

ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ENTRE OS NÍVEIS DO MERCADO DIFERENCIADO DA B3

Lucas Silva de Carvalho

Silvia Franco De Oliveira

RESUMO

O presente trabalho buscou identificar se as empresas com uma estrutura de Governança Corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores desempenhos econômico-financeiros. Para isso, foram analisadas 283 empresas listadas na B3 no ano de 2018. Para a análise de desempenho econômico-financeiro foram utilizados onze indicadores sendo quatro de estrutura de capital, dois de liquidez, quatro de rentabilidade e um de atividade. Os dados foram obtidos da base da Economática e foram analisados com base na estatística inferencial, utilizando testes de hipótese não paramétricos (teste U de Mann-Whitney e teste de Kruskal-Wallis). A partir dos resultados, fica evidenciado que a Governança Corporativa não possui relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro da empresa. A Governança Corporativa reforça a possibilidade de a empresa obter maior crescimento econômico e de mercado, porém o fato de cumprir bons padrões de Governança Corporativa não as torna mais rentáveis.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Mercado Diferenciado, Desempenho Econômico-Financeiro

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o estudo sobre Governança Corporativa (GC) vem se aprimorando e intensificando, principalmente após o conhecido escândalo sobre a companhia de energia Enron, em 2002, nos Estados Unidos (RIBEIRO et al, 2012).

Analisando as publicações brasileiras, percebe-se que as publicações foram incentivadas pelo lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1999; a instituição dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), em 2000; e a criação do Índice de Governança Corporativa (IGC), em 2001 (RIBEIRO et al, 2012).

Silveira (2005) afirma que o senso comum indica que as empresas que possuem uma estrutura de GC mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado apresentam um melhor resultado, além de o mercado avaliar melhor o preço de suas ações.

Esta relação positiva tem como base a Teoria da Agência na qual uma empresa, comandada por gestores (agentes), apresentará conflitos de agência devido às diferenças entre os interesses dos acionistas (principais) e os interesses dos próprios gestores. Estes conflitos estão diretamente relacionados ao valor de mercado da empresa, por conta de o gestor poder optar por agir a seu favor para obter vantagens morais, como mordomias e “status” ou vantagens financeiras, sendo alternativas não necessariamente ideais para a empresa (SAITO; SILVEIRA, 2008).

As práticas diferenciadas de GC apresentam normas de conduta para empresas, administradores e controladores com o objetivo de alinhar os interesses, proporcionando soluções para os conflitos de agência, em meio a um ambiente que é afetado pelo desequilíbrio das informações. (CATAPAN; COLAUTO, 2013).

Dessa forma, a GC impacta no âmbito econômico, uma vez que as normas de conduta são consideradas importantes para a valorização dos ativos ligados a estas empresas e suas ações. (CATAPAN; COLAUTO, 2013). Além de afetar no âmbito econômico, as práticas ultrapassam o âmbito interno das empresas, afetando também os âmbitos social e ambiental. (ROCHA et al, 2017).

As empresas, ao aderirem às práticas de GC, sinalizam ao mercado seu comprometimento com os interesses dos acionistas, entendendo que os agentes de mercado valorizam mais a empresa que busca um maior grau de transparência, contribuindo para o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro. (ROCHA et al, 2017).

Dentro deste contexto, foram desenvolvidos alguns estudos, nacionais e internacionais, para verificar a existência da relação positiva entre as práticas de GC e o desempenho econômico-financeiro das empresas que adotaram essas práticas. Pode-se citar os trabalhos de Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004), Gompers et al (2003), Drobetz et al (2003), Bauer et al (2003), Catapan et al (2013), Lima et al (2015), dentre outros.

Procurando contribuir neste campo de estudos empíricos, o presente trabalho busca responder à seguinte questão: Empresas com uma estrutura de GC mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores desempenhos econômico-financeiros?

Para responder a esta questão são definidos os seguintes objetivos específicos: a) verificar se as empresas que adotam a GC possuem desempenho econômico-financeiro melhor que as empresas que não adotam a GC; b) verificar se existe diferença de desempenho econômico-financeiro entre os níveis de GC.

Este trabalho está organizado em cinco seções, sendo a primeira a presente introdução. Na sequência, na seção do referencial teórico. A terceira seção é composta pelos aspectos metodológicos. Na quarta seção, são expostos os resultados do tratamento estatístico. O estudo se encerra com a quinta seção onde são descritas as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico inicia com a Teoria da Agência. A seguir, passa-se a expor o conflito de agência e o problema de assimetria de informações. Para amenizar os conflitos de interesses são desenvolvidas as práticas de GC. A seguir, são descritos os níveis de GC na Bovespa e o Índice Bovespa de GC. Para finalizar, são apresentados alguns trabalhos semelhantes.

2.1 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a “Teoria da Agência”, na qual uma empresa, comandada por gestores (agentes), apresentará conflitos devido à diferença entre os interesses dos acionistas (principais) e os interesses dos próprios gestores, sendo esses conflitos denominados “conflitos de agência”.

Segundo Lima et al (2008), essa teoria tem como premissa básica a existência de um mercado regido por contratos firmados entre os agentes econômicos, sendo eles empresas, governo ou

peças físicas, ou seja, a atividade econômica consiste em uma série de contratos bilaterais que poderiam ser firmados ou rompidos a qualquer momento por qualquer uma das partes.

Para Silva et al (2011) de acordo com a Teoria da Agência, as relações entre proprietário e agente caracterizam-se pela assimetria de informação, na qual o agente dispõe de mais informação sobre os detalhes das tarefas a executar do que o proprietário, o que lhe permite obter vantagens. E a existência de comportamentos auto interessados e oportunistas por parte dos agentes conduz a custos mais elevados para o proprietário.

Mesmo que a Teoria da Agência tenha como base o conflito de interesses entre o agente e o principal, Saito e Silveira (2008) demonstram que existe a hipótese de “convergência de interesses”, onde um aumento do número de ações em posse dos gestores também aumenta o valor de mercado das empresas. Isso porque os gestores passam a agir a favor da empresa devido aos retornos proporcionados por ela.

Há também a hipótese do “entrenchamento”. Se os gestores, que detêm um número elevado de ações da empresa, não possuem mecanismos de controle e disciplina de mercado, farão com que o valor de mercado da empresa caia, impactando nos preços das ações. (SAITO; SILVEIRA, 2008).

2.2 Conflito de Agência

Saito e Silveira (2008) afirmam que os conflitos de agência estão diretamente relacionados ao valor de mercado da empresa, na medida em que o gestor pode optar por agir a seu favor para obter vantagens morais, sendo alternativas não necessariamente ideais para a empresa.

Silva et al (2011) demonstram a existência do conflito de agência também entre proprietários e gestores, na medida em que o conflito surge quando o proprietário contrata um agente, podendo ele ser um indivíduo ou uma organização, para realizar uma tarefa, atribuindo-lhe poder decisório. Com isso, ocorre tensão entre propriedade e gestão, na medida em que há divergência de interesses entre o administrador e o titular da propriedade, atribuindo a GC um importante papel na redução deste conflito.

Lima et al (2008) ainda apontam a existência do conflito de interesses entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários, afinal não necessariamente existe convergência de interesses entre ambos. Inclusive a conduta dos gestores em relação à decisão de qual grupo de interesse deve ser defendida, minoritários ou controladores, podendo dessa forma criar novos níveis de conflito de agência. Um exemplo do resultado deste conflito é o favorecimento por parte dos gestores aos acionistas controladores, devido aos controladores apresentarem o poder de eleger ou destituir os gestores de seus cargos.

E, segundo Lima et al (2008), o investidor, ao aplicar no mercado de capitais, busca a otimização de três itens: retorno, prazo e proteção, e ao analisá-lo, realiza a projeção de sua rentabilidade, liquidez e grau de risco. No mercado de capitais brasileiro o conflito de interesses existente entre acionistas controladores e minoritários já interferiu na rentabilidade do título investido e no grau de risco do investimento.

2.3 Assimetria de Informações

De acordo com Lima et al (2008), os agentes dispõem de informações privilegiadas, levando a ações que envolvam o bem-estar do principal. Com base nessa ideia surgiu o problema de “Assimetria de informações”.

Porém, como apontam Martins e Paulo (2014), a assimetria de informações não ocorre apenas entre agente e principal, mas também entre acionistas majoritários e minoritários. Conforme há conflito de interesses entre ambos, motiva o acionista majoritário a fazer uso de informação privada, a qual consiste em uma informação ainda não divulgada ao público em geral, obtendo benefício próprio durante a negociação com ações da firma, ganhando vantagens competitivas em relação aos acionistas minoritários.

Inclusive Martins e Paulo (2014) ainda apresentam que a utilização da informação privada, denominada internacionalmente como *insider trading*, é qualificada como uma prática ilícita em diversos mercados devido à sua natureza desleal em relação aos outros investidores (agentes desinformados). Porém, os acionistas majoritários (agentes informados) são motivados por conta da oportunidade de auferir retornos anormais com base no fato de a informação ainda ser desconhecida para o público em geral.

Lima et al (2008) afirmam que a conduta dos gestores em relação à decisão de qual grupo de interesses defenderão, minoritários ou controladores, é influenciada devido ao poder de eleição e destituição dos controladores, resultando assim na probabilidade de negociação com informação privilegiada, ou *probability of informed trading* (PIN), como apontam Martins e Paulo (2014). Inclusive, quanto maior a concentração de ações nas mãos de poucos acionistas, maior será a PIN.

2.4 Governança Corporativa

Como demonstram Saito e Silveira (2008), a opção para amenizar os conflitos de interesses é a adoção de práticas de GC, que pode ajudar por meio de monitoramento e cláusulas contratuais. O monitoramento fornece aos acionistas uma maneira de analisar se as escolhas feitas pelos gestores realmente são as mais vantajosas para a empresa. As cláusulas contratuais apresentam incentivos aos gestores, evitando que os mesmos hesitem entre agir por egoísmo ou em prol da empresa. Um exemplo de cláusula é o programa de participação nos lucros, que faz com que o gestor seja motivado a escolher para o bem da empresa, pois ele será recompensado proporcionalmente por isso.

Porém, essas medidas apresentam os “custos de agência” exemplificados por Saito e Silveira:

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

- custo de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;
- perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal. (2008, p. 80).

Caso os acionistas não consigam utilizar nenhuma dessas medidas, eles podem descontar isso do custo das ações, pagando menos por elas.

Lima et al (2008) ainda apontam dois conceitos que influenciam nos contratos, e consequentemente no custo das ações, sendo eles a seleção adversa e o risco moral. Na seleção adversa se faz presente a assimetria de informação, pois nos diferentes mercados existem divergências entre as informações dos ofertantes e o que é disponível aos demandantes. E o

risco moral demonstra que após um contrato ser firmado, devido a cláusulas favoráveis, alguma das partes não age conforme agiria normalmente, isso porque a segurança proporcionada pelas cláusulas altera a maneira na qual o indivíduo se comporta.

De acordo com Hölmstrom (1979), os conflitos de agência podem ser minimizados por meio de incentivos apropriados, que limitem o comportamento conflitante por parte dos agentes (gestores). O compartilhamento do capital surge como incentivo, fazendo com que os gestores tenham interesse na valorização da ação. Com isso, os princípios de GC passam a ser interpretados como aspecto positivo ao retorno dos acionistas.

Já no estudo de Catapan et al (2013), GC são mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos podem obter retorno sobre seus investimentos, minimizando os custos decorrentes do problema de agência, resultando assim na função de prover segurança. Os autores ainda citam que, para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a boa governança proporciona aos proprietários a gestão estratégica das empresas e a monitoração da direção executiva.

Para que a governança ocorra, a instituição estabelece a transparência, na qual as empresas disponibilizam informações, sejam elas sobre o desempenho econômico-financeiro ou outros fatores relacionados à organização da empresa e ao público. Até mesmo quando não são obrigadas por leis ou regulamentos. (CATAPAN et al, 2013).

Para que a governança ocorra, a instituição também estabelece a equidade, onde há um tratamento justo e uniforme de todas as partes relacionadas à empresa, sejam elas os sócios ou demais colaboradores, de forma igualitária, levando em consideração os seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. (CATAPAN et al, 2013).

Por fim, para que haja GC, a instituição deve realizar a prestação de contas (*Accountability*). Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões, atuando sempre com responsabilidade no que é referente ao seu trabalho. É a responsabilidade corporativa, onde os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, minimizando as externalidades negativas de seus negócios e suas operações, além de maximizar as positivas, no curto, médio e longo prazo. (CATAPAN et al, 2013).

De acordo com Silva et al (2011), tem sido dominante na área econômica a visão mais restrita de que as informações da empresa remetem apenas aos proprietários, ou seja, leva em conta apenas os interesses do grupo de sócios das empresas (modelo *shareholder*). Porém, muitos políticos, administradores, consultores e acadêmicos, com uma visão mais abrangente, têm argumentado que outros *stakeholders*, como empregados, fornecedores, consumidores, credores ou comunidade em geral, também têm interesse no modo como a firma é dirigida. E, de algum modo, esses interesses devem também ser internalizados, transmitindo transparência, conforme sugere o modelo *stakeholder*.

2.5 Motivação para implementação da Governança Corporativa

O primeiro aspecto que motiva a adoção da GC na empresa é a necessidade de a empresa apresentar bons padrões de governança, visto que isso proporciona maior credibilidade nos resultados da empresa e reduz o risco de manipulação do acionista majoritário, promovendo um maior desempenho no mercado de capitais, uma vez que os acionistas se tornam mais propensos a investir na empresa. (COSTA, 2008).

O segundo aspecto motivador é o maior acesso a fontes de financiamento, dado que as instituições financeiras têm preferência a essas empresas. Com esses recursos, a empresa pode

adquirir outras empresas e promover um crescimento mais que rápido que o crescimento orgânico. (COSTA, 2008).

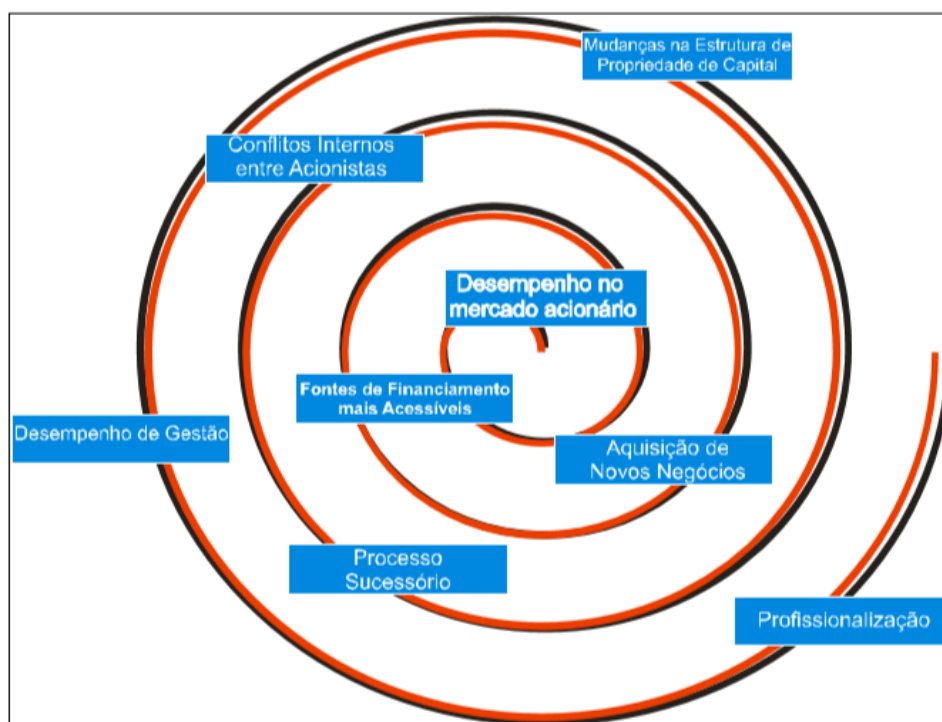
O terceiro aspecto motivador é a garantia de continuidade do negócio por meio do sistema de sucessão da empresa. A gestão mais profissional, com a maior participação do conselho de administração e avaliação de consultores independentes, possibilita a disciplina de investimentos e a segurança na tomada de decisão na empresa. (COSTA, 2008).

O quarto, e último, aspecto motivador é a necessidade de preparar a empresa para passar por uma mudança de estrutura de capital ou por um aprimoramento na gestão. (COSTA, 2008).

Costa (2008) observa que a GC é um modelo auxiliar de administração que tem como objetivo buscar maior organização e transparência para que o capital seja aberto. Após ser implementada, a GC busca a melhora das relações entre diretores, conselho de administração, acionistas e demais partes interessadas, procurando melhorar o desempenho dos investimentos, para facilitar o acesso ao capital em virtude do aumento da confiança dos investidores, sobretudo os de longo prazo. Portanto, a transparência das informações e o profissionalismo dos gestores e conselho de administração são alguns aspectos que influenciam no aumento da confiança dos investidores, promovendo a melhora de desempenho no mercado de capitais.

Do que foi exposto, a conclusão é que existe uma influência positiva da GC no desempenho da empresa, pois melhora seu valor de mercado, apresenta maior segurança ao investidor, promove menor custo de captação de recursos, aumenta a transparência nas informações e facilita no processo de sucessão. Porém, esses bons padrões de governança podem não promover impacto sobre o desempenho econômico da empresa, visto que esse pode não ser um programa prioritário para a forma de gestão da empresa. (Costa, 2008). A figura 1 apresenta um esquema resumindo os aspectos motivadores para a implementação da GC na empresa.

Figura 1 - Motivação para a implantação do processo de Governança Corporativa



Fonte: Costa (2008)

2.6 Níveis de Governança Corporativa na B3

Como apontado no estudo de Catapan et al (2013), a B3 defende que as práticas diferenciadas de GC apresentam normas de conduta para empresas, administradores e controladores. São consideradas importantes para a valorização dos ativos ligados a estas companhias e suas ações.

Quadro 1 - Comparação dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa – parte 1

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Características das ações emitidas	Emissão apenas de ações ordinárias	Emissão de ações ordinárias e preferenciais, ambas com direitos adicionais	Emissão de ações ordinárias e preferenciais, ambas conforme a legislação
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	Mínimo de 25% ou 15%, caso o ADTV (average daily trading volume) seja superior a R\$ 25 milhões	Mínimo de 25%	Mínimo de 25%
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação às disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, presença de um quórum qualificado e utilização de "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, presença de um quórum qualificado e utilização de "cláusulas pétreas"	Não há regra específica
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), onde ao menos 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Ao menos 5 membros, onde no mínimo 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Ao menos 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (apresentando-se uma carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (apresentando-se uma carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (apresentando-se uma carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração	Manifestação sobre as ofertas públicas de aquisição de ações da empresa	Manifestação sobre as ofertas públicas de aquisição de ações da empresa	Não possui regras
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações	Apresentação de um código de conduta e a política de negociação de valores mobiliários	Apresentação de um código de conduta e a política de negociação de valores mobiliários	Apresentação de um código de conduta e a política de negociação de valores mobiliários
Concessão de Tag Along	100% para as ações	100% para as ações, sendo elas ordinárias ou preferenciais	Conforme legislação (80% para ações ordinárias)
Oferta pública de aquisição de ações, no mínimo, pelo valor econômico	Realização de uma oferta obrigatória de compra de todas as ações em circulação caso haja fechamento do capital ou saída do mercado diferenciado	Realização de uma oferta obrigatória de compra de todas as ações em circulação caso haja fechamento do capital ou saída do mercado diferenciado	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Elaborado pelos autores com base em informações da BM&FBovespa (2019)

Carvalho (2003) afirma que utilizar reformas legislativas para realizar mudanças nos padrões de governança geralmente resulta em demasiada oposição de grupos políticos em qualquer país. Isto ocorre devido a um aumento nos direitos dos acionistas minoritários, acarretando em uma redução no controle das empresas, o que contraria o interesse dos principais grupos econômicos. Por conta desta dificuldade, a alternativa encontrada foi criar mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de GC, não necessitando assim de reformas legislativas. Com isso, a Bolsa local cria um mercado especial onde, para que uma empresa tenha suas ações negociadas neste mercado, deve assinar um contrato privado comprometendo-se a obedecer a determinadas

regras de GC, que variam conforme o segmento do mercado especial. Assim, esta forma de segregação funciona como um selo de qualidade das práticas de GC.

Quadro 2 - Comparação dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa - parte 2

	Bovespa mais nível 2	Bovespa mais	Tradicional
Características das ações emitidas	Emissão de ações ordinárias e preferenciais	Emissão apenas de ações ordinárias	Emissão de ações ordinárias e preferenciais, ambas conforme a legislação
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	Não há regra específica
Distribuição pública de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Vedação às disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório apenas o calendário de eventos corporativos.	Obrigatório apenas o calendário de eventos corporativos.	Facultativa
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Não há regra específica
Concessão de Tag Along	100% para as ações	100% para as ações	Conforme legislação (80% para ações ordinárias)
Oferta pública de aquisição de ações, no mínimo, pelo valor econômico	Realização de uma oferta obrigatória de compra de todas as ações em circulação caso haja fechamento do capital ou saída do mercado diferenciado	Realização de uma oferta obrigatória de compra de todas as ações em circulação caso haja fechamento do capital ou saída do mercado diferenciado	Não aplicável
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativa

Fonte: Elaborado pelos autores com base em informações da BM&FBovespa (2019)

Santos e Pedreira (2004) afirmam que, no Brasil, a partir do dia 26 de junho de 2001, a B3 inaugurou um projeto com o intuito de incentivar as práticas de GC. Neste projeto foram criados, inicialmente, grupos de níveis diferenciados de GC. Nestes grupos são representadas as Companhias Nível 1, cujas práticas preveem melhorias na prestação de informações ao mercado. As Companhias Nível 2, além das obrigações contidas no Nível 1, também adotam um conjunto mais amplo de práticas de GC e direitos adicionais aos acionistas minoritários. Neste mercado especial ainda existe mais um segmento, denominado de Novo Mercado.

Segundo Santos e Pedreira (2004), o Novo Mercado é um segmento de listagem no qual as empresas se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de GC e aberturas adicionais de informações em relação ao que é exigido pela legislação. Ao entrar neste segmento, as empresas aderem a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas

de “boas práticas de GC”. Essas práticas são mais rígidas do que as práticas presentes na legislação brasileira. E, conforme apresentado por Catapan et al (2013), essas regras foram criadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), cuja finalidade é a de valorizar a empresa para a sociedade, melhorar a acessibilidade das empresas ao capital e contribuir para a longevidade das organizações.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2019), ainda existem os grupos chamados de “Bovespa mais” e “Bovespa mais nível 2”, sendo estes similares aos diferentes níveis do mercado especial. Segundo a listagem elaborada pela própria BM&FBovespa (2019), as características necessárias para pertencer aos diferentes grupos do mercado especial são as especificadas nos quadros 1 e 2.

2.7 Índice Bovespa de Governança Corporativa

Conforme apontado por Santos e Pedreira (2004), a BOVESPA lançou o Índice de Governança Corporativa (IGC), com GC diferenciada, tendo o objetivo de medir o desempenho das ações de empresas participantes do mercado especial (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

O IGC é calculado em tempo real pela BOVESPA, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) até o momento do cálculo, em seu pregão, com as ações componentes de sua carteira. Com isso, a fórmula do IGC é dada por:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t-1}}$$

onde:

$IGC_{(t)}$ = valor do índice no dia t;

$IGC_{(t-1)}$ = valor do índice no dia t-1;

n = número de ações integrantes da carteira teórica do índice;

$Q_{i,t-1}$ = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função deste provento;

$P_{i,t}$ = preço da ação i no fechamento do dia t;

$P_{i,t-1}$ = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

Ainda, como apresentam Santos e Pedreira (2004), as ações constituintes da carteira do índice são utilizadas multiplicando seu respectivo valor de mercado, considerando as ações disponíveis para negociação, por meio de um fator de governança, no qual será igual a dois para os papéis do Novo Mercado, um e meio para os papéis do Nível 2 e um para os papéis Nível 1.

A participação de uma empresa no IGC não poderá ser superior a 20% quando ocorrer a sua inclusão ou a sua reavaliação periódica. Se o IGC for superior a 20%, são realizados ajustes para adequar a sua participação a esse limite.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos no dia 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira sofre ajuste por um redutor, chamado coeficiente de ajuste, no qual, a cada quadrimestre (ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano), são feitas reavaliações da carteira teórica do IGC para verificar se nenhuma empresa está ultrapassando o limite de 20% de participação. Caso esse cenário ocorra, é permitida a exclusão das ações que não estejam atendendo aos requisitos mínimos de liquidez.

2.8 Trabalhos Similares

Em relação à avaliação da influência da GC sobre o desempenho das empresas, diversos trabalhos têm sido realizados, porém com poucas variações amostrais quando se trata da avaliação das empresas brasileiras, sendo a maioria das amostras formada pelas empresas listadas na B3, conforme resumido no quadro 3.

Quadro 3 - Quadro resumo de trabalhos similares

Autores	Ano	Amostra (público)	Amostra (quantidade)	Período de estudo	Variáveis	Conclusão (resumo)
Carvalho	2003	Empresas brasileiras do segmento do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado	22 empresas	Junho de 2001 a maio de 2002	Projeção de retornos quando da migração do mercado tradicional para o mercado especial	A migração teve efeito positivo sobre o preço das empresas
Gompers et al	2003	Empresas americanas	1500 empresas	De 1990 a 1999	Desempenho financeiro e preço de ações	Empresas bem governadas possuem desempenho financeiro e preço de ações mais expressivos que empresas com governança inadequada
Drobetz et al	2003	Empresas alemãs	não informado	De 1998 a 2002	Valor das ações	Empresas bem governadas obtiveram resultados maiores que empresas com pouca ou nenhuma governança
Bauer et al	2003	Empresas européias	não informado	De 1997 a 2000	Retornos anuais	Empresas com boa governança obtiveram mais retornos anuais
Santos e Pedreira	2004	Empresas brasileiras do setor de papel e celulose do Nível 1	4 empresas	05 de março de 2004	Valor das ações	O valor das ações sofreu valorização após a data da migração
Catapan et al	2013	Empresas brasileiras listadas ao B3	não informado	De 2010 a 2012	Desempenho econômico-financeiro	Instituições com boas práticas de governança corporativa maximizam seu valor de mercado e melhoram seu desempenho
Lima et al	2015	Empresas integrantes do mercado diferenciado da B3	182 empresas	De 2009 a 2012	Valor de mercado	As empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado apresentam uma melhor variação média do valor de mercado, porém essa diferença não é percebida por tipo de setor de atuação

Fonte: Elaborado pelos autores

Carvalho (2003) adota uma abordagem de estudo de evento para a avaliação da migração das empresas do mercado tradicional para o mercado especial, envolvendo empresas pertencentes ao segmento do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os dados correspondem à série de preços de fechamento e volume de negociação das ações de empresas que migraram para os níveis de governança entre junho de 2001 a maio de 2002. No total, foram analisadas 22 empresas. Seu método consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando da migração e

compará-los com os retornos de fato observados. O autor concluiu que a migração teve um efeito positivo sobre o preço das empresas.

Santos e Pedreira (2004) analisaram quatro empresas do setor de papel e celulose. O período de estudo foi definido e calculado como sendo o número de dias decorridos entre a data de adesão da empresa ao Nível 1 de GC da Bovespa e a última data de tomada de cotação das ações no mercado, 05 de março de 2004. O período de estudo teve início diferenciado para cada empresa em virtude de as empresas terem migrado em datas distintas. Os autores perceberam que o valor das ações sofreu significativa valorização após a data de migração. A existência de ações sem direito a voto resulta em um incentivo para o acionista controlador buscar uma melhora do desempenho operacional da empresa, visto que, caso isso não ocorra, o pagamento de dividendos aos acionistas detentores de ações preferenciais ficará comprometido, o que pode vir a causar uma percepção negativa no mercado sobre o desempenho da empresa, resultando em uma diminuição dos investimentos na empresa. Os autores concluíram, também, que o comportamento dos índices Ibovespa e IGC foi parecido ao longo do período de pesquisa, apresentando alto grau de correlação positiva; concluíram que, apesar de terem sido criados para carteiras distintas, ambos os índices captavam o mesmo efeito do mercado.

No estudo de Santos e Pedreira (2004) foram apresentados os resultados de diversos estudos relacionados à GC e os preços das ações. O primeiro foi o realizado por Gompers et al (2003), nos Estados Unidos, com 1500 empresas, entre 1990 e 1999. Os autores mostram que empresas que são bem governadas possuem resultados mais expressivos, no desempenho financeiro e no preço de ações, do que empresas com governança inadequada, baixa ou fraca, defendendo ainda que este resultado deve encorajar os investidores em empresas americanas a considerar a GC em seus *tradeoffs*. O segundo estudo foi realizado por Drobetz et al (2003). Os autores analisaram o impacto da GC sobre o valor das ações no período de 1998 a 2002 nas empresas alemãs. Os resultados apontam que as empresas bem governadas obtiveram resultados anuais 16,4% maiores em relação às empresas com pouca ou nenhuma governança. O terceiro estudo foi realizado por Bauer et al (2003). Os autores avaliaram as empresas europeias entre 1997 e 2000, concluindo que as empresas com boa governança obtiveram 2,97% a mais de retornos anuais.

Em seu artigo, Catapan et al. (2013) tinham o objetivo de analisar a relação entre GC e o desempenho econômico-financeiro de empresas listadas ao B3 durante os anos de 2010 a 2012. O primeiro objetivo específico foi identificar índices para serem utilizados como evidência de práticas da GC em empresas brasileiras com ações negociadas na B3. O segundo objetivo era identificar o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras de ações negociadas na B3. Para isso, utilizaram-se os indicadores q de Tobin, EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE. Foi analisada a associação entre os itens referentes à prática da GC com o desempenho econômico-financeiro utilizando um questionário elaborado por Leal (2004) para ranquear e quantificar a GC de cada empresa. Seu resultado evidenciou uma relação direta entre o valor de mercado das empresas e o nível de divulgação, ou seja, o resultado apresentou que quanto maior a evidenciação de informações, maior o valor de mercado das empresas. Os autores concluíram que a GC possui relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro, sendo comprovada por meio de indicadores de desempenho (EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE) e indicadores de mercado (q de Tobin). Essas conclusões demonstram a importância da GC no ambiente empresarial, onde instituições com boas práticas de GC maximizam seu valor de mercado e melhoram seu desempenho.

Lima et al (2015) analisaram a relação entre os diferentes níveis de GC das empresas e o aumento do seu valor de mercado. A população é composta de 182 empresas integrantes do mercado diferenciado da B3 no período de 2009 a 2012. Os autores concluíram que as empresas

listadas nos níveis mais elevados do mercado diferenciado (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) apresentaram um desempenho econômico melhor quando se avaliava a variação média do valor de mercado no período, porém essa diferença de desempenho não era comprovada ao analisar o tipo de setor de atuação (regulado ou não regulado). Analisando empresas de setores regulados, houve evidência de que as empresas apresentaram melhor desempenho nos estratos superiores.

De forma geral, pode-se concluir que os autores mostraram que o desempenho econômico-financeiro das empresas que adotaram práticas de GC é melhor que o desempenho das empresas que não adotaram, tanto a nível nacional como a nível internacional.

3 METODOLOGIA

Este estudo realiza uma pesquisa de natureza descritiva, visto que se propõe a descrever as características das empresas listadas no mercado da B3. O estudo também é de abordagem quantitativa, porque procura estabelecer relação entre as variáveis, utilizando métodos estatísticos de coleta e análise de dados.

Para a coleta de dados, é realizada uma pesquisa documental, tendo como fonte os dados secundários disponíveis na página eletrônica da BM&FBovespa (2019) e na plataforma da Economática (2019). Da página eletrônica da BM&FBovespa (2019) são extraídos os estratos do mercado diferenciado e o setor econômico de atuação. Da base da Economática (2019) são extraídos os indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas.

Tabela 1 - Estratificação do mercado diferenciado de Governança Corporativa

Segmentos	Alimentos		Essencial		Produtos		Serviços		Transporte		Outros		Total	
	Qtde	%	Qtde	%	Qtde	%	Qtde	%	Qtde	%	Qtde	%	Qtde	%
Tradicional	4	33%	36	34%	37	47%	12	18%	7	39%	2	67%	98	35%
Bovespa Mais	0	0%	5	5%	3	4%	8	12%	0	0%	0	0%	16	6%
Bovespa mais Nível 2	0	0%	0	0%	0	0%	1	2%	0	0%	1	33%	2	1%
Nível 1	1	8%	13	12%	4	5%	0	0%	2	11%	0	0%	20	7%
Nível 2	0	0%	9	9%	2	3%	2	3%	1	6%	0	0%	14	5%
Novo Mercado	7	58%	42	40%	33	42%	43	65%	8	44%	0	0%	133	47%
Total	12	100%	105	100%	79	100%	66	100%	18	100%	3	100%	283	100%

Fonte: Elaborado pelos autores

A população pesquisada inicial é composta de 351 empresas, isto é, todas as empresas listadas no mercado da B3 abril de 2019. O ano estudado é 2018. Devido à ausência de dados, 68 empresas foram retiradas. A amostra final é composta por 283 empresas, sendo 98 (35%) do mercado Tradicional, 20 (7%) do Nível 1, 14 (5%) do Nível 2, 133 (47%) do Novo Mercado, 2 (1%) do Bovespa mais Nível 2 e 16 (6%) do Bovespa Mais (tabela 1).

Essa amostra está estratificada em seis segmentos, sendo 12 (4%) empresas do segmento de alimentos, 105 (37%) empresas do segmento essencial, 79 (28%) empresas do segmento de produtos, 66 (23%) empresas do segmento de serviços, 18 (6%) empresas do segmento de transporte e 3 (1%) empresas de outros segmentos (tabela 1).

A composição dos segmentos está disponível no quadro 4.

Quadro 4 - Composição dos segmentos

Segmento	Componentes
Alimentos	Carnes e derivados, alimentos diversos, alimentos.
Essencial	Energia elétrica, agricultura, petroquímicos, gás, edificações, água e saneamento, exploração/refino/distribuição, químicos diversos, material aeronáutico e de defesa, fertilizantes e defensivos, siderurgia, armas e munições, artefatos de ferro e aço, construção pesada, máquinas e equipamentos para construção e agrícolas, minerais metálicos, telecomunicações, artefatos de cobre, engenharia consultiva.
Produtos	Máquinas e equipamentos industriais, calçados, cervejas e refrigerantes, tecidos/vestuário/calçados, produtos diversos, equipamentos, bicicletas, medicamentos e outros produtos, açúcar e álcool, produtos de limpeza, fios e tecidos, papel e celulose, vestuário, madeira, brinquedos e jogos, produtos para construção, utensílios domésticos, computadores e equipamentos, eletrodomésticos, jornais/livros/revistas, embalagens, automóveis e bicicletas, acessórios, produtos de uso pessoal, motores/compressores/outras, móveis.
Serviços	Serviços médico-hospitalares/análises/diagnósticos, seguradoras, exploração de imóveis, corretoras de seguros, serviços educacionais, serviços diversos, restaurante e similares, intermediação imobiliária, exploração de imóveis, programas e serviços, produção e difusão de filmes e programas, viagens e turismo, hotelaria, aluguel de carros, equipamentos e serviços, atividades esportivas, produção de eventos e shows, serviço de apoio e armazenagem.
Transporte	Exploração de rodovias, transporte ferroviário, material rodoviário, material de transporte, transporte hidroviário.

Fonte: Elaborado pelos autores

A partir desta base de dados, são realizados os testes de hipótese para verificar se os dados possuem distribuição normal. Os testes são realizados pelo método de Kolmogorov-Smirnov, uma vez que o número de observações da amostra é superior a 30, a um nível de confiança de 95%. As hipóteses para o teste são:

Hipótese nula: os dados possuem distribuição normal

Hipótese alternativa: os dados não possuem distribuição normal

Para verificar se rejeita ou não a hipótese nula, utiliza-se o método do valor-p. Se o valor-p é igual ou superior a 0,05, a hipótese nula não é rejeitada e a conclusão é de que os dados possuem distribuição normal. Se o valor-p for inferior a 0,05 a hipótese nula é rejeitada e a conclusão é de que os dados não possuem distribuição normal.

Para se comparar as médias dos grupos utilizando os testes paramétricos, é necessário que os dados tenham distribuição normal em todos os grupos. Devido ao fato de não atender a este pré-requisito, são realizadas comparações de medianas utilizando testes não paramétricos. É utilizado o teste U de Mann-Whitney para comparar as medianas de duas amostras independentes, e é utilizado o teste de Kruskal-Wallis para comparar as medianas de mais de duas amostras independentes. Os testes são realizados a um nível de confiança de 95%. As hipóteses para o teste são:

Hipótese nula: as medianas são iguais

Hipótese alternativa: as medianas são diferentes

Para verificar se rejeita ou não a hipótese nula, utiliza-se o método do valor-p. Se o valor-p é igual ou superior a 0,05, a hipótese nula não é rejeitada e a conclusão é de que as medianas são iguais. Se o valor-p for inferior ao nível de significância de 0,05, então a hipótese nula é rejeitada e a conclusão é de que pelo menos uma mediana é diferente das demais.

Para verificar se existe correlação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiros e os níveis de GC, utiliza-se o teste para avaliar a significância do coeficiente de correlação de Spearman, coeficiente este utilizado para medir a intensidade da relação entre a variável quantitativa contínua (indicadores de desempenho) e a variável ordinal (nível de Governança). As hipóteses para o teste são:

Hipótese nula: não há correlação entre as variáveis

Hipótese alternativa: há correlação entre as variáveis

Para verificar se rejeita a hipótese nula é utilizado o método do valor-p. Se o valor-p for inferior a 0,05, a hipótese nula é rejeitada e a conclusão é de que existe uma relação estatisticamente significativa entre as duas variáveis.

Segundo Mitra e Lankford (1999), a correlação de Spearman é classificada como baixa se o coeficiente estiver entre 0,20 e 0,39; moderada, entre 0,40 e 0,59; e forte, acima de 0,59.

Para a realização dos testes foi utilizado o *software* SPSS versão 24.

Para verificar se existe relação entre o nível de GC e o desempenho econômico-financeiro das empresas, são analisados os seguintes indicadores: grau de endividamento, endividamento geral, composição do endividamento, endividamento oneroso, retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), retorno sobre o Ativo (ROA), margem do Lucro antes de Juros e Impostos (margem do EBIT), ROA_{EBIT}, liquidez corrente, liquidez geral e giro do Ativo.

O grau de endividamento da empresa representa quanto a empresa tomou de capital de terceiros. Se o GEE é muito grande, ocorrerão muitas despesas financeiras, as quais são prejudiciais para a rentabilidade da empresa. (MARION; IUDÍCIBUS, 2010). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$\text{Grau de endividamento} = \frac{\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Ativo total}}$$

O endividamento geral mensura quanto a empresa capta junto a terceiros em relação ao capital próprio, ou seja, mostra a estrutura de capital da empresa. Uma participação exagerada do capital de terceiros em relação ao capital próprio torna a empresa vulnerável. (MARION; IUDÍCIBUS, 2010). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$\text{Endividamento geral} = \frac{\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

A composição do endividamento indica qual a proporção do passivo de curto prazo com relação ao passivo exigível total. Indica como a empresa obtém crédito, sendo o ideal ter crédito de longo prazo. Quanto maior for a composição do endividamento, pior é a situação da empresa, visto que ela possui uma grande proporção de passivo circulante. (MARION; IUDÍCIBUS, 2010). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$\text{Composição do Endividamento} = \frac{\text{Passivo circulante}}{\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}}$$

O endividamento oneroso mensura a participação do endividamento de empréstimos e financiamentos, que gera despesas financeiras para a empresa, em relação ao Passivo total. O índice varia de zero a cem por cento; quanto mais próximo está de cem por cento, mais endividada está a empresa. Se o valor for superior a cem, a empresa possui um passivo a descoberto. (SILVA, 2017). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$\text{Endividamento Oneroso} = \frac{\text{Total de empréstimos de curto e longo prazo}}{\text{Passivo total}}$$

O retorno sobre o Patrimônio Líquido mensura a rentabilidade da empresa, medindo a capacidade de agregar valor à mesma, por meio de recursos próprios e de investidores. É um indicador que possibilita a análise sobre o retorno dos recursos emprestados à empresa, servindo como segurança para a continuidade do empreendimento. Quanto maior for o ROE, maior é a rentabilidade da empresa. (MARION; IUDÍCIBUS, 2010). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

O retorno sobre o Ativo demonstra qual é a proporção de lucro da empresa relativamente ao seu Ativo total. Quanto maior o ROA, melhor é a rentabilidade da empresa. (MARION, 2012). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$$

A margem EBIT mede o desempenho operacional de uma empresa. Indica se a empresa está se tornando mais ou menos eficiente em seu processo operacional. Quanto maior o resultado, mais eficiência a empresa possui. (MOTTA et al, 2013). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$\text{Margem EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Receita líquida}}$$

Kabajeh, Nu'aimat e Dahmash (2012) propõem uma medida para a eficiência operacional da empresa, o retorno sobre o Ativo utilizando o EBIT como medida operacional. A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$ROA_{EBIT} = \frac{EBIT}{Ativo\ total}$$

A liquidez corrente avalia a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo, conforme suas obrigações. Se o valor for maior que um, há sobra de capital em caso de liquidação das obrigações; se o valor for igual a um, o capital se equivale às obrigações, se o valor for inferior a um não há capital suficiente para liquidar as obrigações. (MARION; IUDÍCIBUS, 2010). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$Liquidez\ corrente = \frac{Ativo\ circulante}{Passivo\ circulante}$$

A liquidez geral tem como finalidade identificar a saúde financeira da empresa no longo prazo, sendo sua análise feita da mesma forma que a liquidez corrente. (MARION; IUDÍCIBUS, 2010). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$Liquidez\ geral = \frac{Ativo\ circulante + Ativo\ não\ circulante}{Passivo\ circulante + Passivo\ não\ circulante}$$

O giro do Ativo indica a eficiência da empresa em utilizar seu Ativo, com o objetivo de obter vendas, demonstrando assim a eficiência que dos colaboradores da mesma possuem em administrar o Ativo. Quanto maior for o giro do Ativo, melhor é a situação da empresa. (MARION, 2012). A fórmula de cálculo é dada a seguir:

$$Giro\ do\ Ativo = \frac{Vendas}{Ativo\ total}$$

Os indicadores se dividem em dois grupos. O primeiro grupo é constituído por indicadores de liquidez (liquidez corrente e liquidez geral), indicadores de rentabilidade (ROE, ROA, ROA_{EBIT} e margem EBIT) e indicadores de atividade (giro do Ativo). O segundo grupo é constituído por indicadores de estrutura de capital (grau de endividamento da empresa, quantidade da dívida, composição do endividamento e endividamento oneroso). As hipóteses testadas no trabalho são:

Hipótese 1: o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de liquidez, rentabilidade e atividade está relacionado positivamente com seu nível de GC no mercado diferenciado.

Hipótese 2: o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de estrutura de capital está relacionado negativamente com seu nível de GC no mercado diferenciado.

Para verificar se existe relação entre o desempenho econômico-financeiro e o nível de GC, são realizados três grupos de testes.

No primeiro grupo de testes, as empresas são classificadas em dois grupos: o grupo de empresas que não adota a GC e o grupo de empresas que adota a GC.

No segundo grupo de testes, as empresas são classificadas em seis grupos: Tradicional, Bovespa mais, Bovespa mais nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

No terceiro grupo de testes, as empresas são classificadas em três grupos: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

É dedicada uma subseção para cada um desses grupos de testes.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção é dividida em cinco subseções. Primeiro, são realizados os testes para verificar se existe relação entre os indicadores econômico-financeiros e os níveis de GC. A seguir, são realizados os testes de normalidade dos dados para definir qual técnica estatística a ser utilizada para comparar os desempenhos dos grupos de empresas de acordo com seu nível de GC. Depois, compara-se o desempenho dos grupos sem e com GC. Após, compara-se o desempenho do grupo sem GC com os desempenhos dos grupos por nível de GC. Na sequência, compara-se o desempenho dos grupos com os maiores níveis de GC. Para finalizar a seção de análise de resultados, são feitas algumas considerações.

4.1 Análise da normalidade dos dados

Para verificar se existe correlação estatisticamente significativa entre os indicadores de desempenho econômico-financeiros e os níveis de GC, foram realizados testes de correlação de Spearman (tabela 2).

Tabela 2 – Teste de Correlação de Spearman

Indicadores		Teste de Correlação de Spearman				Conclusão
		Valor-p	A relação é significativa?	Coefficiente de correlação	Classificação	
Estrutura de capital	Grau de endividamento	0,021	sim	-0,138	abaixo de fraca	Correlação negativa significativa entre as variáveis
	Endividamento geral	0,952	não	-0,004	abaixo de fraca	Correlação não significativa
	Composição do endividamento	0,879	não	-0,009	abaixo de fraca	Correlação não significativa
	Endividamento oneroso	0,221	não	0,077	abaixo de fraca	Correlação não significativa
Rentabilidade	ROE	0,366	não	-0,054	abaixo de fraca	Correlação não significativa
	ROA	0,783	não	0,016	abaixo de fraca	Correlação não significativa
	ROA _{EBIT}	0,623	não	0,029	abaixo de fraca	Correlação não significativa
	Margem EBIT	0,092	não	0,100	abaixo de fraca	Correlação não significativa
Liquidez	Corrente	0,040	sim	0,122	abaixo de fraca	Correlação positiva significativa entre as variáveis
	Geral	0,029	sim	0,130	abaixo de fraca	Correlação positiva significativa entre as variáveis
Atividade	Giro do Ativo	0,847	não	-0,012	abaixo de fraca	Correlação não significativa

Fonte: Elaborado pelos autores

Dos onze indicadores, somente três apresentam significância estatística e, mesmo assim, o coeficiente de correlação apresenta um valor abaixo do que se considera fraco, segundo critério de Mitra e Lankford (1999).

Foi encontrada significância no grau de endividamento, sendo a relação inversa entre as variáveis, ou seja, quanto maior o nível de GC, menor é o grau de endividamento. Essa relação confirma a hipótese 2 do modelo.

Foi encontrada significância nos indicadores de liquidez, sendo a relação direta entre as variáveis, isto é, quanto maior o nível de GC, maior o nível de liquidez, tanto corrente como geral. Essa conclusão vai ao encontro da hipótese 1 do modelo. Apesar da significância estatística da relação, o valor do coeficiente é considerado abaixo de fraco, segundo critério de Mitra e Lankford (1999).

Pelo fato de existir um pequeno número de indicadores e o grau de relação ser abaixo de fraco, pode-se concluir que não existe relação entre os indicadores de desempenho econômico-financeiro e os níveis de GC.

4.2 Análise da normalidade dos dados

Para verificar se os dados possuem distribuição normal foi realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov, a um nível de confiança de 95%, uma vez que o número de observações da amostra é superior a 30 ($n = 283$). As tabelas 3 e 4 apresentam os resultados dos testes.

Tabela 3 - Teste Kolmogorov-Smirnov: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado

Indicadores		Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
		Valor-p	Possui distribuição normal?	Valor-p	Possui distribuição normal?	Valor-p	Possui distribuição normal?
Estrutura de capital	Grau de endividamento	0,110	sim	0,200	sim	0,000	não
	Endividamento geral	0,200	sim	0,200	sim	0,000	não
	Composição do endividamento	0,200	sim	0,015	não	0,010	não
	Endividamento oneroso	0,200	sim	0,200	sim	0,000	não
Rentabilidade	ROE	0,000	não	0,000	não	0,000	não
	ROA	0,000	não	0,000	não	0,000	não
	ROA _{EBIT}	0,013	não	0,000	não	0,000	não
	Margem EBIT	0,001	não	0,149	sim	0,000	não
Liquidez	Corrente	0,085	sim	0,200	sim	0,000	não
	Geral	0,150	sim	0,072	sim	0,000	não
Atividade	Giro do Ativo	0,200	sim	0,037	não	0,000	não

Fonte: Elaborado pelos autores

Tabela 4 Teste Kolmogorov-Smirnov: Tradicional, Bovespa mais e Bovespa mais nível 2

Indicadores		Tradicional		Bovespa Mais		Bovespa Mais Nível 2	
		Valor-p	Possui distribuição normal?	Valor-p	Possui distribuição normal?	Valor-p	Possui distribuição normal?
Estrutura de capital	Grau de endividamento	0,000	não	0,110	sim	0,000	não
	Endividamento geral	0,000	não	0,000	não	0,000	não
	Composição do endividamento	0,082	sim	0,200	sim	0,000	não
	Endividamento oneroso	0,000	não	0,200	sim	0,000	não
Rentabilidade	ROE	0,000	não	0,011	não	0,000	não
	ROA	0,000	não	0,011	não	0,000	não
	ROA _{EBIT}	0,000	não	0,121	sim	0,000	não
	Margem EBIT	0,000	não	0,000	não	0,000	não
Liquidez	Corrente	0,000	não	0,006	não	0,000	não
	Geral	0,000	não	0,001	não	0,000	não
Atividade	Giro do Ativo	0,009	não	0,200	sim	0,000	não

Fonte: Elaborado pelos autores

Analisando os resultados dos testes de hipótese, a conclusão é de que a maior parte das amostras não possui distribuição normal, pois o valor-p é inferior ao nível de significância de 0,05. Como há necessidade de que todas as amostras comparadas tenham distribuição normal para realizar testes paramétricos, foram realizados testes não paramétricos.

4.3 Comparação entre o grupo Tradicional e o grupo de Governança Corporativa

Nesta subseção são realizados os testes para comparar o desempenho de dois grupos: o grupo Tradicional, que não possui GC, e o grupo que possui GC (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Mercado Novo). Para comparar as medianas dos dois grupos, foram realizados os testes U de Mann-Whitney, a um nível de confiança de 95%. A tabela 5 apresenta os resultados dos testes.

Tabela 5 - Teste U de Mann-Whitney: Grupo Tradicional x Grupo de Governança Corporativa

Indicadores		Teste U de Mann-Whitney		Mediana		Conclusão
		Valor-p	As medianas são diferentes?	Tradicional	Governança Corporativa	
Estrutura de capital	Grau de endividamento	0,030	sim	66,650	61,900	O grau de endividamento do grupo Tradicional é maior
	Endividamento geral	0,248	não	110,900	115,600	Diferença não significativa
	Composição do endividamento	0,800	não	48,850	40,300	Diferença não significativa
	Endividamento oneroso	0,334	não	28,650	30,800	Diferença não significativa
Rentabilidade	ROE	0,899	não	8,700	9,300	Diferença não significativa
	ROA	0,578	não	3,200	3,100	Diferença não significativa
	ROA _{EBIT}	0,309	não	6,600	6,800	Diferença não significativa
	Margem EBIT	0,039	sim	8,950	11,900	A margem EBIT é superior no grupo de Governança Corporativa
Liquidez	Corrente	0,040	sim	1,300	1,500	A liquidez corrente é maior no grupo de Governança Corporativa
	Geral	0,041	sim	1,500	1,600	A liquidez geral é maior no grupo de Governança Corporativa
Atividade	Giro do Ativo	0,544	não	64,350	51,900	Diferença não significativa

Fonte: Elaborado pelos autores

Pode-se concluir que, dos onze indicadores, quatro apresentam diferença estatisticamente significativa entre as medianas dos dois grupos.

Dos indicadores de estrutura de capital somente o grau de endividamento apresenta diferença estatisticamente significativa. Analisando as medianas, chega-se à conclusão de que o grau de endividamento do grupo Tradicional (66,650) é superior ao do grupo de GC (61,900). Assim, as empresas do grupo Tradicional utilizam mais capital de terceiros quando comparadas às empresas de GC.

Com relação à rentabilidade, a margem EBIT possui diferença estatisticamente significativa, a um nível de confiança de 95%. Quando se comparam as medianas, a conclusão é de que a margem do EBIT do grupo de GC é maior (11,900) quando comparada com a do grupo Tradicional (8,950). Dessa forma, as empresas do grupo de GC se mostram mais eficientes em seu processo operacional.

Os dois indicadores de liquidez mostram que o grupo de GC possui maior liquidez corrente (1,500) e liquidez geral (1,600) que o grupo Tradicional (1,300 e 1,500, respectivamente). Portanto, as empresas do grupo de GC possuem maior capacidade de pagamento no curto prazo e apresentam uma saúde financeira melhor no longo prazo.

Por essa análise, pode-se concluir que a GC influencia parcialmente no desempenho econômico-financeiro dos indicadores de liquidez, rentabilidade e estrutura de capital, conforme hipóteses do modelo proposto. Sendo assim, pode-se afirmar que o desempenho econômico-financeiro da liquidez e da rentabilidade está relacionado positivamente com o nível de GC; e que o desempenho econômico-financeiro da estrutura de capital está relacionado negativamente com o nível de GC. Entretanto, esse comportamento não é estatisticamente significativo na maior parte dos indicadores estudados neste trabalho.

4.4 Comparação do grupo Tradicional com todos os níveis de Governança Corporativa

Nesta subseção são realizados os testes para comparar o desempenho de seis grupos: Tradicional (que não possui GC), Bovespa mais, Bovespa mais nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Para comparar as medianas dos grupos, foram realizados os testes de Kruskal-Wallis, a um nível de confiança de 95%. A tabela 6 apresenta os resultados dos testes.

Tabela 6 - Teste de Kruskal-Wallis para empresas com e sem Governança Corporativa

Indicadores		Teste de Kruskal-Wallis		Mediana						Conclusão
		Valor-p	As medianas são diferentes?	Tradicional	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível	Nível 1	Nível 2	Mercado Novo	
Estrutura de capital	Grau de endividamento	0,122	não	66,650	68,200	65,450	53,800	76,750	59,450	Diferença não significativa
	Endividamento geral	0,144	não	110,900	112,500	46,450	60,850	41,250	122,950	Diferença não significativa
	Composição do endividamento	0,761	não	48,850	53,000	44,600	36,750	25,800	41,100	Diferença não significativa
	Endividamento oneroso	0,418	não	28,650	32,500	42,800	24,500	37,800	31,300	Diferença não significativa
Rentabilidade	ROE	0,236	não	8,700	5,800	21,900	11,200	11,850	9,300	Diferença não significativa
	ROA	0,554	não	3,200	0,700	7,200	3,650	3,100	3,200	Diferença não significativa
	ROA _{EBIT}	0,605	não	6,600	6,400	11,550	7,100	7,700	6,550	Diferença não significativa
	Margem EBIT	0,203	não	8,950	5,800	26,650	10,750	18,350	12,500	Diferença não significativa
Liquidez	Corrente	0,440	não	1,300	1,300	1,350	1,950	1,500	1,500	Diferença não significativa
	Geral	0,162	não	1,500	1,500	1,550	1,850	1,300	1,700	Diferença não significativa
Atividade	Giro do Ativo	0,229	não	64,350	86,700	66,250	59,950	39,650	50,000	Diferença não significativa

Fonte: Elaborado pelos autores

De acordo com os testes de hipótese, não há diferença estatisticamente significativa no desempenho dos indicadores entre os níveis de GC. Dessa forma, a conclusão é que, independente do nível de GC, não existe diferença de desempenho em termos de estrutura de capital, rentabilidade, liquidez e atividade.

Essa conclusão não confirma as hipóteses do modelo, quais sejam, que: a) o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de liquidez, rentabilidade e atividade está positivamente relacionado com o nível de GC; b) o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de estrutura de capital está negativamente relacionado com o nível de GC no mercado diferenciado.

4.5 Comparação dos níveis de Governança Corporativa

Nesta subseção são realizados os testes para comparar o desempenho de três grupos: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Para comparar as medianas dos grupos, foram realizados os testes de Kruskal-Wallis, a um nível de confiança de 95%. A tabela 7 apresenta os resultados dos testes.

Tabela 7 - Teste de Kruskal-Wallis para empresas com Governança Corporativa

Indicadores		Teste de Kruskal-Wallis		Mediana			Conclusão
		Valor-p	As medianas são diferentes?	Nível 1	Nível 2	Mercado Novo	
Estrutura de capital	Grau de endividamento	0,126	não	53,800	76,750	59,450	Diferença não significativa
	Endividamento geral	0,070	não	60,850	41,250	122,950	Diferença não significativa
	Composição do endividamento	0,375	não	36,750	25,800	41,100	Diferença não significativa
	Endividamento oneroso	0,176	não	24,500	37,800	31,300	Diferença não significativa
Rentabilidade	ROE	0,105	não	11,200	11,850	9,300	Diferença não significativa
	ROA	0,363	não	3,650	3,100	3,200	Diferença não significativa
	ROA _{EBIT}	0,871	não	7,100	7,700	6,550	Diferença não significativa
	Margem EBIT	0,488	não	10,750	18,350	12,500	Diferença não significativa
Liquidez	Corrente	0,848	não	1,950	1,500	1,500	Diferença não significativa
	Geral	0,135	não	1,850	1,300	1,700	Diferença não significativa
Atividade	Giro do Ativo	0,662	não	59,950	39,650	50,000	Diferença não significativa

Fonte: Elaborado pelos autores

A conclusão é que não há diferença estatisticamente significativa nos indicadores de rentabilidade, liquidez, atividade e estrutura de capital, quando se compara o desempenho das empresas segundo os melhores níveis de GC.

Dessa forma, as duas hipóteses do modelo não se confirmam, ou seja, o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de liquidez, rentabilidade, atividade e estrutura de capital não estão relacionados com o nível de GC no mercado diferenciado.

4.6 Considerações sobre os resultados dos testes

Para verificar a existência de relação entre o desempenho econômico-financeiro e o nível de GC, foram realizados três grupos de testes.

No primeiro grupo de testes, as empresas foram classificadas em dois grupos, o grupo de empresas que não adota a GC e o grupo de empresas que adota a GC. Os resultados dos testes indicam que somente ocorreu diferença estatisticamente significativa nos indicadores grau de

endividamento, margem EBIT, liquidez corrente e liquidez geral (quadro 5). Ao analisar as medianas, foram obtidas duas conclusões. A primeira, de que os indicadores de rentabilidade e liquidez estão positivamente relacionados com o nível de GC no mercado diferenciado, confirmando a hipótese 1 do modelo. A segunda, que um dos indicadores de estrutura de capital está relacionado negativamente com o nível de GC, confirmando a hipótese 2 do modelo. Essas conclusões vão ao encontro das obtidas nos trabalhos de Catapan et al (2013), que afirmam que as instituições com boas práticas de GC melhoram seu desempenho.

Para se aprofundar na análise, foi realizado mais um grupo de testes. Nessa situação, as empresas foram classificadas em seis grupos: Tradicional, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os testes não mostraram diferenças estatisticamente significativas nas medianas dos grupos (quadro 5), não confirmando as hipóteses 1 e 2 do modelo proposto, contrariando as conclusões obtidas no primeiro grupo de testes.

Para finalizar a análise dos dados, as empresas foram classificadas em três grupos: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Mais uma vez as diferenças nas medianas dos grupos não apresentaram uma diferença estatisticamente significativa (quadro 5), não confirmando as duas hipóteses do modelo.

Com essas conclusões, pode-se responder ao problema de pesquisa, qual seja, empresas com uma estrutura de GC mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores desempenhos econômico-financeiros? A resposta é não. Apesar de alguns indicadores apresentarem diferença estatisticamente significativa no primeiro grupo de testes, os resultados encontrados não são robustos, visto que nos dois outros grupos de testes essas conclusões não se confirmam. Portanto, as empresas que adotaram as práticas recomendadas pelos agentes de mercado não obtiveram desempenho econômico-financeiro significativamente melhor em 2018.

Quadro 5 - Resumo dos testes de hipótese

Indicadores		Comparação entre grupo Tradicional e grupo de GC	Comparação entre os grupos Tradicional, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado	Comparação entre os grupos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado
		(Teste U de Mann-Whitney)	(Teste de Kruskal-Wallis)	(Teste de Kruskal-Wallis)
Estrutura de capital	Grau de endividamento	O grau de endividamento do grupo Tradicional é maior	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	Endividamento geral	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	Composição do endividamento	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	Endividamento oneroso	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
Rentabilidade	ROE	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	ROA	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	ROA _{EBIT}	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	Margem EBIT	A margem EBIT é superior no grupo de Governança Corporativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
Liquidez	Corrente	A liquidez corrente é maior no grupo de Governança Corporativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
	Geral	A liquidez geral é maior no grupo de Governança Corporativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa
Atividade	Giro do Ativo	Diferença não significativa	Diferença não significativa	Diferença não significativa

Fonte: Elaborado pelos autores

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir de 2000, começam a aparecer estudos que tiveram como premissa a comparação do desempenho das empresas que adotam práticas de GC. Em sua maioria, os artigos evidenciam que as empresas que adotam o sistema de governança apresentam desempenho econômico-financeiro melhor.

O presente trabalho procurou avaliar o desempenho econômico-financeiro medido por alguns indicadores de estrutura de capital (4), liquidez (2), rentabilidade (4) e atividade (1) em 2018. Para verificar a existência da relação entre desempenho e nível de governança foram realizados três grupos de testes.

A partir dos resultados, fica evidenciado que a GC não possui relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro da empresa. A GC reforça a possibilidade de a empresa obter maior crescimento econômico e de mercado, porém o fato de cumprir bons padrões de GC não as torna mais rentáveis.

Esses resultados não confirmam as duas hipóteses do modelo. Em outras palavras, o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de liquidez, rentabilidade e atividade não está relacionado positivamente com seu nível de GC no mercado diferenciado (hipótese 1); e o desempenho econômico-financeiro dos indicadores de estrutura de capital não está relacionado negativamente com seu nível de GC no mercado diferenciado (hipótese 2).

Dessa forma, os resultados não corroboram as conclusões obtidas em estudos similares. Entretanto, deve-se ressaltar que, em algumas pesquisas similares, foram utilizados diferentes indicadores e as pesquisas foram realizadas em economias desenvolvidas. Esses fatores podem ser explicativos para a divergência nas conclusões.

Ademais, a pouca maturidade de GC no Brasil pode ser outro fator explicativo. Com o processo de GC mais amadurecido, talvez possa existir uma melhor contribuição para o desempenho econômico-financeiro das empresas que adotam as boas práticas.

Apesar da revisão da literatura e do rigor metodológico adotado, a pesquisa apresenta limitações. Uma delas é a utilização de um ano (2018) para análise. Outra limitação é o número de indicadores e o tipo de indicadores utilizados para análise. Portanto, as considerações feitas neste trabalho não são conclusivas.

Para novas pesquisas sobre o assunto, seria interessante expandir a amostra analisada, incluindo empresas listadas em outras Bolsas de Valores, além de utilizar uma quantidade maior de indicadores. Outra sugestão é verificar se as empresas com melhores práticas de GC teriam retorno menos volátil quando expostas a fatores externos à sua gestão, tais como, fatores macroeconômicos.

REFERÊNCIAS

BAUER, Rob; GUENSTER, Nadja; OTTEN, Rogér. Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. **Journal of Asset Management**, p.1-24, out. 2003.

BM&FBOVESPA (Brasil). **Segmentos de listagem**. 2019. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 18 abr. 2019.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. **Encontro Brasileiro de Finanças**. São Paulo: FEA/USP, 2003. 29 p.

CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas; BARROS, Cláudio Marcelo Edwards. A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 2, p.16-30, ago. 2013.

COSTA, Gustavo da Silva. **A influência da Governança Corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. 2008. 156 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração de Empresas, Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

DROBETZ, Wolfgang; SCHILLHOFER, Andreas; ZIMMERMANN, Heinz. Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. **SSRN**, p.1-46, maio 2003.

ECONOMÁTICA (São Paulo) (Comp.). **Todos os dados de todas as empresas listadas em Bolsa**. 2019. Disponível em: <<https://rdpviaweb-4-eco-web.economatica.com/bp/ecoCloud.html?lang=pt>>. Acesso em: 18 abr. 2019.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal Of Economics**, Oxford, v. 118, n. 1, p.107-155, fev. 2003.

HÖLMSTROM, Bengt. Moral Hazard and Observability. **The Bell Journal Of Economics**, v. 10, n. 1, p.74-91, 1979.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.

KABAJEH, Majed Abdel Majid; NU'AIMAT, Said Mukhled Ahmed Al; DAHMASH, Firas Naim. The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices. **International Journal Of Humanities And Social Science**, Não Sei, v. 2, n. 11, p.115-120, jun. 2012.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p.327-337, dez. 2004.

LIMA, Romeu Eugênio de; ARAÚJO, Marcelo Bicalho Viturino de; AMARAL, Hudson Fernandes. Conflitos de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 2, n. 4, p.148-157, dez. 2008.

LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira et al. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão**, São Paulo, v. 22, n. 2, p.187-204, jun. 2015.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. São Paulo: Editora Atlas, 2012. 312 p.

MARION, José Carlos; IUDÍCIBUS, Sergio de. **Curso de contabilidade para não contadores**. São Paulo: Atlas Editora, 2010. 128 p.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 64, p.33-45, abr. 2014.

MITRA, A.; LANKFORD, S. Research methods in park, recreation, and leisure services. Champaign-Urbana, IL: Sagamore, 1999.

MOTTA, Luiz Felipe Jacques da et al. Criação de Valor em Fusões e Aquisições Brasileiras. **Revista de Administração Faces Journal**, Belo Horizonte, v. 12, n. 4, p.100-119, dez. 2013.

RIBEIRO, Henrique César Melo et al. Governança Corporativa: Um Estudo Bibliométrico da Produção Científica das Dissertações e Teses Brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 15, n. 3, p.52-70, dez. 2012.

ROCHA, Guilherme André Peleglini; CONTANI, Eduardo Augusto do Rosário; RECO, Thais Lucimara da Silva. Governança Corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Ceará, v. 15, n. 3, p.230-252, dez. 2017.

SANTOS, José Odílio dos; PEDREIRA, Emerson Bazilio. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. **Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, p.87-99, 2004.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas: RAE**, São Paulo, v. 48, n. 2, p.79-86, jun. 2008.

SILVA, Sabrina Soares da; SOUSA, Ana Rosa de; LEITE, Eduardo Teixeira. Conflito de agência em organizações cooperativas: um ensaio teórico. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, Lavras, v. 13, n. 1, p.63-76, 2011.

SILVA, Sandra Egydio Pereira da. **Análise crítica da relação entre endividamento oneroso, Ebitda e cobertura de juros para empresas de capital aberto do setor industrial de atividade cíclica**. 2017. 95 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis e Atuariais, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Institute Of Finance, 2005. 184 p.