



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE
E SECRETARIADO EXECUTIVO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

YAGO PEREIRA COSTA

UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA E A SITUAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS
LISTADAS NA BM&FBOVESPA

FORTALEZA

2016

YAGO PEREIRA COSTA

UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
E A SITUAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA
2016

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

C876a Costa, Yago Pereira.

Uma análise da relação entre práticas de governança corporativa e a situação econômico-financeira das empresas listadas na BM&FBovespa / Yago Pereira Costa. – 2016.
71 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências Contábeis, Fortaleza, 2016.
Orientação: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

1. Governança Corporativa. 2. Desempenho. 3. Índices Financeiros. I. Título.

CDD 657

YAGO PEREIRA COSTA

UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
E A SITUAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovada em ____/____/____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo (Orientador)

Prof.^a. Dra. Lara Capelo Cavalcante

Prof.^a. Dra. Editinete Andre Da Rocha Garcia

A Deus.

A minha mãe Maria e meu pai João.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a Deus, pela força, saúde e sabedoria conferida para que esse trabalho pudesse ser realizado.

Aos meus pais, Maria e João, por todo o encorajamento, perseverança e apoio em todos os momentos da minha vida. À minha irmã, Thaís, pelo carinho e afeto.

Ao professor Dr. Vicente Lima Crisóstomo, meu orientador, por todos os ensinamentos transmitidos durante as disciplinas da graduação, pelo continuo acompanhamento durante a realização deste trabalho, e, pelo exemplo de dedicação acadêmica e permanente incentivo a pesquisa.

A todos os professores da FEAAC-UFC pelos importantes conhecimentos transmitidos durante a graduação.

Aos meus colegas de curso, com quem tive o privilégio de desfrutar momentos de descontração e aprendizagem durante a graduação.

A Jeniffer Maia, por todo o companheirismo, apoio e auxílio nas revisões, como também pelas valiosas críticas e sugestões a este trabalho.

Ao Bruno Góes Pinheiro, pelo apoio na coleta e tratamento da base de dados.

E aos demais que, de alguma forma, contribuíram para a elaboração deste trabalho.

“Que os vossos esforços desafiem as impossibilidades, lembrai-vos de que as grandes coisas do homem foram conquistadas do que parecia impossível. ” (Charles Chaplin)

RESUMO

A governança corporativa surge como um mecanismo para as empresas resolverem o problema da agência, quando o principal delega ao agente responsabilidades, mas nem sempre o interesse dos dois está alinhado. No campo da alta gestão a governança corporativa é de grande importância, pois envolve o relacionamento da empresa com todos os seus *stakeholders*. Visando melhorar a qualidade da governança corporativa no Brasil, foi criado em 2001, pela Bovespa, os segmentos diferenciados, de adesão voluntária, que trazem ao país as mais avançadas técnicas de apresentação de informações, transparência e relacionamento com acionistas e sociedade. O presente trabalho busca avaliar se as empresas que se encontram nos segmentos diferenciados de governança corporativa apresentam melhor situação financeira, medida pelos índices econômico-financeiros. A amostra é composta por 593 empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2001 a 2014, de diversos setores econômicos. Foram realizados teste de médias t de *Student*, o teste de Kruskal Wallis e o teste de Chi² para avaliar se as médias apresentadas pelos dois grupos, empresas listadas em segmentos diferenciados e empresas do Mercado Tradicional, são estatisticamente diferentes, e, com uma superioridade para os níveis diferenciados. Os resultados indicam que, de fato, as empresas que estão em segmentos diferenciados apresentam melhores valores médios de indicadores quando comparadas as empresas do mercado tradicional, confirmando assim a hipótese testada e os trabalhos anteriores.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Desempenho; Índices Financeiros; Brasil.

ABSTRACT

Corporate governance emerges as a mechanism for companies to solve the agency problem, when the principal delegates to the agent responsibilities, but not always the interest of the two is aligned. In the field of top management, corporate governance is of great importance, as it involves the company's relationship with all its stakeholders. In order to improve the quality of corporate governance in Brazil, the Bovespa created the differentiated segments of voluntary adherence in 2001, bringing to Brazil the most advanced techniques for presenting information, transparency and relationship with shareholders and society. The present work seeks to evaluate if the companies that are in the differentiated segments of corporate governance present better financial situation, measured by the economic-financial indices. The sample is made up of 593 companies listed on the BM & FBovespa from 2001 to 2014, from various economic sectors. Student's t-test, the Kruskal Wallis test and the Chi² test were used to evaluate whether the means presented by the two groups, companies listed in differentiated segments and companies of the Traditional Market, were statistically different, and with a superiority for Levels. The results indicate that, in fact, the companies that are in differentiated segments present better average values of indicators when compared to the companies of the traditional market, thus confirming the tested hypothesis and the previous works.

Keywords: Corporate governance; Performance; Financial Ratios; Brazil.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Índices de liquidez: fórmulas.....	30
Tabela 2 - Índices de rentabilidade: fórmulas.....	34
Tabela 3 - Índices de endividamento: fórmulas.....	36
Tabela 4 - Amostra de trabalho.....	41
Tabela 6 - Número de observações por ano.....	41
Tabela 6 - Distribuição da amostra por setores.....	42
Tabela 7 - Fonte dos dados coletados.....	43
Tabela 8 - Liquidez Corrente: estatística descritiva e testes estatísticos.....	45
Tabela 9 - Liquidez Seca: estatística descritiva e testes estatísticos.....	46
Tabela 10 - Liquidez Imediata: estatística descritiva e testes estatísticos.....	46
Tabela 11 - Liquidez Geral: estatística descritiva e testes estatísticos.....	47
Tabela 12 - ROA: estatística descritiva e testes estatísticos.....	48
Tabela 13 - ROA EBITDA: estatística descritiva e testes estatísticos.....	48
Tabela 14 - ROE: estatística descritiva e testes estatísticos.....	49
Tabela 15 - Endividamento de Curto Prazo: estatística descritiva e testes estatísticos.....	50
Tabela 16 - Endividamento de Longo Prazo: estatística descritiva e testes estatísticos.....	50
Tabela 17 - Participação de Terceiros: estatística descritiva e testes estatísticos.....	51
Tabela 18 - Composição do Endividamento: estatística descritiva e testes estatísticos.....	52
Tabela 19 - Liquidez Corrente: médias por segmento.....	52
Tabela 20 - Liquidez Corrente: teste t aos pares.....	53
Tabela 21 - Liquidez Seca: médias por segmento.....	53
Tabela 22 - Liquidez Seca: teste t aos pares.....	53
Tabela 23 - Liquidez Imediata: médias por segmento.....	54
Tabela 24 - Liquidez Imediata: teste t aos pares.....	54
Tabela 25 - Liquidez Geral: médias por segmento.....	55
Tabela 26 - Liquidez Geral: teste t aos pares.....	55
Tabela 27 - ROA: médias por segmento.....	55
Tabela 28 - ROA: teste t aos pares.....	55
Tabela 29 - ROA EBITDA: médias por segmento.....	56
Tabela 30 - ROA EBITDA: teste t aos pares.....	56
Tabela 31 - ROE: médias por segmento.....	57
Tabela 32 - ROE: teste t aos pares.....	57

Tabela 33 - Endividamento de Curto Prazo: médias por segmento.....	57
Tabela 34 - Endividamento de Curto Prazo: teste t aos pares	58
Tabela 35 - Endividamento de Longo Prazo: médias por segmento	58
Tabela 36 - Endividamento de Longo Prazo: teste t aos pares	58
Tabela 37 - Participação de Terceiros: médias por segmento.....	59
Tabela 38 - Participação de Terceiros: teste t aos pares.....	59
Tabela 39 - Composição do Endividamento: médias por segmento.....	59
Tabela 40 - Composição do Endividamento: teste t aos pares	60

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Contextualização	11
1.2 Problema de pesquisa	12
1.3 Objetivos de pesquisa	12
1.3.1 Objetivo geral	12
1.3.2 Objetivos específicos	12
1.4 Justificativa	13
1.5 Estrutura do trabalho	14
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, SITUAÇÃO FINANCEIRA E HIPÓTESE	15
2.1 Teoria da Agência	15
2.2 A Governança Corporativa	17
2.2.1 A governança corporativa no mundo	20
2.2.1.1 A Governança Corporativa nos países Anglo-Saxões	21
2.2.1.2 A Governança Corporativa na Alemanha	22
2.2.1.3 A Governança Corporativa no Japão	23
2.2.1.4 A Governança Corporativa nos países Latino-Americanos	24
2.2.2 A Governança Corporativa no Brasil	25
2.2.3 Melhores práticas de governança corporativa	27
2.2.3.1 Nível 1	27
2.2.3.2 Nível 2	28
2.2.3.3 Novo Mercado	28
2.3 Índices financeiros	29
2.3.1 Indicadores de liquidez	30
2.3.1.1 Liquidez corrente	31
2.3.1.2 Liquidez seca	32
2.3.1.3 Liquidez imediata	33
2.3.1.4 Liquidez geral	33
2.3.2 Indicadores de rentabilidade	34
2.3.2.1 ROA e ROA EBITDA	35
2.3.2.2 ROE	35
2.3.3 Indicadores de endividamento	36
2.3.3.1 Índice de Participação de Terceiros e Endividamento de Curto e Longo Prazo	37
2.3.3.2 Composição do Endividamento	38

2.4 Relação entre governança corporativa, desempenho e situação financeira.....	38
3 METODOLOGIA.....	40
3.1 Tipologia da pesquisa	40
3.2 Amostragem e coleta de dados	41
3.3 Definição das variáveis.....	43
3.3.1 Qualidade da Governança Corporativa.....	43
3.3.2 Desempenho	43
3.4 Tratamento estatístico e análise dos dados	44
4 ANÁLISE DE DADOS	45
4.1 Mercado Tradicional e Níveis Diferenciados	45
4.2 Comparativo aos pares.....	52
4.3 Discussão dos resultados encontrados	60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
REFERÊNCIAS	63

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Nas grandes corporações modernas há a separação entre propriedade e controle, e os interesses dos gestores e acionistas divergem, causando assim o problema da agência, quando o principal, delega a outro, o agente, poderes e responsabilidades para tomar decisões em seu benefício. Os principais problemas de agência existentes são os entre acionistas e gestores e entre acionistas majoritários e minoritários.

A governança corporativa surge como resposta para os problemas de agência de acordo com Silveira (2004), é um conjunto de mecanismos que visa diminuir e harmonizar o relacionamento entre o principal e o agente, respectivamente, acionistas e gestores. A adoção de boas práticas de governança corporativa beneficia a empresa não só nos conflitos da agência, mas como um todo, se tratando de relacionamento com seus *stakeholders*, como empregados, clientes, fornecedores e a sociedade.

Os estudos na área da governança corporativa foram intensificados nas últimas décadas, segundo Silveira (2004), quando ocorreram diversos escândalos corporativos nos Estados Unidos, fazendo com que o mercado exigisse maior transparência e regulamentação por parte das empresas e governo, isso culminou na promulgação da lei Sarbanes-Oxley, em 2002, nos Estados Unidos, que acabou servindo de molde para a modernização da Governança Corporativa em todo o mundo e tornando assim o principal foco de discussão relacionado a alta gestão.

No Brasil a lei nº 6.404/1976 que rege as sociedades anônimas foi atualizada várias vezes após isso, trazendo uma modernização no cenário nacional. Assim como foi criado o IBGC em 1995, órgão responsável por incentivar a adoção por parte das empresas a melhores práticas de governança corporativa, visto que no Brasil essa adesão é opcional.

A Bovespa, em 2001 criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa, o Nível 1, Nível 2 e Mercado Novo, que segundo Nakayasu (2006), trouxe para o país as regulamentações e exigências mais avançadas, comparadas a países desenvolvidos na Governança Corporativa, no tocante a transparência e qualidade de divulgação de informações, fazendo com que as empresas incorressem em maiores custos para essa adequação, mas com expectativa de que os benefícios trazidos superem esses custos.

Toda essa maior qualidade na divulgação de informações também tem como objetivo uma maior confiança do mercado, atraindo assim mais investidores, pois são emitidos

sinais para o mercado. Uma maneira de se mostrar solidez e divulgar informações se dá pelos indicadores econômico-financeiros, obtidos a partir das demonstrações contábeis, e divididos em três grupos, quais sejam, indicadores de liquidez, de rentabilidade e de endividamento, medidas essas que servem, em conjunto com outras, para atestar a saúde financeira de uma empresa, podendo até prever problemas futuros de solvência.

O estudo de Crisóstomo e De Melo Júnior (2015), sugere haver relação direta entre melhores práticas de Governança Corporativa, representados por estar ou não em um nível diferenciado de Governança Corporativa, com uma melhor situação econômico-financeira, representado por indicadores.

1.2 Problema de pesquisa

Considerando a contextualização disposta na seção anterior, e no intuito de ampliar o conhecimento a respeito da governança corporativa e sua relação com o desempenho das empresas brasileiras, procura-se com o presente estudo a obtenção de informações teórico-empíricas sobre tal tema, buscando respostas ao seguinte questionamento: **Empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam melhor situação econômico-financeira do que as demais?**

1.3 Objetivos de pesquisa

Para responder à questão de pesquisa, o presente estudo desenvolve-se na expectativa de atender ao objetivo geral e aos dois objetivos específicos, a seguir descritos.

1.3.1 Objetivo geral

Verificar se empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam melhor situação econômico-financeira do que as demais.

1.3.2 Objetivos específicos

Verificar se o fato de atender aos requisitos e, portanto, enquadrando-se em um nível diferenciado de governança corporativa traz retornos de desempenho para a empresa, na forma de melhores índices econômico-financeiros em comparação as que estão no segmento tradicional.

Verificar se dentre as empresas que estão nos níveis diferenciados, as que se encontram em um segmento que requer mais transparência, qualidade nas informações e proteção a acionistas, mesmo incorrendo de custos adicionais, tem melhores índices do que as que estão em segmentos inferiores.

1.4 Justificativa

Segundo Nakayasu (2006) quando uma empresa adota melhores práticas de Governança Corporativa, ocorre, internamente, uma grande mudança na forma como ela é gerenciada, pois os processos têm que se adaptar à nova forma de tratar os acionistas, as novas exigências de transparência e os administradores têm novas responsabilidades; isso faz a empresa investir na sua governança, e, espera-se uma maior credibilidade com os diversos *stakeholders*, principalmente com fornecedores de recursos financeiros.

Ainda segundo Nakayasu (2006), essas melhores práticas, no Brasil, referem-se aos segmentos diferenciados de Governança Corporativa, e segundo o mesmo autor, está havendo um interesse, por parte das empresas, pela migração para esses segmentos, como forma de mostrar ao mercado sua preocupação com uma boa administração. Silveira (2004) também afirma que a importância do estudo nesse tema refere-se ao fato de que contribui para o um mais fácil acesso a financiamentos, reduzindo assim custos de capital.

A partir desse raciocínio, faz-se interessante o estudo de como a empresa é beneficiada por investir recursos, muitas vezes financeiros, para adaptar-se a essas novas exigências. Um benefício esperado é relativo a melhora do seu desempenho, que sob a ótica econômico-financeira, pode ser demonstrada em índices que, em conjunto, possam traduzir sua situação atual e futura.

No Brasil, os estudos acerca desse tema ainda se mostram inconsistentes em apontar um direcionamento de como o investimento em Governança Corporativa pode se traduzir em valor para a empresa, muitos autores tentam encontrar a métrica de como essa relação é dada, Silveira (2004) em seus estudos não encontrou uma influência significativa entre a qualidade da governança e o desempenho, evidenciando, então, a necessidade que área tem de estudos para desenvolver uma teoria mais robusta sobre Governança Corporativa, a fim de que as relações sejam representadas por meio de equações estruturais.

Dada a importância do tema, torna-se fundamental o aprofundamento nas pesquisas que objetivam quantificar e especificar os benefícios que a governança corporativa traz para as empresas, estudos esses que interessam tanto para o mercado, para assim poder traçar novas

estratégias, quanto para o meio acadêmico, para que seja fomentado o debate de como o valor está sendo gerado.

1.5 Estrutura do trabalho

Este trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção apresenta o referencial teórico da pesquisa, discutindo os temas: governança corporativa, teoria da agência, indicadores econômico-financeiros e propondo as hipóteses. A terceira seção contempla a metodologia que é composta pela classificação da pesquisa, amostragem, coleta de dados e tratamento estatístico. A quarta seção apresenta e discute os resultados encontrados. Por fim, a pesquisa traz as considerações finais do trabalho.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, SITUAÇÃO FINANCEIRA E HIPÓTESE

Esta seção tem como objetivo servir de base teórica para o presente estudo, na medida em que apresenta uma revisão sobre conceitos e teorias dos principais temas que se revelaram relevantes para a governança corporativa. Inicialmente, mostra-se as teorias da agência e da sinalização que embasaram o surgimento e a importância da governança corporativa, em seguida é explorada a análise financeira e são expostos os índices utilizados como medidores de desempenho utilizados no presente estudo. Logo após são apresentadas pesquisas anteriores sobre o referido assunto. E, por fim, são propostas as hipóteses de pesquisa.

2.1 Teoria da Agência

Segundo Klann e Beuren (2011) o modelo de firma que a Teoria Econômica Clássica define foi rompido quando surgiu a Teoria da Agência, pois aquela propunha que a firma era formada por apenas um sócio, que também era o gestor, e essa considera que existe uma relação entre um principal (acionista) e um agente (administrador).

Teoria da Agência ou relacionamento de agência, para Jensen e Meckling (1976), é "um contrato onde uma ou mais pessoas, o principal, engajam outra pessoa, o agente, para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente".

De acordo com Mendes (2001), a Teoria da Agência analisa os conflitos e custos resultantes da separação entre propriedade e controle de capital. Para Hendriksen e Breda (1999), a Teoria da Agência, que é um modelo de tomada de decisão para mais de um indivíduo, está baseada em um modelo normativo envolvendo a teoria da utilidade. Nesse modelo, que tem como personagens o agente e o principal, o primeiro cumpre certas tarefas para o segundo, que se compromete a remunerá-lo.

Conforme Zeckhauser e Pratt (1985) o relacionamento de agência vai surgir sempre que algum indivíduo depender da ação de outro. Isso ocorre porque cada parte envolvida na relação tem objetivos e propensões a riscos diferentes, o principal por poder tomar diversas decisões, apresenta-se neutro ao risco e o agente, por estar ligado ao principal, mostra-se adverso ao risco, desta forma, o bem-estar do principal nem sempre é alcançado (SATO, 2007; WILLIANSO, 1963; WISEMAN E GOMEZ-MEJIA, 1998; WRIGHT ET AL., 1996).

De acordo com Lopes e Martins (2005) quando se deu a separação entre propriedade e gestão surgiram os conflitos de interesse, sendo esses não apenas entre acionistas e administradores, mas ocorrendo também entre administradores de diferentes níveis.

Como o comportamento de uma pessoa está baseado em suas escolhas e finalidades, não é possível que alguém potencialize a função de outro. Os interesses do administrador da propriedade nem sempre estão ajustados com os do titular e há o risco de o agente agir de acordo com os seus interesses, nisso surge os conflitos de agência. (HATCH, 1997; IBGC, 2016; JENSEN E MECKLING, 1976)

Conforme Weston e Brigham (2004), os principais conflitos de agência são:

a) entre os acionistas e os administradores: os interesses dos administradores devem estar em harmonia com os interesses dos acionistas, mas, frequentemente, tais interesses são divergentes;

b) entre os acionistas majoritários e os minoritários: conflito em que existe a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários frente aos majoritários, devido ao seu poder de influência sobre o agente que administra a firma.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o principal pode limitar as divergências que ache necessário para que o agente não cometa irregularidades, estabelecendo incentivos para o agente e incorrendo em custos de monitoramento para o principal, custos esses destinados a controlar a atividade do agente, sendo chamados de Custos de Agência.

Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são custos reais dos contratos e da capacidade das pessoas em cumprir tais contratos, de acordo com a natureza da transação entre as partes e pela criação de incentivo do cumprimento dos mesmos, sendo, tais custos, a soma de:

a) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;

b) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;

c) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;

d) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Siffert Filho (1996) afirma que na Teoria da Agência existe uma relação na qual observa-se três fatores. O primeiro é que o agente controla os ativos da organização e utiliza-os de forma diversa, podendo assim ter vários comportamentos. O segundo é que a atuação do agente não afeta somente a ele próprio, mas também o principal, como na valorização de ações. E por último surge uma assimetria de informações nessa relação, tendo em vista que o principal não presencia e analisa todas ações que o agente toma.

Para Hendriksen e Breda (1999), os problemas de agência, base dos conflitos de agência, são causados por informações incompletas, ou seja, assimetria da informação. Essa é uma situação em que nem todos os estados são conhecidos por ambas as partes e, sendo assim, decisões são tomadas sem que certas consequências sejam consideradas.

Segundo Meyer, Milgrom e Roberts (1992), a assimetria informacional é definida como uma situação na qual uma das partes da transação não está ciente de toda a informação relevante para averiguar se os termos do contrato são aceitáveis e vantajosos. Assim, transações unilateralmente vantajosas podem ocorrer, gerando custos elevados e afetando uma das partes. E como a profundidade e o tipo de informação que o agente repassa ao principal é controlado por ele, essa assimetria pode se tornar ainda mais acentuada. (ZECKHAUSER E PRATT, 1985).

Conforme Zeckhauser e Pratt (1985) não existiriam problemas de agência se as informações transcorressem a custo zero, pois ninguém dependeria de outros. Mas essa informação completa provavelmente estaria a livre disposição de todos, sendo mais oportuno estruturar um acordo para que o agente aja de acordo com os interesses do principal mesmo sem ele estar presente.

2.2 A Governança Corporativa

A Governança Corporativa, de acordo com o World Bank (1992), é compreendida como o modo pelo qual os recursos são administrados visando o desenvolvimento; são regras aptas a regular conflitos, como também garantir o cumprimento de uma boa administração. Para uma boa governança existem quatro dimensões-chave: melhorar a prestação de serviços sociais, estabelecer uma base legal, ampliar a transparência e a *accountability* (WORLD BANK, 1992).

Para Andrade e Rossetti (2014) existem várias definições ligadas ao termo governança corporativa, mas, segundo os autores, as que mais interessam aos objetivos da alta gestão podem ser divididas em quatro grupos, observando a governança corporativa como guardiã de direitos, sistema de relações, estrutura de poder e sistema normativo.

A governança corporativa, de acordo com Coimbra (2011), como sendo uma guardiã de direitos das partes relacionadas a empresa, parte do problema de agência, e surge, então, para minimizar os conflitos e assegurar os direitos a cada um dos envolvidos.

De acordo com Monks e Minow (2011) a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de regulamentos que visam assegurar direitos, quais sejam, os relativos à proteção dos acionistas; à disponibilização de todas as informações para que os acionistas consigam compreender o que ocorre na empresa, assim como para qualquer outro

interessado e assegurar uma maior interação entre as partes que compõem a empresa, acionistas, conselho de administração e direção executiva.

Segundo Blair (1999) a governança corporativa é um meio que as empresas utilizam para ajustar os interesses da alta administração e dos acionistas, protegendo assim os seus direitos. Seguindo esse mesmo raciocínio Bettarello (2008) afirma que a governança corporativa, observada de uma forma mais avançada, vai além de tentar resolver o problema do binômio acionistas-gestores, considerando, assim, o interesse de todos os *stakeholders*.

Do ponto de vista de um sistema de relações o IBGC (2016) afirma que a governança corporativa abrange todos os *stakeholders*, diretoria, sócios, conselho de administração, órgãos de fiscalização e qualquer outro interessado, sendo assim, um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa pode ser caracterizada como um sistema de relações entre a alta direção, os acionistas e todas as outras partes relacionadas, estabelecendo também limitações, para asseverar que os recursos investidos na empresa sejam preservados, corretamente alocados e obtido um retorno seguro.

Observada como estrutura de poder, a governança corporativa, de acordo com Coimbra (2011), representa a forma de controle interno das empresas, atribuindo a cada uma das partes integrantes das organizações, suas respectivas atribuições, atividades e poderes. Silva (2006), seguindo o mesmo posicionamento, afirma que a governança corporativa é um meio pelo qual os poderes e órgãos são definidos e estruturados internamente na empresa. Segundo Babic (2003) a estrutura de poder envolve processos de tomadas de decisão e exercício da liderança dentro das empresas.

Já sob a ótica de um sistema normativo, a governança corporativa, segundo Bettarello (2008), é um conjunto de leis e normas, um sistema normativo formado por variáveis internas e externas. Para Monks e Minow (2011) esse sistema normativo visa regular os direitos não só dos acionistas, mas como de todos os *stakeholders*.

A governança corporativa, segundo Gallon e Beuren (2007), Iyengar, Land e Zampelli (2010) e Niu (2006), é um novo modo de organização das relações entre as empresas e o mercado financeiro, baseando-se na transparência contábil das empresas e no respeito dos direitos dos acionistas. A transparência contábil, conforme Bianchini, Wachholz e Moreira (2007), Berthelot, Morris e Morrill (2010), Bushman e Smith (2001) e Lee e Lin (2010), no processo de governança, é fundamental, pois reduz a assimetria informacional entre investidores e agentes envolvidos no conflito de agência.

De acordo com Ribeiro Neto e Famá (2002) a governança corporativa objetiva minimizar os problemas causados pela assimetria informacional, tornando todas as partes envolvidas de igual importância, diminuindo assim também os conflitos de agência.

Andrade e Rossetti (2014) elencam dois pontos fundamentais para o desenvolvimento da governança corporativa, citando as problemáticas envolvidas e as melhorias apresentadas com a sua adesão. O primeiro é o relacionamento acionistas-corporações, que, segundo os autores, tem como condições conflituosas o acesso privilegiado de alguns a certas informações; a expropriação dos acionistas minoritários, assim também como a sua baixa participação em processos decisórios e falhas gerais nos estatutos, nesse cenário, a governança corporativa proporciona uma maior transparência, os acionistas minoritários têm mais participação e há um maior rigor no cumprimento dos estatutos. O segundo ponto são os conflitos de agência em relação a direção executiva, que os autores identificam como problemas os benefícios questionáveis recebidos pela direção, as estratégias adotadas pelos gestores que por serem defensivas não trazem o retorno esperado pelos acionistas e a manipulação de resultados contábeis; os benefícios da governança corporativa apontados, consistem em uma gestão de resultados que alinhe os benefícios a curto prazo esperados pelos acionistas e não coloque em risco a continuidade da empresa, adotando estratégias mais agressivas e arrojadas que gerem valor, e uma maior transparência na demonstração dos resultados.

Segundo Ferreira (2012), os estudos sobre governança corporativa abrangem diversos aspectos da empresa como controle, conflitos de interesse e desempenho financeiro; e avançaram mundialmente tendo como impulsionador os escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos, envolvendo grandes empresas como a Enron e a WorldCom, na década de 1990. Tais acontecimentos, segundo o mesmo autor, levaram a um apelo por mais transparência nas companhias, reabrindo discussões sobre a efetividade dos modelos de controle e gestão existentes, propiciando, assim, em 2002, a criação da Lei Sarbanes-Oxley.

Segundo Ross et. al. (2012), a lei Sarbanes-Oxley veio como resposta aos escândalos corporativos, envolvendo grandes empresas, ocorridos nos Estados Unidos na década de 1990 e tem a finalidade de proteger os investidores dos abusos corporativos. Ferreira (2012) afirma que essa lei foi um marco, por influenciar não só as empresas estadunidenses como também empresas do mundo que operassem no seu mercado de valores mobiliários, trazendo mais transparência e maior confiabilidade nos resultados.

A lei Sarbanes-Oxley, segundo Ross et. al. (2012), embora seja norte-americana, específica para empresas listadas na sua bolsa, acabou afetando mundialmente a forma como as empresas divulgam informações, pois criou um sistema de transparência e fiscalização muito

detalhado, podendo ser adaptado e aplicado em vários países, e no caso do Brasil, já haviam muitas empresas que negociavam suas ações na Nyse, então eram obrigadas a adotar o padrão SOX de divulgação.

Ross et. al. (2012) listam uma série de medidas que a lei Sarbanes-Oxley implantou nos Estados Unidos e que mais tarde tornou-se modelo para outros países, tais como: a exigência de que os relatórios anuais contenham uma avaliação de controle internos e dos relatórios financeiros, sendo posteriormente analisados por um auditor; a confirmação dos executivos que as demonstrações da empresa não contêm irregularidades e a listagem das deficiências apresentadas nos controles internos, com o objetivo de responsabilizar a administração pela exatidão das informações divulgadas.

De acordo com Nakayasu (2006), casos como o ocorrido nos Estados Unidos, comprovam que informações distorcidas e irregularidades dos gestores com o objetivo de mascarar sua situação, fingindo uma boa saúde financeira, podem comprometer o julgamento de investidores, fazendo com que os mesmos não enxerguem a realidade a longo prazo e até não recuperem seus investimentos, favorecendo a expropriação de riqueza.

Assim quando as boas práticas de governança corporativa são utilizadas, tendem a se diminuir os custos de agência, a assimetria informacional e a expropriação de riqueza, pois a empresa passa a contar com accountability e os investidores, por meio do aumento do nível das informações prestadas, passam ter mais confiança. (NAKAYASU, 2006).

Sendo assim, vários estudiosos passaram a analisar as contribuições que boas práticas de governança corporativa geram para as empresas. De acordo com La Rocca (2007) e Correia, Amaral e Louvet (2011), melhores padrões de Governança Corporativa contribuem para o aumento da confiabilidade da empresa diante do mercado de capitais, proporcionando mais confiança e segurança para os investidores. Já segundo o IFC (2007), a boa Governança Corporativa contribui para o desenvolvimento econômico sustentável, melhorando o desempenho das empresas e proporcionando maior acesso a fontes externas de capital.

2.2.1 A governança corporativa no mundo

De acordo com Silveira (2002), o sistema de governança corporativa depende do ambiente em que as empresas estão inseridas. O Estado, é responsável por moldar o mercado de capitais local por meio dos sistemas financeiro e legal, determinando qual será o grau de proteção aos acionistas. Diante disso, os países diferem bastante nos seus sistemas de governança corporativa, decorrendo das suas condições históricas e culturais (ANDRADE E

ROSSETTI, 2004; SILVEIRA, 2002). Diante disso, torna-se interessante verificar as principais características dos modelos de governança corporativa no mundo, para assim, poder apontar suas semelhanças e diferenças.

2.2.1.1 A Governança Corporativa nos países Anglo-Saxões

Andrade e Rossetti (2014) apresentam as principais características do modelo de governança corporativa adotado nos países anglo-saxões divididos em dez pontos, quais sejam financiamento predominante, propriedade e controle acionário, propriedade e gestão, conflitos de agência, proteção legal a minoritários, conselho de administração, liquidez da participação acionária, forças de controle mais atuantes, governança corporativa e abrangência dos modelos de governança corporativa.

a) o financiamento predominante neste modelo é orientado pelo mercado, sendo a principal fonte de recursos o mercado de capitais.

b) a propriedade e controle acionário são apresentados como uma estrutura pulverizada, decorrente do tipo do financiamento adotado e pelos processos sucessórios. Os autores destacam que se observadas as maiores empresas listadas nas bolsas dos países anglo-saxões, não será encontrado um acionista com mais de 10% do capital.

c) a propriedade e gestão são dissociadas, os autores ressaltam que a governança corporativa surgiu para atenuar os problemas de expropriação de acionistas minoritários, que eram característicos desses países, levando assim a essa separação.

d) o conflito de agência predominante é o problema principal-agente, e os custos de agência são elevados.

e) a proteção legal a minoritários é forte, devido à alta regulação dos mercados, os autores destacam que o *tag along*, conselhos de administração independentes e maior transparência tornaram-se princípios desse modelo.

f) o conselho de administração é a principal forma de controle interno das empresas com uma grande presença de *outsiders*.

g) as ações têm alta liquidez, mas precificações sensíveis.

h) tem uma forte participação tanto de agentes internos como externos. Existem várias leis reguladoras, como a Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos e o *Combined Code*, no Reino Unido. Há também um grande ativismo dos investidores e forte atuação de conselhos corporativos e auditoria.

i) a governança corporativa traz o pioneirismo dos códigos de governança corporativa.

j) a abrangência dos modelos de governança corporativa é pequena, prevalece orientações *shareholders*, mas tenta-se alinhar os interesses dos acionistas com os dos diversos stakeholders.

2.2.1.2 A Governança Corporativa na Alemanha

Andrade e Rossetti (2014) apresentam as principais características do modelo de governança corporativa alemão divididos em dez pontos, quais sejam financiamento predominante, propriedade e controle acionário, propriedade e gestão, conflitos de agência, proteção legal a minoritários, conselho de administração, liquidez da participação acionária, forças de controle mais atuantes, governança corporativa e abrangência dos modelos de governança corporativa.

a) a principal fonte de recursos é o crédito bancário, o mercado de capitais fica em segundo plano com atuação reduzida.

b) a propriedade e controle acionário é marcada por uma estrutura concentrada. Os autores destacam que esse controle é dado pelos bancos e grandes acionistas.

c) a propriedade e gestão são sobrepostas, os bancos controlam tanto credores como acionistas.

d) o conflito de agência predominante é o problema principal-principal, onde ocorre a expropriação dos acionistas minoritários.

e) a proteção legal a minoritários é fraca, o acionista minoritário não é visto com destaque, mas há uma preocupação para aumentar essa proteção.

f) o conselho de administração em empresas com mais de 2000 empregados é composto de duas partes, a de administração, que é responsável por decisões estratégicas e a de supervisão, onde fazem parte os empregados e acionistas menores.

g) a liquidez da participação acionária é baixa, há poucas ações em circulação, prevalece modelos de propriedade fechados.

h) a força de controle mais atuante é o controle interno, derivados de interesses representados nos órgãos colegiados.

i) a governança corporativa foi estabelecida em bases culturais. A adesão ao código alemão de governança corporativa não é obrigatório, fazendo com que poucas empresas o adote.

j) a abrangência dos modelos de governança corporativa é a *stakeholders oriented*, onde busca-se o equilíbrio de interesses.

2.2.1.3 A Governança Corporativa no Japão

Andrade e Rossetti (2014) apresentam as principais características do modelo de governança corporativa japonês divididos em dez pontos, quais sejam financiamento predominante, propriedade e controle acionário, propriedade e gestão, conflitos de agência, proteção legal a minoritários, conselho de administração, liquidez da participação acionária, forças de controle mais atuantes, governança corporativa e abrangência dos modelos de governança corporativa.

a) o financiamento predominante, assim como no modelo alemão, tem os bancos como principais financiadores.

b) a propriedade e controle acionário são caracterizados por uma estrutura concentrada, mas conforme destacam os autores, é um tipo diferenciado de concentração, chamado de “*keiretsu* horizontalmente integrado”, onde há uma posse cruzada de ações, várias empresas detêm uma parcela das demais, que não pode ultrapassar 90% do capital.

c) a propriedade e gestão são sobrepostas, o consenso é o traço mais marcante da gestão e o principal custo é o decorrente da lentidão das decisões

d) os conflitos de agência são raros, pois a forma como o *keiretsu* é organizado faz com que haja uma mobilização das partes para que os objetivos dos diversos *stakeholders* seja atingido.

e) a proteção legal a minoritários existente nesse modelo, conforme os autores, é a de relações de longo prazo. O controle cruzado favorece os acionistas minoritários e a gestão age para que todos os interesses sejam atingidos.

f) há um único conselho de administração, composto somente por *insiders* e numeroso, os autores destacam que é comum conselhos com 20 membros, mas que a tendência é diminuir e inserir auditores externos.

g) a liquidez da participação acionária é baixa, pois o modelo de propriedade cruzada junto com o financiamento por meio de bancos compete com o mercado de capitais.

h) a força de controle mais atuante é o controle interno, com grande influência dos bancos; já no controle externo os autores destacam os mercados competitivos do setor de negócios.

i) segundo os autores, o sistema de governança corporativa japonês tem forte propensão a mudar sua forma de organização para um sistema legal com uma proteção maior aos acionistas minoritários.

j) são pioneiros no modelo *stakeholders oriented*, um modelo que busca atender aos diversos interesses dos envolvidos.

2.2.1.4 A Governança Corporativa nos países Latino-Americanos

Andrade e Rossetti (2014) apresentam as principais características do modelo de governança corporativa adotado nos países latino-americanos divididos em dez pontos, quais sejam financiamento predominante, propriedade e controle acionário, propriedade e gestão, conflitos de agência, proteção legal a minoritários, conselho de administração, liquidez da participação acionária, forças de controle mais atuantes, governança corporativa e abrangência dos modelos de governança corporativa.

a) predomina a alavancagem por exigíveis, o mercado de capitais é inexpressível e a quantidade de companhias abertas é baixa.

b) a propriedade e controle acionário é caracterizada por uma estrutura concentrada, segundo os autores, em média, os três maiores acionistas detêm mais de 70% do controle das empresas.

c) em relação a propriedade e gestão, os acionistas majoritários exercem a gestão. O controle privado está em grupos familiares ou consórcios, é comum também, segundo os autores, as participações cruzadas.

d) o conflito de agência predominante é o problema principal-principal, o conflito entre acionistas majoritários e minoritários e é comum existir grande percentual de ações sem voto.

e) a proteção legal a minoritários é fraca, devido à alta proporção de ações sem voto, o que acaba deixando os acionistas minoritários sem representação nos conselhos de administração e assembleias gerais.

f) o conselho de administração, em geral, é composto por membros com vínculos familiares ou por relação de negócios, que segundo os autores, acarretam em conselhos poucos atuantes e com uma função mais consultiva.

g) as ações têm baixa liquidez. Os valores negociados são bem inferiores ao total de emissões, bem distantes dos valores globais.

h) a força de controle mais atuante é o controle interno, mas, segundo os autores, novas leis estão surgindo e alterando o ambiente regulatório.

i) a governança corporativa ainda está em um estágio inicial, mas de acordo com os autores, está avançando com mais agilidade nos últimos anos, com a criação de institutos para aprimorar a prática da governança corporativa e com a instituição de códigos.

j) a abrangência dos modelos de governança corporativa é caracterizada pela predominância dos interesses dos acionistas, mas, segundo apontam os autores, o aumento do capital estrangeiro tem proporcionado o interesse de vários outros interessados, tem evoluído o modelo *stakeholders oriented*.

2.2.2 A Governança Corporativa no Brasil

De acordo com o Audit Committee Institute (2007), o panorama brasileiro é caracterizado por instabilidade econômica e política; mudanças na taxa de juros, leis trabalhistas e impostos; volatilidade do câmbio, do mercado de capitais e dos preços das commodities; desvalorização da moeda e falta de liquidez. Na década de 1970, época em que predominava empresas familiares, foram editadas importantes leis para incentivar o mercado, como a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976, que regulavam as sociedades anônimas e o mercado de valores mobiliários, respectivamente. (CARVALHO, 2003)

Segundo Ferreira (2012), os estudos na área de governança corporativa cresceram a partir da década de 1990, quando o cenário foi marcado por privatizações, fusões e aquisições de grandes organizações no Brasil e no mundo. Tais acontecimentos começaram a alterar a configuração societária das empresas, que até então era marcada pelo controle familiar, atingindo diversos setores econômicos, o que acarretou a necessidade de novas formas de governança corporativa, e, conseqüentemente, em mudanças na legislação, para deixar as relações entre a empresa e seus *stakeholders* mais transparentes (CATAPAN, 2012; FERREIRA, 2012).

A governança corporativa no Brasil, segundo Souza (2005) é uma resposta à necessidade de captação de recursos, pois com as mudanças ocorridas na década de 1990 no cenário dos mercados mundiais, os investidores de países desenvolvidos passaram a cobrar a modernização do sistema brasileiro, ela foi, em grande parte, uma iniciativa do próprio mercado.

Azevedo (2000) afirma que a implementação das práticas de governança corporativa não é algo de fácil execução e, no cenário brasileiro, onde há predominância do

controle familiar, a reduzida pulverização do capital em bolsa e o baixo percentual de acionistas com direito a voto, tende a ser ainda mais complexa. Segundo a autora, estas características favorecem um ambiente adverso à governança corporativa, abrindo espaço para o desequilíbrio entre os interesses dos acionistas controladores e dos minoritários.

Confirmando esse entendimento, pesquisas realizadas pelo IBGC (2001) e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), traçaram um perfil das empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características principais:

- a) empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores, alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- b) presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- c) estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- d) alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores.

Visando desenvolver e aperfeiçoar a governança corporativa no Brasil, foi criado em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), organização sem fins lucrativos que promove palestras, fóruns, conferências, treinamentos e *networking* entre profissionais, além de produzir publicações e pesquisas. Tal instituição realiza também um programa de certificação para conselheiros de administração e conselheiros fiscais (IBGC, 2016).

De acordo com Nakayasu (2006), o IBGC fornece uma série de procedimentos que as empresas devem adotar para serem melhores geridas. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) também recomenda que sejam observadas as instruções do código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, que na sua edição de 2015 trata dos sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e conduta e conflito de interesses (IBGC, 2016; NAKAYASU, 2006).

Conforme Andrade e Rosseti (2014) existem quatro valores fundamentais da governança corporativa: *fairness* (equidade), *disclosure* (transparência), *accountability* (prestação de contas) e *compliance* (observância das normas). Corroborando isso, o IBGC (2016) lista os princípios básicos da governança corporativa, são eles:

- a) *transparência*: representa a disponibilização de informações a todos os interessados, não apenas as que são exigidas em lei e também não só as relacionadas ao desempenho econômico-financeiro, mas todas as que norteiam a ação gerencial.

b) equidade: tratamento igualitário a todos os stakeholders, levando em consideração seus direitos e deveres assim como também seus interesses e expectativas.

c) prestação de contas: sua atuação deve ser justificada de modo claro, compreensível e tempestivo, apoiadas pelas melhores práticas de auditoria e contábeis, assumindo a consequência dos seus atos.

d) responsabilidade corporativa: os agentes devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, levando em conta seus diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

2.2.3 Melhores práticas de governança corporativa

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), instituiu, em 2000, três segmentos de negociação de ações para empresas que, voluntariamente, adotarem melhores práticas de governança corporativa, adicionais às exigidas em lei. Tais segmentos são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Aderindo a esses segmentos, as empresas passam a seguir regras e políticas de divulgação de informações semelhantes aos mercados mais desenvolvidos do mundo (FERREIRA et al., 2007; SANTANA, 2008).

De acordo com Nakayasu (2006), algumas empresas que já negociavam suas ações no mercado norte-americano, por se exigir delas um maior nível de *disclosure* quando comparado ao brasileiro, fez com que empresas com ADR (*American Depositary Receipts*) de níveis 2 e 3, já adotassem melhores práticas de governança. Entretanto, a implantação dos níveis diferenciados no Brasil, proporcionou detectar em qual nível de transparência as empresas encontravam-se, verificando em qual segmento elas se encontravam (NAKAYASU, 2006).

Segundo Barreto (2003), após o surgimento dos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil, as empresas que não fazem parte deles passam a ser vistas pelos investidores como caixas pretas, já que não obedecem a uma política de transparência de gestão e divulgação de informações contábeis.

2.2.3.1 Nível 1

É caracterizado por regras mais brandas de governança corporativa, mas adotando práticas que favoreçam a transparência e o acesso a informação (BOVESPA, 2016).

Suas principais características, segundo a Bovespa (2016), são permitir a existência de ações ON e PN (conforme legislação), o percentual Mínimo de ações em Circulação (free

float) é de 25%, as distribuições públicas de ações são esforços de dispersão acionária, o Conselho de Administração é composto por um mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos, existe a vedação à acumulação de cargos para o Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão), as demonstrações financeiras são conforme legislação, a reunião pública anual e o calendário de eventos corporativos são obrigatórios, a Concessão de Tag Along é de 80% para ações ON (conforme legislação) e a Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado é facultativa.

2.2.3.2 Nível 2

As regras são mais amplas se comparadas ao Nível 1 nas práticas de governança corporativa e no direito aos acionistas (BOVESPA, 2016).

Suas principais características, segundo a Bovespa (2016), são permitir a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais), o percentual Mínimo de ações em Circulação (free float) é de 25%, as distribuições públicas de ações são esforços de dispersão acionária, há limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas", o Conselho de Administração é composto por um mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos, existe a vedação à acumulação de cargos para o Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão), o Conselho de Administração é obrigado a se manifestar sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia, as demonstrações financeiras devem ser traduzidas para o inglês, a reunião pública anual e o calendário de eventos corporativos são obrigatórios, a Concessão de Tag Along é de 100% para ações ON e PN e a Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado é obrigatória.

2.2.3.3 Novo Mercado

O Novo Mercado é o segmento com as maiores exigências de transparência e direitos aos acionistas, quando comparado aos Níveis 1 e 2.

Suas principais características, segundo a Bovespa (2016), são permitir a existência somente de ações ON, o percentual Mínimo de ações em Circulação (free float) é de 25%, as distribuições públicas de ações são esforços de dispersão acionária, há limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas", o Conselho de Administração é composto por um mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes

com mandato unificado de até 2 anos, existe a vedação à acumulação de cargos para o Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão), o Conselho de Administração é obrigado a se manifestar sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia, as demonstrações financeiras devem ser traduzidas para o inglês, a reunião pública anual e o calendário de eventos corporativos são obrigatórios, a Concessão de Tag Along é de 100% para ações ON e a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado é obrigatória.

2.3 Índices financeiros

De acordo com Drucker (2004) o objetivo das empresas é a geração de riquezas e para analisar os resultados dos investimentos, se os mesmos estão de acordo com o seu objetivo, de agregar valor, é necessário medir seu desempenho e identificar fatores que possam afetá-lo negativamente para que sejam tomadas as ações necessárias. Para Chiavenato (2014, p. 100), “o que não se pode medir não se pode administrar”.

Segundo Chiavenato (2014), uma das formas pela qual a gestão financeira da empresa pode executar o planejamento e o controle financeiro é por meio da utilização de índices. Segundo Brito e Assaf Neto (2008) e Assaf Neto (2012), os indicadores econômico-financeiros das empresas tem como objetivo mostrar se a aplicação e a execução do planejamento da empresa está contribuindo para a melhoria dos resultados, tais indicadores são de extrema relevância para o processo decisório, desde que estejam em conformidade com as diretrizes da empresa. Os indicadores ainda têm um papel essencial tendo em vista que asseguram a determinação de objetivos e suas consequências, pois auxiliam na verificação do desempenho e fixação de um novo período de planejamento. (TAKASHINA E FLORES, 1996).

Indicadores são o quociente de duas medidas, operações matemáticas realizadas a partir das demonstrações financeiras de uma empresa, que obtêm números que auxiliam no processo de entendimento da sua situação, evidenciando determinado aspecto, seja financeira, patrimonial ou de rentabilidade (MARION, 2010; MATARAZZO, 2010; PADOVEZE, 2010).

De acordo com Chiavenato (2014), a utilização de índices torna-se ainda mais interessante por permitir que eles sejam comparados com os de outras empresas do mesmo segmento ou tamanho. Antonik e Müller (2016), enfatizam o fato de a comparação ser realizada entre empresas do mesmo segmento, pois se isso não for observado, pode-se desconsiderar o tamanho, o mercado e as regulamentações em que cada empresa está submetida.

Iudicibus (2008) acredita que a avaliação do desempenho financeiro de uma empresa por meio de índices tem sua importância pautada no fato de que permite ao analista verificar os erros passados e corrigi-los para o futuro. De acordo com Matarazzo (2010), o interesse nos índices e quais devem ser analisados depende do interesse de cada usuário, um fornecedor que deseja vender mercadorias para a empresa considerará um pequeno número de índices, já uma empresa que busca adquirir ou fundir seus negócios requererá um grande número de índices para sua análise.

A análise das demonstrações financeiras pode ser dividida em duas, verificar sua situação econômica por meio dos índices de rentabilidade e a sua situação financeira pelos índices de estrutura e liquidez, que a princípio devem ser analisadas separadamente, mas, após concluídas, sua análise deve ser conjunta (MATARAZZO, 2010).

2.3.1 Indicadores de liquidez

Os índices de liquidez têm por finalidade indicar a situação financeira da empresa, quanto maior o índice, mais a empresa tem condições de solver suas dívidas na data do vencimento (CHIAVENATO, 2014; WERNKE, 2008).

De acordo com Wernke (2008), os indicadores de liquidez são os mais utilizados por bancos para avaliar as empresas que estão solicitando concessão ou ampliação dos limites de crédito; mas também podem ser utilizados internamente pelo gestor financeiro para analisar o capital de giro da empresa. Ainda segundo o mesmo autor, é recomendável analisar os índices de liquidez da empresa com o de anos anteriores, mas essas medidas são melhores interpretadas se analisadas com o de outras empresas do mesmo segmento, por evidenciar a performance de peculiaridades mercadológicas adotadas por cada uma, como políticas de crédito.

Uma administração de liquidez satisfatória, possibilita a empresa cumprir com suas obrigações mantendo uma adequada rentabilidade, já uma liquidez baixa pode indicar problemas de fluxo de caixa e insolvência (GITMAN, 2010).

O grupo dos índices de liquidez é subdividido em: liquidez geral, corrente, imediata e seca, que são definidas na Tabela 2 e explicadas nos tópicos a seguir.

Tabela 1 - Índices de liquidez: fórmulas

Índice	Fórmula
Liquidez Corrente	$\frac{\textit{AtivoCirculante}}{\textit{PassivoCirculante}}$

Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades} + \text{Aplicações Temporárias}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$

Fonte: Adaptado de Chiavenato (2014) e Matarazzo (2010).

2.3.1.1 Liquidez corrente

De acordo com Chiavenato (2014), o índice de liquidez corrente é o mais utilizado para avaliar a capacidade de pagamento no dia do vencimento de uma empresa, é um indicador que confronta ativos e passivos de curto prazo. De acordo com Wernke (2008), esse índice está diretamente ligado ao conceito de capital de giro, pois se a empresa apresentar ILC menor que 1 indica um capital de giro nulo, se for maior do que 1 significa que a empresa possui capital de giro próprio, já se o índice for menor do que 1 o capital de giro é de terceiros.

Segundo Chiavenato (2014), em geral, aceita-se um valor igual a 2 como sendo bom, mas isso depende da empresa, pois para empresas públicas um valor igual a 1 é aceitável, já se for analisar empresas industriais esse mesmo valor não é tido como bom. Segundo Antonik e Müller (2016), os fluxos de caixa de empresas como companhias de energia elétrica, gás e petróleo, são constantes ou previsíveis, levando as mesmas a apresentarem ILC abaixo de 1 e não ser considerado ruim.

De acordo com Antonik e Müller (2016), a situação da liquidez das empresas deve ser observada sobre séries temporais e a análise desse índice é no sentido de quanto maior melhor, porém deve ser analisada com cautela, sempre observando o prazo de realização dos ativos e pagamentos dos passivos. Pois, segundo os mesmos autores, se a empresa apresentar um ILC igual a 2, porém a realização de seus ativos ocorrer bem depois do que o prazo para pagamentos dos passivos, mesmo apresentando um índice tão alto a empresa terá dificuldades para arcar com suas dívidas.

Chiavenato (2014), cita duas desvantagens desse índice. A primeira refere-se ao fato de ele não considerar que cada item do ativo circulante possui uma liquidez diferente. O segundo é por ele não considerar a velocidade com que essa liquidez dos ativos é dada e nem dos vencimentos dos passivos.

Matarazzo (2010) cita fatores que devem ser levados em conta ao analisar esse índice, como o fato de que é impossível vender todo o estoque de uma vez; é impossível receber

todas duplicatas instantaneamente; no decorrer do tempo a empresa arca com diversas despesas que alteram essa situação, como salários e em casos de liquidação os valores obtidos não serão os registrados contabilmente.

2.3.1.2 Liquidez seca

De acordo com Chiavenato (2014), o índice de liquidez seca procura resolver as falhas do índice de liquidez corrente, pois elimina os estoques, que são considerados os ativos menos líquidos e, em geral, antes de tornarem-se dinheiro são convertidos em contas a receber. Segundo Wernke (2008), o índice de liquidez seca mede a capacidade de pagamento com os recursos de maior liquidez, por excluir do seu cálculo os estoques, que não são conversíveis em dinheiro com tanta facilidade.

De acordo com Matarazzo (2010), o índice de liquidez seca mostra quanto a empresa apresenta de Ativo Líquido para cada \$ 1 de Passivo Circulante. Segundo Chiavenato (2014), o índice de liquidez seca deve ser maior do que 1, mas pode variar dependendo das atividades da empresa, e se a empresa apresentar estoques líquidos, esse índice ainda pode ser considerado um medidor global. De acordo com Antonik e Müller (2016), o cálculo desse índice ainda permite a empresa analisar sua dependência em relação a venda de seus estoques.

Já de acordo com Wernke (2008), algumas empresas apresentam facilidade em converter a maior parte dos seus estoques em dinheiro, sendo assim podem adaptar a fórmula e retirar apenas a parcela de difícil conversão, como produtos obsoletos e defeituosos.

Retirar os estoques dos cálculos da liquidez, segundo Antonik e Müller (2016), é importante pois eles sofrem com deterioração, obsolescência, desgastes no processo produtivo e incerteza quanto as vendas. Segundo Matarazzo (2010), os estoques compreendem um risco para se tornarem dinheiro pois dependem de um conjunto de fatores, como a conjuntura econômica, o mercado e a própria empresa.

Segundo Matarazzo (2010) um comparativo entre o ILS e o ILC mede a excelência da situação financeira da empresa. Se a empresa apresenta esses dois índices em valores altos, indica uma boa situação financeira. Se apresenta um baixo ILS, mas um alto ILC, a princípio sua situação financeira ainda é boa, pois pode indicar apenas que seus estoques não são vendáveis. Se apresenta um ILS alto, mas um ILC baixo, a princípio indica uma situação financeira insatisfatória, mas que pode ser compensada por sua boa saída de estoques. Já se a empresa apresenta ILC e ILS ruins é um indicador de situação financeira insatisfatória.

Chiavenato (2014), afirma que o ILS apresenta, em um grau bem menor, as mesmas críticas que o ILC, e quanto maior for a diferença entre esses dois índices, mais a empresa depende dos seus estoques para garantir sua solvência, o que não é recomendável, pois em uma situação de liquidação os estoques costumam ser negociados a valores bem inferiores do que os registrados.

2.3.1.3 Liquidez imediata

O índice de liquidez imediata, segundo Marion (2010), evidencia quanto à empresa possui de disponibilidades para saldar suas dívidas de curto prazo, contando apenas com recursos disponíveis em caixa ou bancos. De acordo com Chiavenato (2014), esse índice é um avanço na forma de se medir a liquidez das empresas, pois relaciona os valores que a empresa possui em dinheiro, ou conversíveis em dinheiro, com as obrigações de curto prazo, pois a liquidez dos demais componentes do ativo circulante nem sempre ocorre imediatamente.

Segundo Assaf Neto e Lima (2009), a análise desse índice é dada no sentido de quanto maior melhor. Tal quociente revela quanto a empresas possui em reais disponíveis para saldar cada real de dívida existente no passivo circulante.

Antonik e Müller (2016) apontam como crítica a esse índice o fato de relacionar as disponibilidades, que possuem giro imediato com o passivo circulante que compreende obrigações vencíveis até o término do exercício subsequente. Assaf Neto e Lima (2009) criticam esse índice pelo fato das empresas não manterem recursos monetários aplicados no disponível, sendo assim de pouca relevância.

2.3.1.4 Liquidez geral

De acordo com Antonik e Müller (2016), o índice de liquidez geral compara a capacidade do pagamento das obrigações no geral com seus ativos circulantes e valores de realizável a longo prazo. Esse índice é analisado em quanto maior melhor, e mostra o quanto a empresa possui de ativos circulantes e realizáveis de longo prazo para cada R\$ 1,00 de dívidas (MATARAZZO, 2010; WERNKE, 2008).

O índice de liquidez geral, de acordo com Wernke (2008), é o mais utilizado pelos credores para avaliar a capacidade financeira da empresa que solicita crédito para pagamentos de dívidas que ultrapassam um ano, como financiamentos de longo prazo. Ainda de acordo com o mesmo autor esse índice demonstra a capacidade de a empresa honrar suas dívidas de curto e longo prazo utilizando recursos do ativo circulante e realizável a longo prazo.

Segundo Antonik e Müller (2016), é interessante comparar o ILC com o ILG das empresas, pelo fato de revelar, considerando o fator temporal, se a empresa tem uma política financeira que a mantenha não só no curto prazo como também no longo. Como exemplifica os mesmos autores, se a empresa possui durante os anos bons ILC, mas ILG decedentes, pode indicar que a administração está sacrificando o futuro por um presente estável.

2.3.2 Indicadores de rentabilidade

Segundo Chiavenato (2014), os índices de rentabilidade, também chamados de índices de lucratividade ou retorno, tem o objetivo de medir quanto o capital investido na empresa está rendendo, quanto maiores mais o negócio está tendo retorno. Ainda segundo o mesmo autor, esses índices são, em geral, calculados sobre as receitas líquidas, indicam a relação entre o lucro e outro item tomado como referência.

Para Matarazzo (2010) esses índices atestam o grau de êxito econômico da empresa, por evidenciarem o quanto os investimentos renderam. De acordo com Marion (1998) esses índices retratam o desempenho da empresa por uma perspectiva econômica e não financeira. E exibem o lucro ganho na aplicação de seus ativos. (CHING, MARQUES E PRADO, 2010).

Conforme Chiavenato (2014), a importância de bons valores nos índices de rentabilidade, deve-se ao fato de estar diretamente relacionado a longevidade da empresa, pois baixos retornos afastam o capital externo e não atendem aos objetivos de credores e proprietários.

Dentre os índices de rentabilidade existentes, serão apresentados os seguintes: rentabilidade do ativo e sua variação, utilizando o Ebitda como denominador e rentabilidade do patrimônio líquido, sendo definidos pelas fórmulas apresentadas na Tabela 3.

Tabela 2 - Índices de rentabilidade: fórmulas.

Índice	Fórmula
ROA	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo}} \times 100$
ROA EBITDA	$\frac{\text{Ebitda}}{\text{Ativo}} \times 100$
ROE	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100$

Fonte: Adaptado de Chiavenato (2014)

2.3.2.1 ROA e ROA EBITDA

Segundo Matarazzo (2010), o ROA não representa uma medida de rentabilidade do capital, mas sim da capacidade da empresa em gerar lucro e assim poder capitalizar-se; a análise desse índice é dada no sentido de quanto maior, melhor. Para Assaf Neto (2010), o ROA revela quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 de investimento total, podendo ser utilizado como teste geral de desempenho.

O ROA demonstra a competência da administração em trazer um retorno para a empresa sobre o ativo, mostrando um gerenciamento adequado dos seus bens e verifica também o poder de ganho da empresa, identificando sua propensão a gerar lucros e, conseqüentemente, conseguindo capitalizar-se (CHING, MARQUES E PRADO, 2010; MEDEIROS, 1990).

De acordo com Antonik e Müller (2016), o EBITDA, também conhecido como LAJIDA (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), tem a função de demonstrar o desempenho da atividade exclusivamente operacional, pois é um lucro ajustado para esse fim.

Uma variação do ROA substitui o lucro líquido pelo EBITDA, valendo-se da mesma análise do ROA tradicional, mas sem levar em consideração os juros, as despesas financeiras, o imposto de renda e a contribuição social, a depreciação e a amortização. De acordo com Salotti (2005) a utilização do Ebitda é justificável pelo fato de nem todo fluxo de caixa ser definido como operacional.

2.3.2.2 ROE

De acordo com Antonik e Müller (2016), o ROE evidencia os lucros em detrimento dos investimentos realizados. Segundo Chiavenato (2014, p. 107), o ROE é um índice “que mede a remuneração obtida pelo investimento dos acionistas, que são os fornecedores do capital de risco”. Ainda segundo o mesmo autor esse índice é obtido pela comparação entre o lucro que realmente pertence aos acionistas e o investimento mantido na empresa por eles.

De acordo com Matarazzo (2010), a análise desse índice é dada no sentido de quanto maior, melhor e evidencia o quanto a empresa lucra para cada \$ 100 investidos em capital próprio. De acordo com Chiavenato (2014), quanto mais elevado o valor obtido por esse índice melhor para as empresas, e convém comparar o resultado obtido com o de anos anteriores e o de outras empresas do mesmo segmento. Assaf Neto e Lima (2009) sustentam que é interessante que as empresas apresentem um ROE pelo menos igual à taxa de oportunidade, tendo em vista que isso provoca acréscimos no valor de mercado de suas ações.

Segundo Matarazzo (2010), a simples análise do lucro líquido de uma empresa é insatisfatória para medir seu desempenho, por isso é necessário o comparar com o capital investido. Ainda segundo o mesmo autor, o ROE é interessante para os investidores, pois permite saber a taxa de rendimento do capital e comparar com outros rendimentos disponíveis no mercado, como letras de câmbio, ações e fundos de investimento.

2.3.3 Indicadores de endividamento

Os indicadores de endividamento revelam a estrutura das fontes passivas de recursos, o tipo de financiamento dos ativos e a proporção entre financiamentos com recursos próprios e de terceiros ocorridos, verificando sua capacidade de honrar suas dívidas de longo prazo. Também são responsáveis por mostrar as origens dos recursos da empresa, sua análise torna-se pertinente pelo fato de poder analisar se a empresa utiliza mais recursos próprios ou de terceiros (ASSAF NETO E LIMA, 2009; CHING, MARQUES E PRADO, 2010; BLATT, 2001).

Segundo Antonik e Müller (2016), os índices de endividamento revelam o quanto de capital de terceiros é utilizado pela companhia. Ainda segundo os mesmos autores, são medidas amplamente utilizadas por empresas que concedem crédito, tendo em vista que permite conhecer o endividamento e assim controlar o volume de crédito concedido, para não colocar em risco o nível de seus pagamentos.

Ainda de acordo com Antonik e Müller (2016), os fornecedores, em geral, se interessam pelos indicadores de endividamento de curto prazo, pois revela como está composto a sua dívida e se a empresa conseguirá pagar suas compras realizadas. Já os bancos, de acordo com os mesmos autores, se interessam pelos indicadores de longo prazo, pois procuram verificar a capacidade dos empréstimos e financiamentos.

Dentre os índices de endividamento existentes, serão apresentados os seguintes: endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo, índice de participação de terceiros e composição do endividamento, sendo definidos pelas fórmulas da Tabela 4.

Tabela 3 - Índices de endividamento: fórmulas

Índice	Fórmula
Endividamento de Curto Prazo	$\frac{\text{PassivoCirculante}}{\text{AtivoTotal}}$

Endividamento de Longo Prazo	$\frac{\text{PassivoN\~{a}oCirculante}}{\text{AtivoTotal}}$
Participação de Terceiros	$\frac{\text{PassivoTotal} - \text{Patrim\~{o}nioL\~{i}quido}}{\text{AtivoTotal}}$
Composição do Endividamento	$\frac{\text{PassivoCirculante}}{\text{CapitaldeTerceiros}} \times 100$

Fonte: Adaptado de Antonik e Müller (2016) e Matarazzo (2010)

2.3.3.1 Índice de Participação de Terceiros e Endividamento de Curto e Longo Prazo

De acordo com Antonik e Müller (2016), o índice de participação de terceiros revela o capital de terceiros utilizado nas atividades da empresa. Ainda segundo o mesmo autor, a análise deve ser feita sobre as séries temporais; a interpretação deve ser dada com cautela, pois esse índice evidencia o custo do capital de terceiros; e a relação que a empresa estabelece entre capital próprio e de terceiros deve ser vista caso a caso, tendo em vista que se deve considerar taxas, política de dividendos e custo de oportunidade.

Conforme Antonik e Müller (2016), altos valores de IPT devem ser interpretados depois que todos os cálculos relacionados forem feitos, pois se o capital próprio for mais barato, será melhor ter valores menores de IPT, já se o capital de terceiros for mais barato que o próprio, valores mais altos de IPT não serão ruins.

Os indicadores de endividamento de curto prazo e longo prazo relacionam as dívidas ao ativo total da empresa e, segundo Assaf Neto (2010), a equação indica quanto para cada R\$ 1,00 de ativos a empresa possui de dívidas de curto e longo prazo. A análise desse índice é dada no sentido de quanto maior pior.

Segundo Antonik e Müller (2016) a análise deve ser feita de maneira temporal, de forma a evidenciar como a empresa tem se endividado e mostrando padrões ou problemas futuros. De acordo com Matarazzo (2003) a análise desses índices é dada no sentido de quanto maior pior, pois as decisões financeiras serão tomadas com mais dificuldade e a empresa será mais dependente de terceiros. Porém, ainda de acordo com o mesmo autor, se o ponto a se analisar for a obtenção de lucro e a remuneração recebida for maior do que se aplicado em recursos próprios, será mais vantajoso para a empresa.

2.3.3.2 *Composição do Endividamento*

Matarazzo (2010) afirma a importância do índice de composição do endividamento por tornar conhecido a composição das dívidas; dívidas de curto prazo precisam ser pagas com recursos que a empresa disponha de imediato, já dívidas de longo prazo permitem que a empresa gere recursos, pois só serão pagas no futuro. E segundo o mesmo autor, deve ser analisado comparando diferentes anos para se traçar o perfil de dívida da empresa, ou seja, saber a parte de curto e longo prazo.

Ainda segundo Matarazzo (2010), a análise desse índice é dada no sentido de quanto menor, melhor e indica em percentual a relação entre as obrigações a curto prazo e o total das obrigações. De acordo com Marion (2002) seria mais favorável para empresa se as dívidas estivessem mais concentradas no longo prazo, pois a empresa teria mais tempo para gerar recursos que honrariam com seus compromissos.

2.4 Relação entre governança corporativa, desempenho e situação financeira

Há uma diversa literatura que busca mostrar a relação entre as boas práticas de governança corporativa e o desempenho e valor da empresa, alguns estudos não encontraram relação positiva entre governança e desempenho, dentre estes, pode-se destacar, Silveira et al. (2003), que não encontraram impacto significativo entre boas práticas de governança corporativa e valor das empresas e Antunes e Costa (2007), que não encontraram relação significativa entre boas práticas de governança e variáveis contábeis. Entretanto verifica-se que a maioria dos estudos apontaram em seus resultados que a adoção de boas práticas de governança corporativa favorece o desempenho da empresa como também influencia no seu valor de mercado.

De acordo com Byard, Li e Weintrop (2006), a qualidade da Governança Corporativa está atrelada a uma melhora na informação emitida para os analistas financeiros, usuários fundamentais do disclosure financeiro fornecido pelas empresas. Os resultados indicaram que a qualidade da informação dos analistas financeiros sofre melhoria com o avanço da Governança Corporativa.

Rabelo et al. (2007) sugerem que boas práticas de governança corporativa podem fortalecer as empresas, reforçar competências, ampliar bases estratégicas da criação de valor, ao mesmo tempo em que auxilia na harmonização de interesses, aumentando a confiança dos investidores e fortalecendo o mercado de capitais, já que uma maior transparência, prestação de contas (accountability), equidade no tratamento dos acionistas e obediência às leis

(compliance), propiciam valoração das ações e aumento do volume de negociações e da liquidez.

Gonçalves et al. (2007) também compartilha da ideia de que a adoção de boas práticas de governança corporativa gera vantagens. Entretanto, tal autor ressalta que, a Governança Corporativa agrega valor, apesar de isoladamente, não ser capaz de criá-lo.

Tal ideia é corroborada por Carvalhal da Silva (2004), Silveira et al. (2003), Thomsen (2005), Okimura et al. (2007) e Lee e Lin (2010), que encontraram em suas análises relações positivas entre boas práticas de governança corporativa e valor das empresas.

Ainda nesse sentido, os resultados de Berthelot, Morris e Morrill (2010) demonstraram que boas práticas de governança corporativa não só estão relacionadas com o valor das empresas, mas também com seus resultados contábeis. Tal relação também é corroborada pelos resultados dos estudos de Iyengar, Land e Zampelli (2010), que mostra relação positiva entre governança corporativa e qualidade das informações contábeis, e de Parker, Peters e Turetsky (2002) e Bhagat e Bolton (2008), que mostram relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e desempenho contábil-financeiro.

Klapper e Love (2002) em sua pesquisa chegaram ao resultado de que existe uma alta correlação positiva entre qualidade da governança corporativa, valor de mercado e desempenho operacional. Seus resultados apontaram que as empresas podem adotar boas práticas de governança corporativa para compensar fraco enforcement.

De acordo com Durnev e Kim (2004) o preço das ações da empresa aumentam se forem adotadas boas práticas de governança corporativa e disclosure. Galdi (2008), mostrou que empresas com menor nível de governança corporativa utilizam-se da análise das demonstrações contábeis para seleção em investimentos.

Crisóstomo e De Melo Junior (2015) em seus estudos onde testaram se melhores práticas de Governança Corporativa afetavam positivamente os indicadores em comparação com empresas que não adotavam essas práticas, encontraram resultados positivos que apontam para melhores índices.

Com base na revisão de literatura realizada nos tópicos anteriores e na questão formulada, apresenta-se a seguinte hipótese, relacionando a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e o desempenho financeiro da empresa, caracterizada por meio dos índices econômico-financeiros das empresas listadas na BM&FBovespa:

Hipótese 1: a adoção de melhores práticas de governança corporativa contribui para uma melhor situação econômico-financeira das empresas listadas na BM&FBovespa.

3 METODOLOGIA

Segundo Cooper e Schindler (2003) para obtenção de resultados consistentes e confiáveis, as pesquisas devem ser submetidas a uma investigação sistemática, baseada em critérios consistentes, para que a partir disso possa-se tirar as conclusões necessárias para se entender os fenômenos que envolvem as organizações. Neste capítulo, serão expostas as técnicas empregadas para a realização da pesquisa, o método, a amostra, a coleta de dados, o tratamento estatístico e como os dados serão analisados.

3.1 Tipologia da pesquisa

Para atender aos objetivos do presente estudo, optou-se por conduzir uma pesquisa descritiva e quantitativa, com procedimentos de coleta bibliográfica e documental e para a análise dos dados foram utilizadas estatísticas descritivas e testes paramétricos para uma maior robustez dos resultados, conforme será explicado a seguir:

A pesquisa descritiva tem como característica mais marcante a utilização de técnicas padronizadas para a coleta de dados e seu objetivo é o de descrever características de determinada população ou verificar uma relação entre variáveis; ela se preocupa em observar, analisar e interpretar os fenômenos do mundo físico, o pesquisador não interfere nesses dados, apenas estuda-os. (ANDRADE, 2002)

O problema será abordado de forma quantitativa, que de acordo com Beuren (2006), é característica desse método a utilização de procedimentos estatísticos para o tratamento dos dados; ainda segundo a autora, a importância desse método está ligada ao fato da precisão dos resultados, evitando qualquer tipo de distorção da realidade, dos fenômenos observados e testados, por isso é bastante utilizado em pesquisas descritivas. Segundo Martins e Theóphilo (2009) pesquisas quantitativas quantificam e mensuram os dados para posteriormente serem submetidos a testes estatísticos.

Os procedimentos pelos quais os dados serão coletados se darão por meio de pesquisa bibliográfica e documental. Beuren (2006) aponta a pesquisa bibliográfica como parte obrigatória de estudos descritivos, por ser de natureza teórica e servir de base para conhecer a produção científica existente, objetivando assim recolher dados e informações sobre o problema estudado e a hipótese testada. Já a pesquisa documental, de acordo com Gil (1999), embora chegue a ser confundida com a bibliográfica, tem como diferença o fato de utilizar-se de dados ainda não tratados. Silva e Grigolo (2002) acrescentam que esse tipo de pesquisa objetiva analisar os dados e lhes dar algum valor, podendo assim contribuir para o meio científico.

Para análise de dados foram empregados métodos estatísticos, pois de acordo com Marconi e Lakatos (2003, p. 108) esse método “significa redução de fenômenos sociológicos, políticos, econômicos e etc. a termos quantitativos e a manipulação estatística, que permite comprovar as relações dos fenômenos entre si”.

3.2 Amostragem e coleta de dados

O presente estudo utilizou informações de empresas listadas na BM&FBovespa, entre os anos de 2001 a 2014. Inicialmente, a amostra era composta por 726 empresas. Foram consideradas apenas empresas que continham todos os dados suficientes, em todos os anos, para os cálculos dos índices utilizados na pesquisa. Durante a coleta foram encontradas empresas que continham dados negativos para ativos e patrimônio líquidos, sendo assim excluídas da amostra.

Além disso, para o tratamento de dados *outliers* foram adotadas medidas corretivas, como o processo de *winsorize*, que, segundo Cleary (2006), consiste em estabelecer valores de corte mínimos e máximos e aplicar nos dados, obtendo assim informações mais confiáveis.

A amostra final é composta por 4845 observações, relativas a 529 empresas, conforme a Tabela 5, sendo dados não balanceados, pois cada ano apresenta um número de observações diferentes, de acordo com a Tabela 6. A amostra resultante é considerada abrangente e representativa das empresas listadas na BM&FBovespa.

Tabela 4 - Amostra de trabalho

	Amostra Inicial	Ausência de Dados ou <i>Outliers</i>	Amostra do Trabalho
Empresas	726	133	593
Observações	10085	5240	4845

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 5 - Número de observações por ano

Ano	Observações	%
2001	378	7,802
2002	344	7,100
2003	337	6,956
2004	335	6,914
2005	340	7,018
2006	357	7,368
2007	356	7,348
2008	347	7,162
2009	342	7,059
2010	355	7,327

2011	347	7,162
2012	342	7,059
2013	335	6,914
2014	330	6,811
Total	4845	100

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 7 apresenta-se a amostra dividida por setores de atuação, a classificação está de acordo com o adotado no Economática®, sendo assim a amostra está representando empresas divididas em 21 setores.

Tabela 6 - Distribuição da amostra por setores

Setor	N° de Empresas	%	N° de Observações	%
Agro e Pesca	6	1,01	50	1,03
Alimentos e Bebidas	31	5,23	240	4,95
Comercio	26	4,38	210	4,33
Construção	36	6,07	303	6,25
Eletroeletrônicos	11	1,85	95	1,96
Energia Elétrica	64	10,79	669	13,81
Finanças e Seguros	57	9,61	483	9,97
Fundos	3	0,51	24	0,50
Maquinas industriais	6	1,01	57	1,18
Mineração	10	1,69	67	1,38
Minerais não metálicos	8	1,35	52	1,07
Outros	127	21,42	942	19,44
Papel e Celulose	10	1,69	93	1,92
Petróleo e Gás	10	1,69	74	1,53
Química	33	5,56	210	4,33
Siderúrgica e Metalúrgica	36	6,07	323	6,67
Software e Dados	8	1,35	44	0,91
Telecomunicações	34	5,73	241	4,97
Têxtil	33	5,56	288	5,94
Transporte e Serviços	25	4,22	216	4,46
Veículos e Peças	19	3,20	164	3,38
Total	593	100	4845	100

Fonte: Elaborado pelo autor.

A coleta de dados foi realizada a partir de fontes secundárias, a base de dados utilizada foi o Economática® por conter informações de todas as empresas de capital aberto que atuam no mercado brasileiro, ela apresenta demonstrativos financeiros de vários anos, podendo ser visualizado em várias moedas e também apresenta indicadores macroeconômicos; mas dados adicionais foram retirados do site da Bovespa, conforme a Tabela 8 resume.

Tabela 7 - Fonte dos dados coletados

Fonte	Dados coletados
Economática®	Informações contábeis
Site da Bovespa	Listagem de adesão e saída dos segmentos diferenciados

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 Definição das variáveis

A seguir são definidas as variáveis utilizadas no estudo para se medir a diferenciação dos níveis de Governança Corporativa e o desempenho das empresas.

3.3.1 *Qualidade da Governança Corporativa*

Para a métrica dos níveis diferenciados de governança corporativa foram observados o enquadramento das empresas em Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), assim como também a data de adesão ou saída nos respectivos níveis. Para os testes foram criadas variáveis associadas às práticas de Governança Corporativa, conforme segue:

Listagem nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, representados por:

- 0 – Mercado Tradicional (MT)
- 1 – Nível 1 (N1)
- 2 – Nível 2 (N2)
- 3 – Novo Mercado (NM)

Listagem evidenciando estar em um nível diferenciado, representada por uma variável binária em que:

- 0 – Mercado Tradicional (MT)
- 1 – Segmento Diferenciado (SD)

3.3.2 *Desempenho*

Como métrica de desempenho o estudo utilizou os índices econômico financeiros construídos a partir de informações contidas nas demonstrações contábeis das empresas e representadas pelas variáveis abaixo, com suas fórmulas explicadas na seção 2.3:

- LIQ_COR – Liquidez Corrente
- LIQ_SEC – Liquidez Seca
- LIQ_GER – Liquidez Geral
- LIQ_IMD – Liquidez Imediata

ROA – Rentabilidade Sobre os Ativos

ROA_EBT – Rentabilidade Sobre os Ativos em relação ao EBITDA

ROE – Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido

END_CP – Endividamento de Curto Prazo

END_LP – Endividamento de Longo Prazo

END_TOT – Endividamento Total

CE – Composição do Endividamento

3.4 Tratamento estatístico e análise dos dados

Neste estudo foram utilizadas estatísticas descritivas para possibilitar uma visão geral da amostra como um todo e os testes de média t de *Student* para verificar se havia diferenças estatísticas entre os valores observados, o teste não paramétrico de Kruskal Wallis para confirmar essa diferença de médias e o teste Pearson Chi2 para analisar se as medianas são estatisticamente diferentes. E para a realização dos testes estatísticos foram utilizados os softwares Stata 12 e SPSS 21.

4 ANÁLISE DE DADOS

Esta seção tem o objetivo de apresentar e discutir os resultados obtidos na pesquisa, e está dividida em três partes: inicialmente apresenta-se a estatística descritiva de cada índice, juntamente com o teste de médias t de *Student*, comparando as empresas que estão no Mercado Tradicional com as que estão em algum tipo de segmento diferenciado; em seguida mostra-se esse comparativo relacionando aos pares, o Mercado Tradicional com cada um dos níveis diferenciados, a saber, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, e fazendo esse comparativo também entre os níveis diferenciados, e, por fim analisa-se os resultados e a aceitação da hipótese.

4.1 Mercado Tradicional e Níveis Diferenciados

Conforme observado na Tabela 9, as empresas que estão em níveis diferenciados apresentam melhores valores médios de liquidez corrente em comparação com as empresas do Mercado Tradicional, seus valores são, respectivamente, 2,0885514 e 1,8123530, e essa diferença é significativa a um nível de 1%, pois, o teste t de *Student* apresentou valor-p de 0,0000. Além do valor médio, também são observados um maior valor de mediana, 1,4753949 para os níveis diferenciados e 1,2049642 para o Mercado Tradicional. Observe-se também o fato de os níveis diferenciados apresentarem uma homogeneidade bem superior, tendo um coeficiente de variação de 0,9378154, em comparação ao Mercado Tradicional, 1,1281405. Os resultados encontrados apontam para uma melhor capacidade de pagamento para as obrigações de curto prazo no dia, em empresas enquadradas em algum nível diferenciado de Governança Corporativa.

Tabela 8 - Liquidez Corrente: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3281	1474			
Média	1,8123530	2,0885514	0,0000	0,0001	
Mediana	1,2049642	1,4753949			0,0000
Variância	4,1803430	3,8364104			
Desvio padrão	2,0445887	1,9586757			
Coeficiente de Variação	1,1281405	0,9378154			
Primeiro quartil	0,7557441	0,9847662			
Terceiro quartil	2,0344994	2,4464198			
Mínimo	0,0000000	0,0005414			
Máximo	15,1428806	14,5892121			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Em relação ao índice de liquidez seca, conforme a Tabela 10 apresenta, as empresas cotadas em níveis diferenciados apresentam melhores valores médios, 1,9407753, se comparada com empresas do Mercado Tradicional, 1,6133295; valores esses significativos a um nível de 1% pelo valor-p obtido no teste t de *Student* ser de 0,000. Os resultados também mostram uma melhor mediana, 1,3129665 e 1,0090277, respectivamente, para níveis diferenciados e Mercado Tradicional, e os valores encontrados também são mais homogêneos, com os segmentos diferenciados apresentando um coeficiente de variação de 1,0194503, em contraste com os 1,2646767 do Mercado Tradicional. Esses resultados sinalizam que excluindo os estoques dos cálculos, empresas dos segmentos diferenciados tem melhores números para honrar seus compromissos, considerando apenas seus recursos líquidos.

Tabela 9 - Liquidez Seca: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	2997	1344			
Média	1,6133295	1,9407753	0,0000	0,0001	
Mediana	1,0090277	1,3129665			0,0000
Variância	4,1629880	3,9145574			
Desvio padrão	2,0403402	1,9785240			
Coeficiente de Variação	1,2646767	1,0194503			
Primeiro quartil	0,5792676	0,8034828			
Terceiro quartil	1,7265646	2,2633305			
Mínimo	0,0000000	0,0005414			
Máximo	15,1428806	14,5892121			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 11 mostra os resultados obtidos ao se analisar o índice de liquidez imediata. Pode-se observar que o valor médio das empresas em níveis diferenciados é menor do que as do Mercado Tradicional, 0,0092245 e 0,0183208, respectivamente, porém essas médias não são estatisticamente distintas, tendo em vista que o valor-p encontrado no teste t de *Student* é de 0,9938. Isso indica que, levando em consideração as disponibilidades para se honrar as dívidas, não existe diferença entre as empresas de segmentos diferenciados e as do Mercado Tradicional.

Tabela 10 - Liquidez Imediata: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
--	----------------------------	-----------------------------	--------------------------	-----------------------	---------------------

Num. Observações	407	291		
Média	0,0183208	0,0092245	0,9938	0,0001
Mediana	0,0057846	0,0000000		0,0000
Variância	0,0028954	0,0013061		
Desvio padrão	0,0538093	0,0361394		
Coefficiente de Variação	2,9370642	3,9177486		
Primeiro quartil	0,0000000	0,0000000		
Terceiro quartil	0,0225777	0,0103519		
Mínimo	0,0000000	0,0000000		
Máximo	0,8944365	0,5359505		

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 12 mostra os resultados encontrados para o índice de liquidez geral. Pode-se verificar que as empresas que se encontram em níveis diferenciados apresentam melhores médias se comparadas as do Mercado Tradicional, 1,5647037 e 1,4757970, respectivamente, porém, como o índice de liquidez imediata, essas médias não são estatisticamente distintas, pois o valor-p encontrado no teste t de *Student* é de 0,0951. Isso indica que, quando se considera ativos de curto e longo prazo para saldar dívidas, não há diferenciação entre empresas de segmentos diferenciados e as do Mercado Tradicional.

Tabela 11 - Liquidez Geral: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	2649	820			
Média	1,4757970	1,5647037	0,0951	0,0020	
Mediana	1,0364302	1,0933416			0,0080
Variância	2,8567860	2,9732078			
Desvio padrão	1,6902029	1,7242992			
Coefficiente de Variação	1,1452815	1,1019973			
Primeiro quartil	0,6289894	0,7356893			
Terceiro quartil	1,5732625	1,6306073			
Mínimo	0,0000000	0,0048804			
Máximo	13,9393939	13,7213405			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Conforme observado na Tabela 13, que apresenta os resultados encontrados para o ROA, as empresas cotadas em níveis diferenciados apresentam melhores valores médios, 6,3953148, se comparada com empresas do Mercado Tradicional, 3,5282472; valores esses significantes a um nível de 99% pelo valor-p obtido no teste t de *Student* ser de 0,000. Os

resultados também mostram uma melhor mediana, 5,6077075 e 3,8090802, respectivamente, para níveis diferenciados e Mercado Tradicional, e os valores encontrados também são mais homogêneos, com os segmentos diferenciados apresentando um coeficiente de variação de 2,0696483, em contraste com os 5,8596482 do Mercado Tradicional. Esses resultados indicam que as empresas do segmento diferenciado têm uma maior capacidade de geração de lucros quando comparadas com as do Mercado Tradicional.

Tabela 12 - ROA: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3346	1474			
Média	3,5282472	6,3953148	0,0000	0,0001	
Mediana	3,8090802	5,6077075			0,0000
Variância	427,4261762	175,1930774			
Desvio padrão	20,6742878	13,2360522			
Coeficiente de Variação	5,8596482	2,0696483			
Primeiro quartil	0,0000000	1,5613754			
Terceiro quartil	9,7333473	11,7959011			
Mínimo	-230,635838	-145,4089228			
Máximo	269,2868974	98,4365267			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 14 mostra os resultados encontrados para o ROA EBITDA. Observa-se que as empresas dos níveis diferenciados apresentam melhores valores médios se comparadas as do Mercado Tradicional, 7,8669774 e 5,7986169, respectivamente, sendo significativo a um nível de 1%, pelo valor-p obtido no teste t de *Student* ser de 0,0004. Além disso, verifica-se também uma maior homogeneidade nos segmentos diferenciados, apresentando valor de coeficiente de variação bem abaixo do obtido no Mercado Tradicional, sendo, respectivamente, 1,7170192 e 3,7987865. As medianas encontradas também são melhores para o grupo dos níveis diferenciados, apresentando valores de 7,3446601, em contraste com os 6,0797565 do Mercado Tradicional. Esses resultados apontam que, como no ROA, as empresas com níveis diferenciados apresentam melhor capacidade de geração de lucro, mesmo com os ajustes feitos no EBITDA.

Tabela 13 - ROA EBITDA: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3346	1474			
Média	5,7986169	7,8669774	0,0004	0,0001	

Mediana	6,0797565	7,3446601	0,0000
Variância	485,2199036	182,4593348	
Desvio padrão	22,0277076	13,5077509	
Coefficiente de Variação	3,7987865	1,7170192	
Primeiro quartil	0,0000000	1,9793665	
Terceiro quartil	13,1172503	13,6125716	
Mínimo	-230,635838	-150,9204378	
Máximo	272,0130713	129,9349466	

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 15 apresenta os resultados encontrados para o ROE. Verifica-se que o valor médio apresentado pelas empresas nos segmentos diferenciados é estatisticamente superior aos apresentados pelas empresas do Mercado Tradicional, sendo, respectivamente, 9,6721242 e 5,1367133. Apresentam também melhor valor de mediana sendo 11,4386519 para os segmentos diferenciados e 8,9362172 para o Mercado Tradicional. Os valores encontrados também são mais homogêneos quando se compara níveis diferenciados com Mercado Tradicional, apresentando valores de coeficiente de variação de 4,1485869 e 11,1847384, respectivamente. Os resultados apontam que as empresas dos segmentos diferenciados apresentam melhor geração de lucro quando observada sua relação aos investimentos feitos, se comparada as empresas do Mercado Tradicional.

Tabela 14 - ROE: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3346	1474			
Média	5,1367133	9,6721242	0,0030	0,0001	
Mediana	8,9362172	11,4386519			0,0000
Variância	3300,8235913	1610,0676568			
Desvio padrão	57,4527945	40,1256484			
Coefficiente de Variação	11,1847384	4,1485869			
Primeiro quartil	0,0000000	3,9437893			
Terceiro quartil	19,7292474	19,4861948			
Mínimo	-580,4037475	-547,3968898			
Máximo	640,2200009	353,6206897			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 16 apresenta os valores encontrados para o índice de endividamento de curto prazo. Observa-se que as empresas que estão em níveis diferenciados apresentam valores médios inferiores quando comparadas as empresas do Mercado Tradicional, sendo 0,0563726

e 0,0697247, respectivamente, esse valor é estatisticamente inferior, devido ao valor-p obtido no teste de médias t de *Student* ser 0,000. Observa-se também uma maior homogeneidade nas empresas que estão em níveis diferenciados, pois apresentam coeficiente de variação de 1,2468582, valor inferior ao 1,4225908 das empresas do Mercado Tradicional. Diante disso, verifica-se que as empresas que estão em níveis diferenciados apresentam uma melhor qualidade da dívida, por apresentarem valores inferiores de comprometimentos no curto prazo.

Tabela 15 - Endividamento de Curto Prazo: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3020	1294			
Média	0,0697247	0,0563726	0,0000	0,4976	
Mediana	0,0325104	0,0330724			0,8680
Variância	0,0098386	0,0049405			
Desvio padrão	0,0991897	0,0702887			
Coefficiente de Variação	1,4225908	1,2468582			
Primeiro quartil	0,0000000	0,0028431			
Terceiro quartil	0,0998916	0,0814745			
Mínimo	0,0000000	0,0000000			
Máximo	0,9569487	0,5895890			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 17 apresenta os resultados encontrados para o índice de endividamento de longo prazo. Observa-se que as empresas que estão em níveis diferenciados apresentam maior valor médio se comparadas as do Mercado Tradicional, 0,1380144 e 0,1013119, respectivamente, valor esse estatisticamente superior, pelo fato do valor-p encontrado no teste t de *Student* ser de 0,000. Além disso, as empresas dos segmentos diferenciados também apresentam valores mais homogêneos, com coeficiente de variação de 1,0264791, em contraste ao valor encontrado nas empresas do Mercado Tradicional, 1,3458872. Esses resultados complementam-se aos encontrados no endividamento de curto prazo, indicando uma maior qualidade da dívida para empresas listadas em segmentos diferenciados, tendo a maior parte da dívida no longo prazo possibilita as mesmas um melhor planejamento de investimentos.

Tabela 16 - Endividamento de Longo Prazo: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3023	1288			
Média	0,1013119	0,1380144	0,0000	0,0001	
Mediana	0,0353405	0,1030482			0,0000

Variância	0,0185925	0,0200701
Desvio padrão	0,1363544	0,1416689
Coefficiente de Variação	1,3458872	1,0264791
Primeiro quartil	0,0000000	0,0013834
Terceiro quartil	0,1700181	0,2299495
Mínimo	0,0000000	0,0000000
Máximo	0,7990736	0,7198899

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 18 mostra os resultados encontrados para a participação de terceiros. Observa-se que as empresas que estão em níveis diferenciados apresentam valores médios superiores as empresas do Mercado Tradicional, 0,1942883 e 0,1713184, respectivamente, sendo essa superioridade estatisticamente comprovada pelo fato de o valor-p obtido no teste t de *Student* ser de 0,000. Os valores encontrados nas empresas que estão em níveis diferenciados também apresentam maior homogeneidade quando comparados as do Mercado Tradicional, com coeficiente de variação de 0,8855935 e 1,0599945, respectivamente. Esses resultados indicam uma maior dependência de capital de terceiros por parte das empresas que se encontram nos níveis diferenciados, mas, como indicado por alguns autores, uma maior dependência pode ser tanto boa como ruim, devendo ser analisado o custo do capital. (ANTONIK E MÜLLER, 2016; MATARAZZO, 2010)

Tabela 17 - Participação de Terceiros: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	3015	1285			
Média	0,1713184	0,1942883	0,0001	0,0001	
Mediana	0,1233292	0,1705051			0,0000
Variância	0,0329773	0,0296048			
Desvio padrão	0,1815966	0,1720604			
Coefficiente de Variação	1,0599945	0,8855935			
Primeiro quartil	0,0000000	0,0324812			
Terceiro quartil	0,2933796	0,3094123			
Mínimo	0,0000000	0,0000000			
Máximo	0,9569487	0,7985087			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

A Tabela 19 mostra os resultados encontrados para a composição do endividamento. Observa-se que as empresas listadas em segmentos diferenciados apresentam valores inferiores quando comparadas as empresas do Mercado Tradicional, com médias de 0,5896400 e

0,6012903, respectivamente, porém, como observa-se pelo valor-p encontrado no teste de médias t de *Student*, 0,8429, esses valores não são estatisticamente distintos. Esses resultados indicam que quando analisada a relação entre obrigações de curto prazo e obrigações totais não há diferença entre empresas do Mercado Tradicional e as que se encontram em níveis diferenciados.

Tabela 18 - Composição do Endividamento: estatística descritiva e testes estatísticos

	Mercado Tradicional	Níveis Diferenciados	Teste t (valor-p)	Kruskal-Wallis	Pearson chi2
Num. Observações	2649	820			
Média	0,6012903	0,5896400	0,8429	0,1479	
Mediana	0,6092896	0,5968757			0,4300
Variância	0,0859336	0,0773059			
Desvio padrão	0,2931444	0,2780393			
Coefficiente de Variação	0,4875255	0,4715408			
Primeiro quartil	0,3773712	0,3531005			
Terceiro quartil	0,8718026	0,8234301			
Mínimo	0,0000000	0,0121311			
Máximo	1,0000000	1,0000000			

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados

4.2 Comparativo aos pares

Analisando a liquidez corrente, a Tabela 20 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 21 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Verifica-se então que as empresas do nível 1 comparadas com as do Mercado Tradicional, apresentam uma média inferior, porém, esses resultados não são estatisticamente distintos, evidenciado pelo valor-p obtido ser de 0,743; também não se observa valores estatisticamente distintos quando comparados o Novo Mercado com o Nível 2. Já todos os outros comparativos são estatisticamente distintos, o Nível 2 e o Novo Mercado apresentam maiores valores médios quando comparados com o Mercado Tradicional; e o Nível 2 e o Novo Mercado também apresentam melhores índices quando comparados ao nível 1.

Tabela 19 - Liquidez Corrente: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3281	1,812353
Nível 1	434	1,708349
Nível 2	166	2,378543
Novo Mercado	874	2,222269

Total 4755 1,897972

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 20 - Liquidez Corrente: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,1028685	0,743
Nível 2	Mercado Tradicional	0,1602192	0,002
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0766616	0,000
Nível 2	Nível 1	0,1837925	0,002
Novo Mercado	Nível 1	0,1182645	0,000
Novo Mercado	Nível 2	0,1705132	0,796

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando a liquidez seca, a Tabela 22 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 23 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Observa-se então que as empresas do nível 1 comparadas com as do Mercado Tradicional, apresentam uma média inferior, porém, esses resultados não são estatisticamente distintos, evidenciado pelo valor-p obtido ser de 0,909; também não se observa valores estatisticamente distintos quando comparados o Novo Mercado com o Nível 2. Já todos os outros comparativos são estatisticamente distintos, o Nível 2 e o Novo Mercado apresentam maiores valores médios quando comparados com o Mercado Tradicional; e o Nível 2 e o Novo Mercado também apresentam melhores índices quando comparados ao nível 1.

Tabela 21 - Liquidez Seca: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	2997	1,613329
Nível 1	345	1,536763
Nível 2	139	2,491948
Novo Mercado	860	2,013765
Total	4341	1,714709

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 22 - Liquidez Seca: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,1146141	0,909
Nível 2	Mercado Tradicional	0,1749141	0,000
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0779866	0,000
Nível 2	Nível 1	0,2025319	0,000

Novo Mercado	Nível 1	0,1284761	0,001
Novo Mercado	Nível 2	0,1842951	0,047

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando a liquidez imediata, a Tabela 24 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 25 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Neste caso, quando se comparam os pares, não há, estatisticamente, nenhum segmento que apresente valores estatisticamente distintos, quando comparado aos outros; indicando que, na liquidez imediata não há uma diferenciação entre segmentos.

Tabela 23 - Liquidez Imediata: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	407	0,0183208
Nível 1	112	0,0151013
Nível 2	41	0,0070941
Novo Mercado	138	0,0050880
Total	698	0,0145285

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 24 - Liquidez Imediata: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,0050393	0,919
Nível 2	Mercado Tradicional	0,0077382	0,468
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0046521	0,024
Nível 2	Nível 1	0,0086206	0,789
Novo Mercado	Nível 1	0,0060064	0,342
Novo Mercado	Nível 2	0,0084001	0,995

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando a liquidez geral, a Tabela 26 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 27 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Observa-se então que as empresas do nível 2 comparadas com as do Mercado Tradicional, apresentam uma média superior, porém, esses resultados não são estatisticamente distintos, evidenciado pelo valor-p obtido ser de 0,165; também não se observa valores estatisticamente distintos quando comparados o Novo Mercado com o Nível 2. Já todos os outros comparativos são estatisticamente distintos, o Nível 1 e o Novo Mercado apresentam maiores valores médios quando comparados com o Mercado Tradicional; e o Nível 2 e o Novo Mercado também apresentam melhores índices quando comparados ao nível 1.

Tabela 25 - Liquidez Geral: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	2649	1,475797
Nível 1	318	1,112250
Nível 2	105	1,823162
Novo Mercado	397	1,858764
Total	3469	1,496813

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 26 - Liquidez Geral: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,1002825	0,002
Nível 2	Mercado Tradicional	0,1681385	0,165
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0909389	0,000
Nível 2	Nível 1	0,1901879	0,001
Novo Mercado	Nível 1	0,1271642	0,000
Novo Mercado	Nível 2	0,1854312	0,997

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando o ROA, a Tabela 28 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 29 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Observa-se que não foram encontrados valores estatisticamente distintos quando comparados o Nível 2 com o Mercado Tradicional; o Nível 2 e o Novo Mercado com o Nível 1; e o Novo Mercado com o Nível 2, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Porém, são estatisticamente distintos, as comparações entre o Nível 1 e o Novo Mercado com o Mercado Tradicional, apresentando, assim, melhores valores médios.

Tabela 27 - ROA: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3346	3,528247
Nível 1	434	7,123309
Nível 2	166	5,101846
Novo Mercado	874	6,279487
Total	4820	4,405023

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 28 - ROA: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
----------	--------------------	-------------	-------------------

Nível 1	Mercado Tradicional	0,9549672	0,001
Nível 2	Mercado Tradicional	1,4883690	0,716
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,7110300	0,001
Nível 2	Nível 1	1,7081540	0,637
Novo Mercado	Nível 1	1,0991420	0,869
Novo Mercado	Nível 2	1,5847370	0,880

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando o ROA EBITDA, a Tabela 30 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 31 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Nesse índice não foi verificado diferença estatística entre cinco comparações, são elas: Nível 1 e Nível 2 comparados ao Mercado Tradicional; Nível 2 e Novo Mercado comparados ao Nível 1; e Novo Mercado comparado ao Nível 2, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Foi estatisticamente distinto, a comparação entre Novo Mercado e Mercado Tradicional, indicando assim valores médios superiores para o primeiro grupo.

Tabela 29 - ROA EBITDA: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3346	5,798617
Nível 1	434	7,755252
Nível 2	166	6,296145
Novo Mercado	874	8,220807
Total	4820	6,431140

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 30 - ROA EBITDA: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	1,011055	0,213
Nível 2	Mercado Tradicional	1,575785	0,989
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,7527909	0,007
Nível 2	Nível 1	1,808479	0,851
Novo Mercado	Nível 1	1,163698	0,978
Novo Mercado	Nível 2	1,677814	0,660

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando o ROE, a Tabela 32 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 33 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Nesse índice não foi verificado diferença estatística entre cinco comparações, são elas: Nível 1 e Nível 2 comparados ao Mercado Tradicional; Nível 2 e Novo Mercado comparados ao Nível 1; e Novo Mercado

comparado ao Nível 2, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Foi estatisticamente distinto, a comparação entre Novo Mercado e Mercado Tradicional, indicando assim valores médios superiores para o primeiro grupo.

Tabela 31 - ROE: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3346	5,136713
Nível 1	434	8,007599
Nível 2	166	4,903933
Novo Mercado	874	11,40430
Total	4820	6,523683

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 32 - ROE: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	2,691738	0,710
Nível 2	Mercado Tradicional	4,195223	1,000
Novo Mercado	Mercado Tradicional	2,004160	0,010
Nível 2	Nível 1	4,814725	0,917
Novo Mercado	Nível 1	3,098119	0,692
Novo Mercado	Nível 2	4,466853	0,465

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando o endividamento de curto prazo, a Tabela 34 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 35 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Nesse índice não foi verificada diferença estatística entre cinco comparações, são elas: Nível 1 e Nível 2 comparados ao Mercado Tradicional; Nível 2 e Novo Mercado comparados ao Nível 1; e Novo Mercado comparado ao Nível 2, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Foi estatisticamente distinto, a comparação entre Novo Mercado e Mercado Tradicional, indicando assim valores médios inferiores para o primeiro grupo.

Tabela 33 - Endividamento de Curto Prazo: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3020	0,0697247
Nível 1	336	0,0557624
Nível 2	136	0,0553517
Novo Mercado	822	0,0567910
Total	4314	0,0657197

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 34 - Endividamento de Curto Prazo: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,0052625	0,040
Nível 2	Mercado Tradicional	0,0080214	0,277
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0035999	0,002
Nível 2	Nível 1	0,0093001	1,000
Novo Mercado	Nível 1	0,0059252	0,998
Novo Mercado	Nível 2	0,0084710	0,998

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando o endividamento de longo prazo, a Tabela 36 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 37 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Nesse índice não foi verificado diferença estatística entre quatro comparações, são elas: o Nível 2 comparado ao Mercado Tradicional; Nível 2 e Novo Mercado comparados ao Nível 1; e Novo Mercado comparado ao Nível 2, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Foi estatisticamente distinto, a comparação entre Nível 1 e Novo Mercado com o Mercado Tradicional, indicando assim valores médios superiores para o primeiro grupo.

Tabela 35 - Endividamento de Longo Prazo: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3023	0,1013119
Nível 1	335	0,1337070
Nível 2	136	0,1360469
Novo Mercado	817	0,1401081
Total	4311	0,1122775

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 36 - Endividamento de Longo Prazo: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,0079458	0,000
Nível 2	Mercado Tradicional	0,0120955	0,021
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0054409	0,000
Nível 2	Nível 1	0,0140299	0,998
Novo Mercado	Nível 1	0,0089522	0,891
Novo Mercado	Nível 2	0,0127792	0,989

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando a participação de terceiros, a Tabela 38 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 39 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares.

Nesse índice não foi verificada diferença estatística entre cinco comparações, são elas: Nível 1 e Nível 2 comparados ao Mercado Tradicional; Nível 2 e Novo Mercado comparados ao Nível 1; e Novo Mercado comparado ao Nível 2, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Foi estatisticamente distinto, a comparação entre Novo Mercado e Mercado Tradicional, indicando assim valores médios inferiores para o primeiro grupo.

Tabela 37 - Participação de Terceiros: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	3015	0,1713184
Nível 1	335	0,1894659
Nível 2	136	0,1913986
Novo Mercado	814	0,1967557
Total	4300	0,1781827

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 38 - Participação de Terceiros: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,0102992	0,292
Nível 2	Mercado Tradicional	0,0156769	0,575
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0070638	0,002
Nível 2	Nível 1	0,0181831	1,000
Novo Mercado	Nível 1	0,0116085	0,923
Novo Mercado	Nível 2	0,0165664	0,988

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Analisando a composição do endividamento, a Tabela 40 mostra os valores médios por cada segmento e a Tabela 41 traz o resultado do teste de médias t de *Student* feito aos pares. Nesse índice não foi verificada diferença estatística entre nenhuma das comparações, evidenciado pelos valores-p encontrados nos testes de média t de *Student*. Indicando que em relação a esse índice não há diferenciação entre segmentos.

Tabela 39 - Composição do Endividamento: médias por segmento

Segmento	Nº de Observações	Média
Mercado Tradicional	2649	0,6012903
Nível 1	318	0,5633569
Nível 2	105	0,5778717
Novo Mercado	397	0,6138055
Total	3469	0,5985364

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

Tabela 40 - Composição do Endividamento: teste t aos pares

Segmento	Segmento Comparado	Erro Padrão	Teste t (valor-p)
Nível 1	Mercado Tradicional	0,0171811	0,121
Nível 2	Mercado Tradicional	0,0288067	0,848
Novo Mercado	Mercado Tradicional	0,0155803	0,853
Nível 2	Nível 1	0,0325843	0,971
Novo Mercado	Nível 1	0,0217867	0,095
Novo Mercado	Nível 2	0,0317694	0,670

Fonte: Elaborado a partir dos dados coletados.

4.3 Discussão dos resultados encontrados

Diante do exposto nas seções anteriores, há evidência de que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, representada por estar presente em um segmento diferenciado de negociação na BM&FBovespa, apresentam uma melhor situação financeira, caracterizada pelos seus indicadores, quando comparadas às empresas do Mercado Tradicional. Já analisando os segmentos diferenciados entre si, os achados também levam a conclusão de que as empresas que estão em melhores segmentos apresentam uma situação financeira mais favorável do que as que estão em segmentos inferiores.

Pelos resultados apresentados, a conclusão geral sobre a hipótese de estudo do presente trabalho é a aceitação da hipótese 1: a adoção de melhores práticas de governança corporativa contribui para uma melhor situação econômico-financeira das empresas listadas na BM&FBovespa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou analisar os eventuais benefícios da adoção de melhores práticas de governança corporativa sobre a situação econômico-financeira da empresa brasileira. As melhores práticas foram aproximadas pela presença em segmentos diferenciados de negociação na BM&FBovespa. A situação econômico-financeira foi medida por indicadores.

Buscou-se responder a seguinte pergunta: Empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam melhor situação econômico-financeira? Para tanto, foi feita uma revisão teórica sobre governança corporativa, indicadores financeiros e foram verificados os trabalhos anteriores na área.

Com base na literatura foi formulada uma hipótese, a adoção de melhores práticas de governança corporativa contribui para uma melhor situação econômico-financeira das empresas listadas na BM&FBovespa. Foi encontrado amparo nos testes realizados para se confirmar a hipótese.

Analisando com base nos indicadores de liquidez, que tem como premissa avaliar a saúde financeira da empresa, evidenciando a capacidade de se honrar seus compromissos na data do vencimento, foi verificado que empresas com melhores sistemas de governança corporativa apresentam melhores valores médios nos índices de liquidez corrente e liquidez seca, porém, não foi verificado diferença estatística quando comparado os índices de liquidez imediata e geral, das empresas que estão em segmentos diferenciados e as do mercado tradicional.

Levando em consideração os indicadores de rentabilidade, que tem o objetivo de avaliar a capacidade da empresa em gerar lucro, seja sobre seus ativos ou sobre o capital investido, foi verificado que em todos os indicadores analisados, empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram melhores valores médios comparadas a empresas que estão no mercado tradicional.

Quando analisado os indicadores de endividamento, responsáveis por avaliar a composição da dívida das empresas e a sua qualidade, os resultados apontaram que as empresas com melhores sistemas de governança corporativa apresentam melhores valores médios nos índices de endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo e participação de terceiros, porém, não foi verificado diferença estatística quando comparado o índice de composição do endividamento entre empresas de segmentos diferenciados e as do mercado tradicional.

O presente trabalho encontrou resultados na mesma direção de estudos anteriores, realizados buscando evidenciar os retornos positivos que a adoção de melhores práticas de governança corporativa traz para as empresas e também contribui para os estudos na área da governança corporativa à medida em que discute uma métrica de desempenho pouco abordada nos trabalhos existentes, qual seja, os indicadores econômico-financeiros, a maior parte da literatura considera como medidor de desempenho o valor de mercado e o ROA.

Sugere-se que futuros estudos possam abranger outros anos e recortes setoriais, para reforçar os resultados já encontrados, ou, contestar, e aprofundar a discussão acerca do referido assunto. Também pode ser analisado outros mercados, como o da América Latina e feita a comparação entre países, com a finalidade de evidenciar semelhanças e diferenças nos modelos de governança corporativa adotados. Por fim, também sugere-se utilizar outros medidores para desempenho ou governança corporativa a fim de se criar novas teorias e relações de como a governança age nas empresas.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ANTONIK, Luis Roberto, MÜLLER, Aderbal Nicolas. **Análise Financeira: Uma Visão Gerencial**. 1. ed. São Paulo: Alta Books Editora, 2016.
- ANTUNES, G. A.; COSTA, F. M. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.
- AZEVEDO, S. **Administrar para todos os acionistas é o grande desafio**. Clipping do IBGC, São Paulo, n. 1, 2000.
- BABIC, Verica. Corporate governance problems in transition economies. In: Winston-Salem: Wake Forest University, **Social Science Research Seminar**. 2003.
- BARRETO, Z. **A lei da S/A e as leis do novo mercado de capitais**. São Paulo: J. Oliveira, 2003.
- BERTHELOT, Sylvie; MORRIS, Tania; MORRILL, Cameron. Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 10, n. 5, p. 635-646, 2010.
- BETTARELO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: fundamentos jurídicos e regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.
- BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. **Journal of corporate finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.
- BIANCHINI, M.; WACHHOLZ, C.; MOREIRA, L. J. O Impacto da prática de governança corporativa na eficácia organizacional: o caso do banco Bradesco S/A. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

BLAIR, Margaret M. For whom should corporations be run: An economic rationale for stakeholder management. **Long range planning**, v. 31, n. 2, p. 195-200, 1999.

BLATT, Adriano. **Análise de balanços**: estruturação e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis. São Paulo: Makron Books, 2001.

BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 18-29, 2008.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 5, p. 609-625, 2006.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e políticas de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CARVALHO, A.G. de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Trabalho preparado para a BOVESPA, jan. 2003.

CATAPAN, Anderson. **Análise da relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.

CHIAVENATO, Idalberto. **Gestão Financeira**: uma abordagem introdutória. 3. ed. São Paulo: Manole, 2014.

CHING, H. Y.; MARQUES, F.; PRADO, L. **Contabilidade e finanças para não especialistas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

CLEARY, S. International corporate investment and the relationships between financial constraint measures. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, p. 1559-1580, 2006.

COIMBRA, Fábio Claro. **Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de caso do setor financeiro**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista contabilidade & finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; DE MELO JÚNIOR, Carlos Virgílio. Uma análise comparativa de indicadores financeiros entre empresas listadas em segmentos diferenciados Bovespa e as do mercado tradicional. **Perspectivas Contemporâneas**, v. 10, n. 3, p. 15-34, 2015.

DRUCKER, P. F. **Peter Drucker na prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

DURNEV, Artyom; KIM, Han. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *In: ANNUAL CONFERENCE ON FINANCIAL ECONOMICS AND ACCOUNTING (FEA)*, 14, AFA 2004. San Diego, Meetings, 2004.

FERREIRA, Roberto do Nascimento et al. Governança corporativa, desempenho e valor de mercado no contexto de empresas brasileiras de capital aberto. *In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO*, 10., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2007.

FERREIRA, Roberto do Nascimento. **Governança corporativa e desempenho: uma análise em empresas brasileiras de capital aberto**. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Minas Gerais, 2012.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria; HEIN, Nelson. Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. **Revista de Informação Contábil-*RIC***, v. 1, n. 2, p. 18-41, 2007.

GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GONÇALVES, R. S.; WEFFORT, E. F. J.; GONÇALVES, A. O. Social disclosure das empresas listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

HATCH, M. J. **Organization theory: modern symbolic and post modern perspectives**. New York: Oxford University Press, 1997.

HENDRIKSEN, Elton S.; BREDA, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 17 out. 2016.

IFC. International Finance Corporation. Governança corporativa. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG-Brochure-P.pdf/\\$FILE/CG-Brochure-P.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG-Brochure-P.pdf/$FILE/CG-Brochure-P.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2016.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

IYENGAR, Raghavan J.; LAND, Judy; ZAMPELLI, Ernest M. Does board governance improve the quality of accounting earnings. **Accounting Research Journal**, v. 23, n. 1, p. 49-68, 2010.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p. 305- 360, October, 1976.

KLANN, Roberto Carlos; BEUREN, Ilse Maria. Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. **BBR- Brazilian Business Review**, v. 8, n. 2, p. 96-118, 2011.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KPMG'S AUDIT COMMITTEE INSTITUTE. **Governança no mercado de ações**. 2007

LA ROCCA, Maurizio. The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 7, n. 3, p. 312-325, 2007.

LEE, Shih-Cheng; LIN, Chien-Ting. An accounting-based valuation approach to valuing corporate governance in Taiwan. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 6, n. 2, p. 47-60, 2010.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.

_____. **Contabilidade básica**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001.

MEDEIROS, Luiz Edgar. **Análise de balanços**: uma abordagem prática. Porto Alegre: Ortiz, 1990.

MENDES, A. P. S. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MEYER, Margaret; MILGROM, Paul; ROBERTS, John. Organizational prospects, influence costs, and ownership changes. **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 1, n. 1, p. 9-35, 1992.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate governance**. 5.ed. Oxford: Wiley, 2011.

NAKAYASU, Gilberto Noboru. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

NIU, Flora F. Corporate governance and the quality of accounting earnings: a Canadian perspective. **International Journal of Managerial Finance**, v. 2, n. 4, p. 302-327, 2006.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, 2007.

PADOVEZE, C. L. **Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. 6. ed. São Paulo: Altas, 2010.

PARKER, Susan; PETERS, Gary F.; TURETSKY, Howard F. Corporate governance and corporate failure: a survival analysis. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 2, n. 2, p. 4-12, 2002.

RABELO, S. S. T. et al. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do grupo Orsa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP, 4, 2002, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2002.

ROSS, Stephen A. et al. **Fundamentos de administração financeira**. 9. ed. São Paulo: Bookman, 2013.

SALOTTI, B. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

SANTANA, N. B. **Responsabilidade socioambiental e valor da empresa: uma análise por envoltória de dados em empresas distribuidoras de energia elétrica**. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade de São Paulo, São Carlos, 2008.

SATO, Fábio Ricardo Loureiro. A teoria da agência no setor da saúde: o caso do relacionamento da Agência Nacional de Saúde Suplementar com as operadoras de planos de assistência supletiva no Brasil. **RAP**, p. 49-62, 2007.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

SILVA, Marise Borba de; GRIGOLO, Tânia Maris. **Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II**. Caderno pedagógico. Florianópolis: Udesc, 2002.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE**, v. 43, n. 3, p. 51-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 2002.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SOUZA, T. de M. G. e. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

TAKASHINA, Newton Tadachi; FLORES, Mário Cesar Xavier. **Indicadores da qualidade e do desempenho: como estabelecer metas e atingir resultados**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996.

THOMSEN, Steen. Corporate governance as a determinant of corporate values. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 5, n. 4, p. 10-27, 2005.

WERNKE, Rodney. **Gestão Financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

WESTON, J. F; BRIGHAM, E. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2004.

WILLIANSO, O. E. Managerial discretion and business behavior. **American Economy Review**, v. 53, p. 1032-1047, 1963.

WISEMAN, R. M.; GOMEZ-MEJIA, L. R. A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy Management Review**, v. 23, n. 1, p. 133-153, 1998.

WORLD BANK. **Governance and development**. Washington: Oxford University, 1992.

WRIGHT, P. et al. The impact of the corporate insider, blockholder and institutional ownership on firm-risk taking. **Academy of Management Journal**, v. 39, p. 441-463, 1996.

ZECKHAUSER, Richard J.; PRATT, John W. **Principals and agents: The structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985. p.1-35.