade e baixo risco; Grau de investimento qualidade média; Categoria de especulação, baixa especulação e Risco de alta inadimplência e baixo interesse.

Quadro 9 – Classificação das agências de risco

Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's	Significado da escala
Aaa	AAA	AAA	Grau de investimento com alta qualidade e baixo risco
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Grau de investimento qualidade média
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Categoria de especulação, baixa especulação
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC	CCC+	Risco de alta inadimplência e baixo interesse
Caa2	CC	CCC	
Caa3	C	CCC-	
Ca	RD	CC	
C	D	C	
-	-	D	

Fonte: Fitch Ratings; Standard & Poor's; Moody's.

A metodologia de cálculo de Guth apresenta 4 escalas que são comparáveis com a classificação macro das certificadoras, conforme evidenciado no quadro 10. Na primeira escala, o *rating* refere-se a indicação de qualidade e baixo risco. A segunda escala contempla a indicação de qualidade média. A terceira escala apresenta os *rating* de especulação baixa, categoria que o Brasil se enquadra, *rating* soberano, conforme evidenciado no quadro 1.

Quadro 10 – Comparativo das escalas

Classificação	Indicação de Guth	Escala Macro	Moody's	Fitch	S&P
De 0 a 0,499	<i>Rating</i> de cumprimento forte	Grau de investimento com alta qualidade e baixo risco	Aaa	AAA	AAA
			Aa1	AA+	AA+
			Aa2	AA	AA
			Aa3	AA-	AA-
			A1	A+	A+
			A2	A	A
			A3	A-	A-
De 0,5 a 0,999	<i>Rating</i> de cumprimento	Grau de investimento qualidade média	Baa1	BBB+	BBB+
			Baa2	BBB	BBB
			Baa3	BBB-	BBB-
De 1 a 1,499	<i>Rating</i> de incumprimento com margem de segurança	Categoria de especulação, baixa especulação	Ba1	BB+	BB+
			Ba2	BB	BB
			Ba3	BB-	BB-
			B1	B+	B+
			B2	B	B
			B3	B-	B-
Acima de 1,5	<i>Rating</i> de incumprimento provável	Risco de alta inadimplência e baixo interesse	Caa1	CCC	CCC+
			Caa2	CC	CCC
			Caa3	C	CCC-
			Ca	RD	CC
			C	D	C
			-	-	D

Fonte: Elaborado pela autora.

As notas de maneira macro possui 4 (quatro) classificações, A, B+ (forte), B- (fraco) e C. Conforme verificado no quadro 4, as notas divulgadas pelas certificadoras muitas vezes não são iguais. Das 50 empresas analisadas 35 possuem notas divulgadas pelas certificadoras, 29 empresas tem seu *rating* divulgado por mais de uma agência.

As agências certificadoras realizam o trabalho e divulgam suas notas em separado, independente da nota divulgada pela outra empresa. Das 29 empresas com o *rating* divulgado por mais de uma agência, duas empresas, Cyrela e Suzano Papel, tem notas iguais divulgadas pelas três agências. A primeira com nota: Moody's "Ba2", na Fitch "BB" e na Standard & Poor's "BB" e a segunda respectivamente tem notas "Ba1", "BB+" e "BB+".

As empresas BRF AS e Ultrapar obtiveram as notas divulgadas por 2 (duas) agências iguais. A primeira empresa tem nota "BBB" na certificadora Fitch e Standard & Poor's, e a segunda empresa recebeu suas notas pela Moody's, "Ba1" e pela Standard & Poor's "BB+".

Nas empresas Itaú Unibanco e Bradesco as certificadoras Moody's e Fitch concordaram com a classificação, divulgando as notas para as duas empresas, "Ba1" e "BB+", porém a Standard & Poor's classificou o Itaú Unibanco com nota "BB" e o Bradesco com nota "AA-".

Na Companhia Siderúrgica Nacional, as certificadoras Moody's e Standard & Poor's concordam com a nota respectivamente divulgada "Caa1" e "CCC+", mas a Fitch classificou a CSN com nota "B-".

Entre as empresas que possuem notas divulgadas por mais de uma certificadora que tem a maior diferença está a Braskem que recebeu da Moody's nota "Ba1", da Fitch "BBB-" e da Standard & Poor's "AAA". No quadro 11 contém a relação das 36 empresas, utilizando as 4 escalas macro apresentadas no quadro 9. Primeira escala "A", segunda escala "B+", terceira escala "B-" e quarta escala "C".

Quadro 11 – Comparação das notas das Certificadoras e o Método de Guth

(continua)

N.	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Método de Guth
1	Telefônica Brasil	-	B+	-	B+
2	Multiplan	-	B-	B-	B-
3	Cosan	B-	-	B-	B-
4	Ultrapar	B-	-	B-	B-
5	Suzano Papel	B-	B-	B-	B-
6	Itaúsa	-	B-	B-	B-
7	Cemig	B-	-	B-	B-
8	Smiles	C	-	-	C

(conclusão)

N.	Empresa	Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Método de Guth
9	Hypermarcas	B-	B-	B-	A
10	Usiminas	C	-	C	B+
11	Cyrela	B-	B-	B-	B+
12	Ambev AS	B+	-	B+	B-
13	BRF AS	-	B+	B+	B-
14	Petrobras	B-	B-	B-	C
15	Itaú Unibanco	B-	B-	B-	C
16	Vale	-	B+	B+	B-
17	Gerdau	B-	B+	B+	B+
18	JBS Friboi	-	B-	B+	B+
19	BR Malls	B-	B+	-	B-
20	Fibria	B-	B+	B+	B-
21	Embraer	B-	B+	B+	B-
22	CSN	C	B-	C	C
23	Localiza	B-	B+	B+	C
24	Banco do Brasil	B+	B-	B-	C
25	Klabin AS	-	B+	B-	C
26	Braskem	B-	B+	A	C
27	Raia Drogasil	-	B-	-	B+
28	CPFL Energia	B-	-	-	C
29	CCR	B-	-	-	C
30	Natura	-	-	B-	C
31	Bradesco	B-	B-	A	S/N
32	Bradesco	-	B-	-	S/N
33	Cielo	B-	B+	-	S/N
34	Petrobras	B2	B-	A	S/N
35	Vale	B-	B+	A	S/N

Fonte: Elaborado pela autora.

Das 35 empresas analisadas, as 8 (oito) primeiras do quadro 11, que correspondem a 22,86% possui *rating* na mesma escala, ou seja, foi divulgado o mesmo parecer pelas certificadoras e pelo método de Guth. A Telefônica Brasil foi considerada com "Grau de investimento qualidade média", já na escala de "Categoria de especulação, baixa especulação" estão a Multiplan, Corsan, Ultrapar, Suzano Papel, Itaú SA e Cemig e a Smiles que foi considerada como "Risco de alta inadimplência e baixo interesse".

As 16 (dezesesseis) primeiras empresas tem *rating* igual nas certificadoras que divulgaram nota, porém pelo método, utilizando apenas os indicadores financeiros, a classificação da nona a décima sexta não coincide com a das certificadoras.

Na décima sétima, até a vigésima segunda posição, destaca-se 6 empresas onde o método utilizado para apurar o grau de investimento, apenas pelos indicadores financeiros, estão na mesma escala de no mínimo 1 das certificadoras que divulgaram *rating*, correspondendo a 17,14% das 35 empresas analisadas.

No quadro 10, as 6 (seis) empresas entre a vigésima quinta e trigésima posição tem notas diferentes, na escala macro, entre as certificadoras, o que demonstra que devido a métodos diferentes de avaliação das empresas o *rating* nem sempre será igual.

Consta-se a ocorrência de divergências entre duas ou mais certificadoras a partir do *rating*, na maioria das vezes apresentam uma classificação acima ou abaixo da divulgada, correspondendo a 20 empresas, 57,14%. Somando os 22,86% das notas iguais entre as certificadoras e o método analisado, aos 57,14% encontra-se 80% de assertividade por proximidade analisada.

Conforme o estudo de Araújo e Gaia (2016), os resultados apresentados pelos autores foram considerados bons, pois na maior parte da amostra obtiveram no resultado esperado ou próximo do *rating* das certificadoras, 88,33%.

Ao excluir as últimas 5 (cinco) empresas, as quais não foi calculado o *rating* de Guth e ao verificar que 28 empresas sobre as 30 encontram-se com 93,33% de assertividade por proximidade, superando ao estudo realizado por Araújo e Gaia, 2016.

A empresa Hypermarchas foi avaliada pela Certificadora Moody's com nota Ba2, pelas Fitch Standard & Poor's com nota BB. Ao calcular através dos indicadores financeiros a nota é A, entre as justificativas para esta diferença de notas está a divulgação em 28 de junho de 2016, pela empresa o fato relevante:

investigação do ex-diretor de relações institucionais da Companhia por atos em desacordo com o Código de Conduta Ética da Companhia entre 2013 e 2015. Este fato impacta diretamente nas notas das certificadoras que utilizam métodos quali-quantitativos, para fazer avaliação do risco das empresas.

A empresa Usiminas foi avaliada pela Certificadora Moody's, com nota Caa2 e pela Standard & Poor's, com nota CCC+. Ao calcular, através dos indicadores financeiros, a nota é B+, a justificativa das certificadoras para o rebaixamento da nota que ocorre desde o ano de 2012, com sucessivas quedas até o ano 2016, se deu pelo enfraquecimento do mercado siderúrgico brasileiro (MOODY'S, 2012; STANDARD & POOR'S, 2015).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Grau de Investimento corporativo avalia aspectos financeiros e não-financeiros, o primeiro de fácil acesso, pois as demonstrações financeiras são divulgadas obrigatoriamente pelas empresas de grande porte, conforme artigo 133 da lei 6.404/76. Os aspectos não-financeiros, tais como geopolíticos, regulamentações, administração e governança corporativa e uma análise mais subjetiva.

As três principais Certificadoras que avaliam o *rating* soberana dos países, e o corporativo, das empresas, são: Fitch, Moody's e Standard & Poor's, que utilizam o método qualitativo e quantitativo, porém não divulgam os aspectos considerados e/ou a mensuração dos mesmos. As notas divulgadas pelas agências nem sempre são iguais, dentro das escalas a classificação pode variar no ranking de cada Certificadora.

Os investidores fazem suas aplicações de forma a capitalizar seus recursos com segurança. Para realizar investimentos nas empresas, a tomada de decisão é baseada nas informações divulgadas pelas organizações, pelos pareceres de auditores externos e também pelo *rating* atribuído pelas certificadoras.

Segundo Silva (2012), o investidor requer segurança na qualidade das informações para reduzir as incertezas e o risco do investimento. Ao divulgar informações de qualidade, novos investidores são atraídos reforçando o mercado de capitais.

As demonstrações financeiras são relatórios considerados decisivos na avaliação de desempenho da evolução patrimonial das organizações. O grau de investimento corporativo utiliza indicadores financeiros, indicadores de desempenho, a economia, a regulamentação, as influências geopolíticas, a administração, a governança corporativa e posição competitiva (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2008; SCHULTZ, 1961).

O *rating* corporativo indica a capacidade de pagamento das empresas, o que permite que usuários tanto internos das empresas, como os externos tenham uma visão global. Ao ter um grau de investimento considerado "com alta qualidade e baixo risco", as empresas podem conseguir financiamento com custo financeiro inferior, influenciando diretamente nos resultados econômicos e financeiros.

O trabalho realizado pelas certificadoras, de avaliação do risco, é complexo devido às premissas que são avaliadas, as empresas devem contratar a(s) agência(s) mediante o pagamento do serviço.

O estudo partiu do princípio que ao divulgar *rating* das empresas, estas passam a ter benefícios financeiros na captação de recursos, como também tornarem-se mais atrativas para os investidores. Assim, é essencial analisar a relação entre Grau Investimento pelo método de Guth, com o das certificadoras Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings.

Para isso, selecionou-se as empresas listadas no IBrX50, de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, analisando o ano de 2016, através das demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas. Atendendo aos objetivos específicos, identificou-se as empresas brasileiras listadas no IBrX50 e o *rating* divulgado pelas Certificadoras Fitch Ratings, Standard & Poor's e a Moody's.

Também averiguou-se as demonstrações financeiras do ano de 2016, para calcular os indicadores: endividamento, liquidez imediata, rentabilidade do ativo, lucratividade, liquidez corrente, liquidez geral, liquidez seca, solvência, endividamento do PL, rentabilidade do PL e giro do ativo.

Depois realizou-se a apuração do *rating* das empresas, pela metodologia de Guth, através dos indicadores e em seguida a comparação do Grau de investimento das certificadoras com o calculado pelo método de Guth. E por fim avaliou-se a consolidação do método utilizando indicadores financeiros comparativamente ao divulgado pelas certificadoras.

O estudo encontrou igualdade na classificação divulgada pelas certificadoras de 45,71% (16 empresas de 35 analisadas), quando inserido o método baseado nos indicadores financeiros, a igualdade baixou para 22,86% (8 empresas de 35 analisadas). Ao verificar o *rating* divulgado por mais de uma certificadora, a igualdade entre o calculado e o divulgado subiu para 40% (14 empresas de 35 analisadas).

Desse modo, conclui-se que existem diferenças entre as notas divulgadas pelas certificadoras. Das 35 empresas analisadas, 30 destas possuem *rating* em mais de uma agência e 14 empresas divergência entre as notas divulgadas pelas certificadoras. As divergências ocorrem geralmente entre um ranking acima ou abaixo, levando em consideração esse desvio o método tem 93,33% de assertividade por proximidade.

Pode-se concluir que numa análise dos indicadores macro, separados em quartis, para ser equiparado ao método de Guth existe relação entre Grau Investimento, pelo método de Guth, com o das certificadoras Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. Das 30 empresas validadas, com classificação nos 4 métodos, 14 empresas, 47%, possuem *rating* apurado pelo método de Guth igual a no mínimo 1 das certificadoras. Por proximidade, 2 empresas, 7% obtiveram *rating* acima pelo método de Guth. Ficaram com *rating* numa escala abaixo 12 empresas, 40% o que sugere que o método Guth tem um maior rigor na avaliação.

O estudo que desenvolveu o método que apura o *rating* apenas utilizando indicadores foi realizado no período de 2008 a 2010, com empresas que obtinham grau de investimento. O presente estudo baseou-se nas empresas listadas no IBrX50, com qualquer classificação.

5.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A presente análise baseou-se no ano de 2016, devido a não localização de um histórico das notas divulgadas pelas certificadoras. Isto impossibilitou que a pesquisa fosse realizada num período temporal.

A ausência de um estudo comparativo utilizando o modelo Guth, pode ser citada como uma limitação do estudo, visto que, desde que o estudo base foi defendido, não foi replicado em outro cenário e/ou outro período.

Das 50 empresas analisadas, somente consegue-se fazer a comparação entre 30 empresas, devido ao fato de que 15 destas não possuem divulgação de *rating* por nenhuma das agências do estudo. Vale destacar, que ainda não foram localizadas as demonstrações financeiras de 5 empresas.

5.2 IMPLICAÇÕES GERENCIAIS

Salienta-se o fato de que este estudo ampliou a base da pesquisa original, a qual considerava apenas empresas com grau de investimento forte (*rating* A), portanto a população que foi aplicada neste novo estudo se deu em empresas listadas no IBrX50 independentemente da classificação divulgada pelas certificadoras.

Utilizando-se o cálculo do *rating*, através de indicadores financeiros, tanto o usuário interno (gestores), como os externos (investidores) tem a possibilidade de realizar uma prévia da nota das certificadoras.

Em se tratando de empresas, que não contratam certificadoras para ranqueá-las, este estudo pode contribuir com um método baseado nos indicadores financeiros.

5.3 INDICAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

O método comparado com o das certificadoras baseou-se em empresas de diversos segmentos, o que sugere estudos que contemplem segmentação nas empresas analisadas.

Sugere-se, portanto, a ampliação do eixo temporal para identificação da comprovação dos resultados, de forma a evidenciar a validade do estudo, como também a aplicação em cenários onde exista estabilidade política e econômica.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, Mike; BURTON, Bruce; HARDWICK, Philip. The determinants of credit ratings in the United Kingdom insurance industry. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3, pp. 539-572, 2003.
- AFONSO, Antonio. Understanding the determinants of government debt ratings: Evidence for the two leading agencies. Available at SSRN 300785, 2002.
- ANGELO, Claudio Felisoni de; SILVEIRA, José Augusto Giesbrecht da. **Finanças no varejo: gestão operacional** São Paulo: Atlas, 2007.
- ANTHONY, Robert N.; GOVINDARAJAN, Vijay. **Sistemas de controle gerencial**. AMGH Editora, 2008.
- ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel; LAFOND, Ryan. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1, pp. 203-243, 2006.
- ASSAF, A., Neto. (2008). **Finanças Corporativas e Valor**. 3 ed. São Paulo: Atlas.
- BARNEY, Jay. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.
- BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. **The Journal of Business**, v. 76, n. 3, pp. 455-475, 2003.
- BM&FBOVESPA. **Índice Brasil 50 (IBrX50)**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50-composicao-da-carteira.htm> Acesso em: 06 abr. 2016
- BONE, Rosemarie Bröker. Determinantes de ratings corporativos no setor de petróleo: O caso da Petrobrás. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 3, pp. 107-125, set./dez., 2007.
- BONE, Rosemarie Bröker. Determinantes de Ratings Corporativos no Setor de Petróleo: o Caso da Petrobrás. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 3, 2007.
- BONE, Rosemarie Bröker. Determinantes dos ratings corporativos na indústria petrolífera: o caso da Repsol-YPF. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 16, n. 1, pp. 1-21, jan./abr., 2010.
- BONE, Rosemarie Bröker. Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. *Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, p. 46-67, 2006.
- BOUZOUITA, Raja; YOUNG, Arthur. A probit analysis of Best Ratings. **Journal of Insurance Issues**, v. 21, n. 1, pp. 23-34, 1998.
- BRITO, Giovani Antonio; NETO, Alexandre Assaf. **Modelo de Classificação de Risco de crédito nas Empresas**. **Revista de Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 19, n. 46, p 18-29, jan/abr 2008. Disponível em:

<http://www.institutoassaf.com.br/downloads/artigo_modelo_classificacao_risco_credito_empresas.pdf> Acesso em: 06 abr. 2016.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. São Paulo: Atlas SA; 2010.

BRYMAN, A. **Quantity and quality in social research**. London: Routledge, 1988.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 4, p. 539-556, 2008.

CASTRO, Nivalde J. e BRANDÃO, Roberto. **Investment Grade: Impactos na Economia Brasileira e no Setor Elétrico Brasileiro**. Grupo de Estudos do Setor Elétrico, 2008.

CERVO, Amado Luiz, BERVIAN, Pedro Alcino, SILVA, Roberto da. **Metodologia Científica**. 6 ed. - São Paulo: Plarson Prentice Hall, 2007.

COOPER, Donald. R.; SCHINDLER, Pamela S. Métodos de Pesquisa em Administração. Tradução: Iuri Duquia Abreu. Revisão técnica: Fátima Cristina Trindade Bacellar.-. 2011.

CRAWFORD, Richard. **Na era do capital humano: o talento, a inteligência e o conhecimento como forças econômicas. Seu impacto nas empresas e nas decisões de investimento**. Atlas, 1994.

CRESWELL, John W.; CLARK, Vicki L. Plano. **Pesquisa de Métodos Mistos:- Série Métodos de Pesquisa**. Penso Editora, 2015.

CRESWELL, John. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2007.

CRUZ DE SOUZA MURCIA, Flávia; DAL-RI MURCIA, Fernando; ALONSO BORBA, José. Rating de crédito corporativo: revisão da literatura e oportunidades para pesquisa no cenário brasileiro. **Revista de Economia e Administração**, v. 13, n. 1, 2014.

CRUZ, June Alisson Westarb et al. Avaliação de desempenho no terceiro setor: uma abordagem teórica de strategic accounts. **REBRAE**, v. 2, n. 1, 2017.

DA CUNHA, Fabrício Augusto; ANGELO, Dorival Izidoro. **Modelo Dinâmico de Fleuriet versus Modelo de Kanitz: Um Estudo Comparativo Aplicado em Empresas de Capital Aberto do Ramo de Energia**. Rev Sapientia, 12(1), 14-19. 2013

DAMASCENO, Danilo Luis; ARTES, Rinaldo; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. **Revista de Administração**, v. 43, n. 4, pp. 344-355, 2008.

DAS NEVES, Silverio; VICECONTI, Paulo Eduardo Vilchez. **Contabilidade Básica: a estrutura das demonstrações financeiras**. Frase, 2000.

DE ARAÚJO, Camila Curti; GAIO, Luiz Eduardo. UTILIZAÇÃO DE ÍNDICES CONTÁBEIS NA DETERMINAÇÃO DO RATING. **Nucleus**, v. 13, n. 1, p. 375-388, 2016.

DIEHL, Astor Antônio; TATIM, Denise Carvalho. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. Pearson Brasil, 2004.

FITCH RATINGS. **Ratings internacionais de crédito de longo prazo**. 2011. Disponível em: <http://www.fitchratings.com.br/pages/rtg_intl_long>. Acesso em: 22 jul. 2017.

FONSECA, João José Saraiva. **Metodologia da Pesquisa Científica**. 2002.

FRANCISCO, Ladislau Neves. **Risco Soberano: O caso de Angola**. 2016. Dissertação de Mestrado.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Pearson, 2005

_____. **Princípios de Administração Financeira**. 12 ed. São Paulo: Pearson, 2010.

GRAY, Stephen; MIRKOVIC, Aleksander; RAGUNATHAN, Vanitha. The determinants of credit ratings: Australian evidence. **Australian Journal of Management**, v. 31, n. 2, pp. 333-354, 2006.

GUTH, Sérgio Cavagnoli. **O grau de investimento definido por um indicador económico e financeiro**. 2012.

HAIR JR, Joseph F. et al. Fundamentos de métodos de pesquisa em administração. 2005.

HAIR Jr. Joseph F, BLACK William C, BABIN, Barry J., ANDERSON, Roph E., TATHAM, Ronaldo L. Análise multivariada de dados. Tradução da 6. ed. americana por Adonai Schlup Sant'Anna e Anselmo Chaves Neto. Porto Alegre: Bookman; 2009.

HENNINK, Monique; HUTTER, Inge; BAILEY, Ajay. **Qualitative research methods**. Sage, 2010.

HILL, Claire A. **Regulating the rating agencies**. Wash. ULQ, v. 82, p. 43, 2004.

HOJI M. **Administração financeira: uma abordagem prática**. 3 ed. São Paulo: Atlas; 2001.

INFOMONEY. **IBrX50 - IBrX 50**. 2016. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/IBrX50/composicao>>. Acesso em: 06 abr. 2016.

KAPLAN, Robert Steven; URWITZ, Gabriel. Statistical models of bond ratings: A methodological inquiry. **The Journal of Business**, v. 52, n. 2, pp. 231-261, 1979

KIM, Hyunjoon; GU, Zheng. Financial determinants of corporate bond ratings: an examination of hotel and casino firms. **Journal of Hospitality & Tourism Research**, v. 28, n. 1, pp. 95-108, 2004.

KIM, Hyunjoon; GU, Zheng. Financial determinants of corporate bond ratings: an examination of hotel and casino firms. **Journal of Hospitality & Tourism Research**, v. 28, n. 1, pp. 95-108, 2004.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LÓPEZ, Raquel Flórez. Análisis de los determinantes del riesgo de crédito: aplicación de técnicas emergentes em el marco de los acuerdos de Basilea II y Solvencia II. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 36, n. 135, pp. 649-653, 2007.

MARCONI, Marina de Andrade, LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 7 ed. - São Paulo: Atlas, 2010.

MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis: contabilidade empresarial**. 7 ed. São Paulo, 2012.

MARQUES JAVC. **Análise financeira das empresas: liquidez, retorno e criação de valor**. Rio de Janeiro: UFRJ; 2004.

MATARAZZO. Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas. 2010.

MATOUSEK, Roman; STEWART, Chris. A note on ratings of international banks. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 17, n. 2, pp. 146-155, 2009.

MATTOS, Lissandra Kerppers. As mudanças organizacionais e seus gestores nas empresas na era da informação. 2002.

MEDEIROS JÚNIOR, Roberto de; SERRA, Fernando; FERREIRA, Manuel. O tempo de mandato do CEO e o desempenho das organizações.: Um estudo em grandes empresas brasileiras. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 11, n. 2-3, p. 129-138, 2012.

MINARDI, Andrea Maria Accioly F. et al. Determinação de *Rating* de Crédito de Unidades de Negócios Visando Estimar o Custo de Capital de Terceiros. **Anais EnANPAD**, v. 2006, 2006.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Moody's rating symbols and definitions**. Jul. 2017. Disponível em: <www.moodys.com>. Acesso em: Jul. 2017.

MORGAN, Gareth; BERGAMINI, Cecília Whitaker; CODA, Roberto. **Imagens da organização**. São Paulo: Atlas, 1996.

MURCIA, Flávia Cruz de Souza. **Rating de crédito no Brasil: fatores determinantes e impacto de anúncios nos preços das ações**. Tese de Doutorado. 2013

NETO, Alexandre Assaf. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos**. São Paulo: Atlas, 2012.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial**. IESDE BRASIL SA, 2010.

PAPAIKONOMOU, Vassiliki. Credit rating agencies and global financial crisis. **Studies in Economics and Finance**, v. 27, n. 2, pp. 161-174, 2010.

PASSAIA, Claudir et al. Análise Econômica Financeira com utilização de índices. **Ciências Sociais Aplicadas** em, 2011.

PENROSE, Edith Tilton. **The Theory of the Growth of the Firm**. Oxford University Press, USA, 1995.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Reação do Mercado à Alteração na Composição da Carteira de Índices de Bolsa de Valores Brasileiros. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 2, p. 141-167, 2006.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 11ª edição Saraiva, 2015.

_____. **Estrutura e Análise de Balanços Fácil**. 7 ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2004.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1989.

ROGERS, Dany. **Associações entre rating de crédito e estrutura de capitais de empresas listadas na América Latina**. Tese de Doutorado. 2012

ROSENAL, Claude; FRÉMONTIER-MURPHY, Camille. **Introdução aos métodos quantitativos em ciências humanas e sociais**. Porto Alegre: Instituto Piaget, 2001.

SCHULTZ, Theodore William. Investimento e capital humano. **A revisão econômica americana**, v. 51, n. 1, p. 1-17, 1961

SCHULTZ, Theodore William. **O capital humano: investimentos em educação e pesquisa**. Zahar Editores, 1973.

SILVA, Antônio Carlos Ribeiro da. **Metodologia da Pesquisa Aplicada à Contabilidade: Orientações de Estudos, Projetos, Artigos, Relatórios, Monografias, Dissertações, Teses**. 3 ed. Atlas, 2010.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira Das Empresas**. 10 ed. São Paulo: Editora Atlas SA, 2010.

SOARES, Gustavo de Oliveira Godoy; COUTINHO, Eduardo Senra; DE CAMARGOS, Marcos Antônio. Determinantes do Rating de Crédito de Companhias Brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 109-143, 2013.

STANDARD & POOR'S. **Guide to credit ratings criteria**: Why criteria are important and how they are applied. 2010. Disponível em: <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SP_GuideToRatingPerformance.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2017.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1995.

TURETA, César; TONELLI, Maria José; ALCADIPANI, Rafael. O Gerente-Ciborgue: metáforas do gestor "pós-humano". **Organizações & Sociedade**, v. 18, n. 58, 2011.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas SA, 2000.

VIEIRA, Fabrício. Melhora da nota faz bolsa ter a maior alta em cinco anos. **Folha de São Paulo**, São Paulo B, v. 3, 2008.

VIEIRA, Flavio Viela. Endividamento público e impactos sobre os fluxos de capitais, risco-país e diferencial de juros no Brasil: Modelo VAR e Testes de Causalidade. *Econômica*, p. 129-148, 2008.

WERNERFELT, Birger. **A resource-based view of the firm**. *Strategic management journal*, v. 5, n. 2, p. 171-180, 1984.