



## UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE INDICADORES FINANCEIROS ENTRE EMPRESAS LISTADAS EM SEGMENTOS DIFERENCIADOS BOVESPA E AS DO MERCADO TRADICIONAL

### A COMPARATIVE ANALYSIS OF FINANCIAL INDEXES BETWEEN COMPANIES LISTED IN DISTINGUISHED BOVESPA SEGMENTS AND IN THE TRADITIONAL MARKET

*Vicente Lima Crisóstomo <sup>(1)</sup>  
Carlos Virgílio de Melo Júnior <sup>(2)</sup>  
Universidade Federal do Ceará/UFC*

#### RESUMO

Este trabalho faz uma análise econômica e financeira das empresas listadas na BM&FBOVESPA com o objetivo de verificar se empresas com melhores práticas de Governança Corporativa apresentam indicadores econômico-financeiros mais favoráveis que as demais. Para tanto, foi feita uma revisão de literatura sobre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa, e o conjunto de boas práticas exigidas para figurar nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, bem como dos índices financeiros utilizados para análise financeira de empresas. Trata-se de uma pesquisa descritiva, de abordagem quantitativa, realizada através de pesquisa bibliográfica, documental e análise de dados referentes às empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2012, obtidos no sistema Economática. Os resultados indicam que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, de fato, tendem a apresentar indicadores financeiros mais favoráveis.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Níveis Diferenciados BM&FBOVESPA; Indicadores Econômico-Financeiros.

#### ABSTRACT

This work makes an economic and financial analysis of the companies listed in BM&FBOVESPA in order to verify if the economic and financial status of companies with higher standards of Corporate Governance are better than those of other companies. A bibliography review about the adoption of good practices of Corporate Governance, the set of required practices to be part of the differentiated segments at BM&FBOVESPA, and, the financial indexes. This is a descriptive research with a quantitative approach made through bibliographic and documental research, and data analysis of the companies listed in BM&FBOVESPA in 2012, obtained from Economática database. Results indicate that, indeed, companies that adopt higher standards of Corporate Governance, proxied by their presence in the differentiated BM&FBOVESPA segments, tend to have more favorable indicators.

**Key Words:** Corporate Governance; Distinguished BM&FBOVESPA Segments; Financial Indexes.

## INTRODUÇÃO

Apesar da falta de um consenso sobre a exata definição de Governança Corporativa, como apontado na literatura,

sob diferentes perspectivas - econômica, de gestão, legal, ciência política, cultural e sociológica - autores têm apresentado propostas conceituais (AGUILERA; JACKSON, 2010). Neste ambiente, sob uma perspectiva de gestão, a Governança Corporativa tem sido considerada como um conjunto de mecanismos projetados para minimizar os conflitos de agência entre proprietários e gestores, originados pela separação entre propriedade e controle (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CORE; GUAY; LARCKER, 2003; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010; ARMSTRONG; BALAKRISHNAN; COHEN, 2012). O ambiente informacional tem um papel central tanto na determinação do alcance dos conflitos de agência como na definição dos mecanismos controle a serem adotados pela empresa com o intuito de minimizar tais conflitos (ARMSTRONG; GUAY *et al.*, 2010; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015).

A pressão do mercado por mais transparência e qualidade da gestão tem levado ao surgimento de instrumentos legais e orientações de mercado para que as empresas adotem práticas de Governança Corporativa que atendam às demandas do mercado por mais segurança nos investimentos. Este é o caso da Lei *Sarbanes-Oxley*, de 2002, nos EUA, que estabeleceu regulamentação de mercado mais rígida com o intuito de melhorar a qualidade da gestão empresarial e evitar fraudes e desastres financeiros, como os casos *Enron* e *WorldCom*. Nesta mesma direção cada país incorporou regras de governança corporativa, seja por meio de leis ou recomendações de instituições não governamentais de acordo com as peculiaridades de cada mercado (DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007; AGUILERA; JACKSON, 2010).

No Brasil, tem-se observado avanços nas práticas de governança corporativa das empresas, motivados pela legislação e recomendações de instituições especializadas. Neste entorno, merece menção: (i) a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, criado em 1995, que editou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa; (ii) a criação dos segmentos de listagem de Governança Corporativa em dezembro de 2000, pela BM&FBOVESPA; e (iii) o lançamento da Cartilha de Boa Governança pela Comissão de Valores Mobiliários, em 2002.

Do ponto de vista da legislação, pode-se também enumerar alguns avanços. Algumas mudanças na Lei 6.404/1976 promoveram melhorias na questão da Governança Corporativa no Brasil. A Lei 10.303/2001 criou mecanismos de proteção para o acionista minoritário. A Lei 10.411/02 proporcionou maior autonomia de gestão para a CVM. A Lei 11.638/2007 promoveu progressos na evidenciação e transparência de informações contábeis.

A pesquisa sobre Governança Corporativa tem sido desenvolvida em várias frentes. Uma boa fração destes trabalhos tem dedicado atenção à associação entre Governança Corporativa e desempenho da empresa, tanto em mercados desenvolvidos como em economias emergentes (BRAGA-ALVES; MOREY, 2012). Uma relevante fração dos trabalhos tem encontrado que melhor Governança Corporativa está associada a melhor desempenho e valor da empresa em distintos mercados (BAI *et al.*, 2004; BLACK; KHANNA, 2007; DOIDGE; KAROLYI *et al.*, 2007; DE NICOLÒ; LAEVEN; UEDA, 2008; BALASUBRAMANIAN; BLACK; KHANNA, 2010; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2011; BLACK; KIM, 2012; PICCOLI *et al.*, 2012).

Visando expandir esta pesquisa no mercado brasileiro, este trabalho tem como objetivo fazer uma análise comparativa dos indicadores financeiros de empresas com melhores práticas de Governança Corporativa, aproximado pela adoção de práticas requeridas para estar listada em segmentos diferenciados da Bovespa e as demais empresas que estão listadas no mercado tradicional.

Os resultados indicam uma superioridade na qualidade dos indicadores financeiros das empresas listadas nos níveis diferenciados BM&FBOVESPA, tanto referente a índices de liquidez como endividamento e rentabilidade, além do valor de mercado, a partir de uma amostra de 202 empresas.

Vemos como contribuição do trabalho a análise de indicadores financeiros, o que vai além do desempenho da empresa, em termos de rentabilidade e de valor de mercado, como é usual na literatura. Desta forma, o trabalho propõe uma abordagem inovadora ao levar em consideração um conjunto de indicadores utilizados pelo mercado no processo de avaliação da situação da empresa.

O trabalho está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. A seção dois apresenta a revisão de literatura e a argumentação para a hipótese de pesquisa. A seção três discorre sobre a metodologia da pesquisa. Na seção quatro, são discutidos os resultados encontrados e, na seção cinco, por sua vez, são apresentadas as conclusões da pesquisa.

## REFERENCIAL TEÓRICO

### **Governança Corporativa e indicadores econômico-financeiros**

#### *Governança Corporativa*

A Governança Corporativa surgiu como um conjunto de mecanismos para harmonizar os conflitos de interesses entre proprietários, gestão e credores (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Desta forma, a Governança Corporativa visa proteger os interesses dos acionistas e credores. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 2009, na quarta versão do Código das Melhores Práticas, define Governança Corporativa como um conjunto de práticas e relacionamentos entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de aumentar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao financiamento (IBGC, 2009). Sobre este último aspecto a literatura tem comentado que melhores padrões de Governança Corporativa contribuem para melhorar a confiabilidade da empresa diante do mercado de capitais, gerando mais confiança e segurança para os investidores (LA ROCCA, 2007; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) aos quais as empresas podem, voluntariamente, aderir, sinalizando para o mercado um conjunto de boas práticas de governança que a empresa adota. Os NDGC têm o objetivo de desenvolver o mercado brasileiro e reduzir o risco dos investidores. A premissa básica desses segmentos de listagem é exatamente a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas

empresas visando conferir mais credibilidade ao mercado acionário e, melhorar a confiança e a disposição dos investidores (CARVALHO, 2002; ANDREZO; LIMA, 2007).

### **Indicadores Econômico-Financeiros**

Os indicadores econômico-financeiros da empresa têm a finalidade de mostrar se a aplicação e a execução dos objetivos traçados no planejamento da empresa estão contribuindo para a melhoria dos resultados. Eles são de extrema relevância para o processo decisório, desde que estejam em conformidade com as diretrizes da empresa, como também são relevantes para avaliações externas da empresa (BRITO; ASSAF NETO, 2008; ASSAF NETO, 2012a).

Três aspectos fundamentais são levados em consideração na análise da situação econômico-financeira de uma empresa: liquidez, que trata da situação financeira da empresa; rentabilidade, que foca na situação econômica; e, endividamento, que relata a estrutura de capital da empresa. Estes três grupos de índices podem nortear a análise da empresa e permitir, de certa forma, a previsão de cenários futuros (ASSAF NETO, 2012b; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013).

Os Índices de Liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, considerando-se longo prazo, curto prazo ou prazo imediato. Os indicadores tradicionais de liquidez revelam a posição financeira da empresa em dado momento. No processo de análise é interessante a avaliação conjunta destes índices, bem como a análise temporal e a comparação com indicadores de referência.

Os Índices de Endividamento avaliam o grau de dependência da empresa em

relação ao capital de terceiros, revelando o nível de endividamento da empresa. Por meio dos indicadores de endividamento, verifica-se se a empresa utiliza mais recursos de terceiros ou recursos dos proprietários como também o prazo de vencimento das dívidas, sendo mais favorável pouco endividamento de curto prazo.

Os indicadores de liquidez e endividamento tratam mais dos aspectos financeiros dessa análise empresarial. Por sua vez, os índices de rentabilidade contemplam os aspectos econômicos da análise, concentrando a atenção na capacidade de geração dos resultados, sendo relevantes para o acionista (BREALEY; MYERS *et al.*, 2013). O valor de mercado, por sua vez, é um valor atribuído pelo mercado à empresa em função das expectativas que o mesmo tem em relação à empresa. A literatura tem adotado o  $q$  de Tobin como uma aproximação para o desempenho de mercado da empresa a partir das proposições de Brainard e Tobin de que o investimento da empresa está relacionado com o  $q$  de Tobin, definido como o quociente entre o valor de mercado de uma nova unidade de capital produtivo e o valor de reposição da mesma (BRAINARD; TOBIN, 1968; TOBIN, 1969). A pesquisa tem adotado o  $q$  de Tobin como capaz de incorporar as expectativas do mercado sobre os benefícios futuros da empresa a serem gerados por sua capacidade produtiva (CHIRINKO, 1993; CRISÓSTOMO, 2011). O  $q$  de Tobin médio como aproximação para o  $q$  de Tobin médio marginal tem sido aproximado como o quociente entre o valor da empresa (valor de bolsa da empresa mais valor da dívida) e o valor contábil da mesma (MOYEN, 2004; VILLALONGA; AMIT, 2006; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2014).

### **Hipótese**

A literatura tem apontado que a melhor Governança Corporativa tende a estar associada a melhor desempenho e valor da empresa em mercados desenvolvidos e também emergentes. Há resultados nesta direção em mercados específicos, como nos Estados Unidos (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003), na Bulgária (ATANASOV *et al.*, 2010), na China (BAI; LIU *et al.*, 2004), na Índia (BLACK; KHANNA, 2007; BALASUBRAMANIAN; BLACK *et al.*, 2010), na Coreia (BLACK; KIM, 2012), como também no Brasil (AGUIAR; CORRAR; BATISTELLA, 2004; LEAL; CARVALHALDA-SILVA, 2007; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2011; PICCOLI; SOUZA *et al.*, 2012). Estudos em vários países também têm documentado resultados similares (KLAPPER; LOVE, 2004; DE NICOLÒ; LAEVEN *et al.*, 2008; CHHAOCHHARIA; LAEVEN, 2009).

Sob outra perspectiva, examina-se a associação entre Governança Corporativa e qualidade da informação disponível para os analistas financeiros (BYARD; LI; WEINTROP, 2006). Segundo Byard, Li e Weintrop, a qualidade da Governança Corporativa está associada a um aumento na qualidade total da informação emitida para os analistas financeiros, considerados usuários fundamentais do *disclosure* financeiro fornecido pelas empresas. Os resultados indicaram que a qualidade da informação dos analistas financeiros melhora com a qualidade da Governança Corporativa. Este achado é uma indicação que o mercado considera relevante a análise financeira da empresa conferindo relevo à análise financeira da empresa.

A realidade de que a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa objetiva, em última análise, a incorporação de mais efetivos mecanismos de

controle, permitindo melhor alinhamento entre propriedade e gestão, bem como melhor incentivo para a direção executiva, aliada à evidência existente de associação positiva entre governança e desempenho e da relevância dada pelo mercado à informação financeira da empresa, motiva a proposição da hipótese de pesquisa que melhores práticas de Governança Corporativa influem positivamente nos indicadores financeiros da empresa, como a seguir:

*Hipótese: Melhores práticas de Governança Corporativa contribuem para a obtenção de melhores indicadores econômico-financeiros. Em função disto, espera-se que empresas listadas em segmentos diferenciados Bovespa apresentem melhores indicadores econômico-financeiros que aquelas listadas no mercado tradicional.*

## METODOLOGIA

### *Amostra*

A amostra utilizada neste trabalho está composta 202 observações de empresas não financeiras cotadas na BM&FBOVESPA com dados divulgados em dezembro de 2012. Os dados foram obtidos do sistema Economática e da página da BM&FBOVESPA. A dificuldade de obtenção de informação de data de adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa por cada empresa restringiu a utilização de um ano.

A amostra é bem representativa ao estar composta por empresas de 14 setores da economia conforme Tabela 1. Observa-se que 47,52% das empresas são listadas em níveis diferenciadas, enquanto 52,47% são do mercado tradicional.



**Tabela 1** – Amostra por setor e por segmento de negociação

Setor	Número de Empresas		Número de Empresas em NDGC		Número de Empresas no Mercado Tradicional	
		%		%		%
Agropecuária, Alimentos e Bebidas	16	7,92	7	7,29	9	8,49
Comércio	10	4,95	6	6,25	4	3,77
Construção	21	10,40	15	15,63	6	5,66
Eletroeletrônicos	5	2,48	2	2,08	3	2,83
Energia Elétrica	29	14,36	7	7,29	22	20,75
Mineração e Minerais não Metais	5	2,48	4	4,17	1	0,94
Papel, Petróleo e Química	15	7,43	5	5,21	10	9,43
Siderúrgica e Metalúrgica	13	6,44	3	3,13	10	9,43
Software e Dados	3	1,49	1	1,04	2	1,89
Telecomunicações	4	1,98	1	1,04	3	2,83
Têxtil	14	6,93	5	5,21	9	8,49
Transportes e Serviços	8	3,96	5	5,21	3	2,83
Veículos e Peças	11	5,45	6	6,25	5	4,72
Outros	48	23,76	29	30,21	19	17,92
Total	202		96	47,52	106	52,47

### Metodologia

Quanto à metodologia, trata-se de uma pesquisa de natureza quantitativa, aplicando-se para a realização do estudo, os procedimentos técnicos da pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental, tomando por base os relatórios econômico-financeiros divulgados pelas empresas. A pesquisa pode ser classificada, quanto aos objetivos, como uma pesquisa descritiva e quantitativa, ao analisar a relação entre os níveis de Governança Corporativa das empresas e os respectivos desempenhos financeiros, e fazer uma comparação dos índices entre grupos de empresas (RODRIGUES, 2006).

Os indicadores financeiros são calculados para todas as empresas, e, a seguir os valores dos índices são comparados entre

empresas do mercado tradicional e de níveis diferenciados de Governança Corporativa, utilizando testes paramétricos e não paramétricos para mais robustez de resultados.

### ANÁLISE DOS DADOS

Como mostra a Tabela 2, as empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa apresentam índice de liquidez corrente médio superior àquele das empresas do mercado tradicional, sendo 1,5834 e 1,1661, respectivamente. Além do valor médio, pode-se também observar uma maior homogeneidade do grupo de empresas cotadas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que apresenta um coeficiente de variação de 0,5759, bem inferior ao grupo de empresas do

mercado tradicional (0,7299). Observe-se também que as empresas em níveis diferenciados apresentam mediana de liquidez corrente bem superior às empresas

do mercado tradicional. De fato, o conjunto de empresa em níveis diferenciados tem mais capacidade para honrar obrigações de curto prazo.

**Tabela 2** - Índice de Liquidez Corrente por segmento de negociação

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	1,5834	1,1661	0,0005	0,0004
Mediana	1,3971	1,0401		0,0001
Desvio Padrão	0,9119	0,8512		
Coefficiente de Variação	0,5759	0,7299		
Mínimo	0,0172	0,0015		
Máximo	4,8328	4,0302		

Nota: Liquidez Corrente = Ativo Circulante / Passivo Circulante. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Teste não paramétrico Kruskal-Wallis para médias, e, Pearson chi2 para medianas.

Como se pode observar a partir das informações da Tabela 3, as empresas cotadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa apresentam índice médio de liquidez seca igual a 1,3639, que é estatisticamente superior ao índice médio de 0,9401 encontrado para as empresas do mercado tradicional. Além da média do índice ser superior, observa-se também uma maior homogeneidade das empresas em segmentos diferenciados, observando-se um coeficiente de variação de 0,6171 em contraste

com 0,7243 das empresas do mercado tradicional. Por fim, observe-se também o valor de mediana bastante superior do índice de liquidez seca para as empresas de segmentos diferenciados. Este resultado sinaliza que, de fato, empresas com sistema de Governança Corporativa mais avançada parecem ter mais capacidade para honrar dívidas de curto prazo, mesmo considerando apenas seus recursos líquidos, excluindo-se estoques.

**Tabela 3** - Índice de Liquidez Seca por segmento de negociação

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	1,3639	0,9401	0,0001	0,0001
Mediana	1,2262	0,8150		0,0001
Desvio Padrão	0,8416	0,6809		
Coefficiente de Variação	0,6171	0,7243		
Mínimo	0,0173	0,0015		
Máximo	4,5350	3,3252		

Nota: Liquidez Seca = (Ativo Circulante - Estoques) / Passivo Circulante. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

A partir dos resultados informados na Tabela 4 pode-se verificar que a média do índice de liquidez geral de empresas negociadas em segmentos diferenciados (2,2761) é estatisticamente superior ao valor médio de 1,6937 encontrado para as empresas do mercado tradicional. De forma similar aos valores observados para os índices de liquidez corrente e seca, as empresas de níveis diferenciados são mais homogêneas neste índice, apresentando um coeficiente de variação de 0,5820 em contraste

com o de 0,6873 obtido para as empresas do mercado tradicional. Para este indicador também se verifica uma mediana bem superior para as empresas de segmentos diferenciados. Este resultado confirma aqueles obtidos para liquidez corrente e seca, sinalizando que, na realidade, empresas com melhores práticas de Governança Corporativa tendem a ter mais capacidade para honrar seus compromissos de curto e longo prazo.

**Tabela 4** – Índice de Liquidez Geral por segmento de negociação

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	2,2761	1,6937	0,0005	0,0010
Mediana	1,8693	1,5528		0,0490
Desvio Padrão	1,3246	1,1641		
Coeficiente de Variação	0,5820	0,6873		
Mínimo	0,1441	0,0193		
Máximo	5,8953	6,4299		

Nota: Liquidez Geral = (Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo) / Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

A Tabela 5 exibe valores referentes ao índice de liquidez imediata. Pode-se observar que a média do índice de liquidez imediata de empresas negociadas em segmentos diferenciados (0,4527) é estatisticamente superior ao valor médio 0,1527 obtido para empresas do mercado tradicional. Assim como detectado para os índices de liquidez corrente, seca e geral, as empresas de níveis diferenciados são mais homogêneas neste índice (coeficiente de variação igual a 1,3420), comparativamente

às empresas do mercado tradicional (coeficiente de variação igual a 1,4957). Também se observa que o índice de liquidez imediata apresenta uma mediana bem superior para as empresas de segmentos diferenciados. Este resultado confirma aqueles obtidos para os outros indicadores de liquidez, sendo mais um forte sinal que, na verdade, empresas com melhores práticas de Governança Corporativa tendem a ter mais capacidade para honrar seus compromissos de curto prazo com disponibilidades.



**Tabela 5** – Índice de Liquidez Imediata por segmento de negociação

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,4527	0,1527	0,0000	0,0001
Mediana	0,2550	0,0590		0,0010
Desvio Padrão	0,6075	0,2283		
Coeficiente de Variação	1,3420	1,4957		
Mínimo	0,0002	0,0000		
Máximo	3,7129	1,2053		

Nota: Liquidez Imediata = Disponível / Passivo Circulante. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Os resultados indicam que empresas com melhores práticas de governança corporativa (NDGC) apresentam um índice de Participação de Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais de 0,2335, sendo este estatisticamente inferior àquele obtido para as empresas do mercado tradicional (0,3850) (Tabela 6). Isto significa que as empresas do mercado tradicional são mais dependentes de fontes externas de financiamento. Com

relação a este índice observa-se também uma mais elevada homogeneidade das empresas de níveis diferenciados (coeficiente de variação igual a 0,6604) comparativamente às do mercado tradicional (coeficiente de variação igual a 0,9952). A mais elevada dependência de capital de terceiros das empresas do mercado tradicional é também confirmada pelo valor superior da mediana deste indicador.

**Tabela 6** – Participação de Capital de Terceiros sobre Recursos Totais

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,2335	0,3850	0,0002	0,0002
Mediana	0,1931	0,2828		0,0020
Desvio Padrão	0,1542	0,3831		
Coeficiente de Variação	0,6604	0,9952		
Mínimo	0,0499	0,0366		
Máximo	0,7802	2,6813		

Nota: Participação de Capital de Terceiros sobre Recursos Totais = Capital de Terceiros / (Capital de Terceiros + Capital Próprio). NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Os resultados relativos ao índice de Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros indicam que a média do mesmo é de 3,8522 para empresas de níveis diferenciados, sendo estatisticamente superior à média de 2,3078 das empresas do

mercado tradicional (Tabela 7). A mediana do índice para empresas de níveis diferenciados (2,9092) é estatisticamente superior àquela encontrada para o mercado tradicional (1,2588). Observa-se também que além de mais elevado índice, as empresas de

segmentos diferenciados têm mais homogeneidade neste indicador (coeficiente de variação igual a 0,8487). Estes resultados apontam para a realidade que empresas negociadas em níveis diferenciados, de fato,

dispõem de mais elevado volume de recursos próprios em relação à dívida total, o que indica melhor capacidade destas para honrar compromissos.

**Tabela 7 - Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	3,8522	2,3078	0,0012	0,0001
Mediana	2,9092	1,2588		0,0000
Desvio Padrão	3,2694	3,8044		
Coeficiente de Variação	0,8487	1,6485		
Máximo	15,0876	21,9117		
Mínimo	0,2505	-4,9927		

Nota: Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros = Capital Próprio / Capital de Terceiros. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

A Composição média de Endividamento, medida pelo passivo circulante relativamente ao capital de terceiros, não foi verificada diferença estatisticamente significativa entre as empresas de segmentos diferenciados e as demais (Tabela 8). Isso revela que há uma

tendência da empresa brasileira, em geral, a trabalhar mais com dívida de curto prazo, o que pode comprometer a folga financeira, como também aumentar a dificuldade de obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras.

**Tabela 8 - Composição de Endividamento**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,9654	0,9701	0,4039	0,9089
Mediana	1,0000	1,0000		
Desvio Padrão	0,1361	0,1377		
Coeficiente de Variação	0,1410	0,1419		
Máximo	1,0000	1,0000		
Mínimo	0,1597	0,0957		

Nota: Composição de Endividamento = Passivo Circulante / Capital de Terceiros. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Por outro lado, ao analisar-se mais detalhadamente o nível de Endividamento de

Curto Prazo, observa-se que as empresas de níveis diferenciados apresentam índice

médio de 0,0716, que é estatisticamente inferior ao de 0,1291 observado para o mercado tradicional (Tabela 9). Este resultado indica menos endividamento de curto prazo, ou seja, melhor qualidade de endividamento para empresas com melhor Governança Corporativa. Também para este indicador

observa-se uma menor dispersão das empresas cotadas em níveis diferenciados, como se vê pelo inferior coeficiente de variação de 1,0289. Um mais reduzido endividamento de curto prazo é indicador de melhor qualidade da dívida.

**Tabela 9 - Endividamento de Curto Prazo**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,0716	0,1291	0,0097	0,0582
Mediana	0,0464	0,0705		0,0490
Desvio Padrão	0,0737	0,2287		
Coeficiente de Variação	1,0289	1,7712		
Máximo	0,3267	2,0202		
Mínimo	0,0000	0,0000		

Nota: Endividamento de Curto Prazo = (Financiamento de Curto Prazo + Debêntures de Curto Prazo) / Ativo Total. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

A melhor qualidade da dívida das empresas listadas em níveis diferenciados é confirmada ao verificar-se que a média de endividamento de longo prazo é superior para estas empresas, comparativamente às do mercado tradicional (Tabela 10). As empresas

de níveis diferenciados apresentam também elevada coesão do endividamento de longo prazo como se observa pelo coeficiente de variação de 0,75739, inferior ao de 1,15457 observado para as empresas do mercado tradicional.

**Tabela 10 - Endividamento de Longo Prazo**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,1660	0,1453	0,1641	0,0332
Mediana	0,1527	0,0756		0,0910
Desvio Padrão	0,1257	0,1678		
Coeficiente de Variação	0,7573	1,1545		
Máximo	0,4820	0,8951		
Mínimo	0,0000	0,0000		

Nota: Endividamento de Longo Prazo = (Financiamento de Longo Prazo + Debêntures de Longo Prazo) / Ativo Total. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

A melhor qualidade do endividamento das empresas listadas em níveis diferenciados BOVESPA é também confirmada por um inferior índice de endividamento de curto prazo destas empresas comparativamente ao observado para as empresas do mercado tradicional (Tabela 11). Empresas do mercado tradicional têm superior endividamento com vencimento no curto prazo, o que pode dificultar a

capacidade de investimento da empresa. O coeficiente de variação de 0,5935 das empresas do mercado tradicional indica que este coletivo de empresas é mais coeso neste indicador comparativamente às do mercado tradicional. Este fator, somado também à mediana superior, aponta realmente para um mais elevado endividamento de curto prazo destas empresas.

**Tabela 11** – Maturidade da Dívida no Curto Prazo

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	79	86		
Média	0,4148	0,5412	0,0043	0,0100
Mediana	0,3605	0,5012		0,1840
Desvio Padrão	0,2864	0,3212		
Coeficiente de Variação	0,6904	0,5935		
Máximo	1,0000	1,0000		
Mínimo	0,0075	0,0000		

Nota: Maturidade da Dívida de Curto Prazo = Financiamento de Curto Prazo / (Financiamento de Curto Prazo + Financiamento de Longo Prazo). NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

O indicador de Maturidade da Dívida de Longo Prazo corrobora os resultados anteriores e aponta para um maior endividamento de longo prazo para as empresas listadas em níveis diferenciados comparativamente às do mercado tradicional (Tabela 12). A mediana de empresas em níveis diferenciados é também superior, o que, aliado a uma maior homogeneidade das empresas, indica que estas empresas, de fato, operam com mais dívida de longo prazo, o

que é um importante fator de qualidade do endividamento. Estes resultados associados a uma melhor qualidade do endividamento de empresas com melhor Governança Corporativa estão em sintonia com relevantes pesquisas anteriores que têm encontrado evidência de efeito positivo de boas práticas de governança sobre a qualidade da dívida (JIRAPORN *et al.*, 2012; LIAO; MUKHERJEE; WANG, 2015).

**Tabela 12 – Maturidade da Dívida no Longo Prazo**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	78	86		
Média	0,5926	0,4588	0,0026	0,0064
Mediana	0,6507	0,4987		0,1180
Desvio Padrão	0,2803	0,3212		
Coeficiente de Variação	0,4730	0,7002		
Máximo	0,9924	1,0000		
Mínimo	0,0000	0,0000		

Nota: Maturidade da Dívida de Longo Prazo = Financiamento de Longo Prazo / (Financiamento de Curto Prazo + Financiamento de Longo Prazo). NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Os resultados exibidos na Tabela 13 mostram que as empresas listadas em níveis diferenciados têm mais elevado retorno sobre investimento que aquelas do mercado tradicional. Esta superioridade é consistente como se pode observar pelo inferior coeficiente de variação (1,2666) que uma

maior homogeneidade deste índice para este grupo de empresas comparativamente ao observado para o mercado tradicional que apresentaram coeficiente de variação igual a 16,2759. Este resultado mais elevada capacidade de geração de lucro para as empresas de níveis diferenciados.

**Tabela 13 – Taxa de Retorno sobre Investimento**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,0706	0,0111	0,0019	0,0011
Mediana	0,0637	0,0426		0,0240
Desvio Padrão	0,0894	0,1803		
Coeficiente de Variação	1,2666	16,2759		
Máximo	0,3682	0,8713		
Mínimo	-0,1597	-0,5205		

Nota: Taxa de Retorno sobre Investimentos = Lucro Líquido / Ativo Total. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

O indicador Lucro por Ação estima a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação da empresa, sendo um relevante indicador de desempenho para o acionista. A partir dos dados exibidos na Tabela 15 pode-se observar que empresas em níveis diferenciados de negociação têm média do indicador lucro por ação (0,5881) superior à

média das empresas do mercado tradicional (0,4060) apesar de ser a diferença estatisticamente superior só de acordo com o teste não paramétrico. Também se observa para este índice uma mediana de 0,5288 das empresas de segmentos diferenciados que é bem superior à de 0,0488 observada para empresas do mercado tradicional. Esta



mediana superior, aliada a uma mais elevada homogeneidade das empresas relativamente a este indicador são um forte indício de melhor desempenho para empresas de

segmentos diferenciados em sintonia com o resultado obtido com o retorno sobre o investimento, estando também em sintonia com trabalhos anteriores.

**Tabela 15 - Índice Lucro por Ação**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	0,5881	0,4060	0,1681	0,0043
Mediana	0,5288	0,0488		0,0000
Desvio Padrão	0,8283	1,6731		
Coeficiente de Variação	1,4085	4,1205		
Máximo	3,8782	9,4333		
Mínimo	-1,1675	-4,4829		

Nota: Índice Lucro por Ação = Lucro Líquido / N<sup>o</sup> de Ações Emitidas. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

O índice Preço por Lucro estima o tempo de retorno e é bastante utilizado por investidores no processo de análise de compra de ações. O indicador é calculado pela relação entre o preço de aquisição da ação e o seu lucro unitário anual, ou lucro por ação. A Tabela 16 contém dados que indicam a média de empresas listadas em segmentos diferenciados (9,6385) estatisticamente superior à de 3,6302 observada para empresas do mercado

tradicional. Apesar do preço por lucro não objetivar fazer projeção, ou estabelecer tendências futuras do mercado, devendo ser analisado na data de sua apuração, este resultado é mais uma indicação positiva para empresas com melhor nível do sistema de governança corporativa. Destaque-se que, as empresas de nível diferenciado também apresentam uma mediana bem superior e tem no seu conjunto mais elevado índice pela mais elevada homogeneidade observada pelo coeficiente de variação.

**Tabela 16 - Índice Preço por Lucro**

	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	96	106		
Média	9,6385	3,6302	0,0001	0,0001
Mediana	9,7500	0,0000		0,0000
Desvio Padrão	11,3493	11,6783		
Coeficiente de Variação	1,1775	3,2170		
Máximo	33,0000	34,9000		
Mínimo	-31,3000	-33,8000		

Nota: Índice Preço por Lucro = Preço de Mercado da Ação (Aquisição) / Lucro por Ação (LPA). NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Avaliando-se o desempenho da empresa em termos de valor de mercado, aproximado pelo  $q$  de Tobin pode-se observar uma pequena superioridade ao comparar-se o grupo de empresas nos níveis diferenciados com aquelas do mercado tradicional (valor-p = 0,0860 para o teste não paramétrico) (Tabela 17, Painel A). Esta diferença é mais significativa ao se comparar as empresas listadas no segmento Novo Mercado com todas as demais (Tabela 17, Painel B). Neste caso, a média de valor de mercado (medido pelo  $q$  de Tobin) das empresas que adotam mais elevado padrão de Governança Corporativa é significativamente superior à das demais empresas (testando-se a 5% de nível de significância).

Estes resultados indicativos de que melhor governança contribui para superior

desempenho de mercado se alinha a resultados anteriores no Brasil (AGUIAR; CORRAR *et al.*, 2004; LEAL; CARVALHALDA-SILVA, 2007; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2011; PICCOLI; SOUZA *et al.*, 2012). Em outros mercados também já há documentação de resultados neste sentido. Este o caso de outros mercados emergentes como a África do Sul (NTIM, 2013), Rússia (BLACK; LOVE; RACHINSKY, 2006), Bulgária (ATANASOV; BLACK *et al.*, 2010), China (BAI; LIU *et al.*, 2004), Índia (BLACK; KHANNA, 2007; BALASUBRAMANIAN; BLACK *et al.*, 2010), e Coréia (BLACK; KIM, 2012), como também de economias avançadas como os Estados Unidos (GOMPERS; ISHII *et al.*, 2003).

**Tabela 17** - Valor de mercado da empresa

Painel A	Empresas NDGC	Empresas Mercado Tradicional	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	95	81		
Média	1,2445	1,1172	0,2119	0,0860
Mediana	1,0105	0,8256		0,2900
Desvio Padrão	1,0280	1,0751		
Coeficiente de Variação	0,8260	0,9623		
Máximo	5,3200	6,3046		
Mínimo	0,2215	0,0913		
Painel B	Empresas do Novo Mercado	Empresas Não membros do Novo Mercado	Teste t (valor-p)	Teste Não Paramétrico (valor-p)
Núm. Observações	71	105		
Média	1,3674	1,0631	0,0294	0,0130
Mediana	1,0401	0,8533		0,2820
Desvio Padrão	1,1335	0,9739		
Coeficiente de Variação	0,8289	0,9161		
Máximo	5,3200	6,3046		
Mínimo	0,2215	0,0913		

Nota: Valor de mercado da empresa, aproximado pelo  $q$  de Tobin = (valor de mercado e o endividamento) / Valor contábil da empresa. NDGC = Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Em seu conjunto os resultados obtidos permitem observar que empresas com sistema de Governança Corporativa de melhor qualidade, aproximado pelo fato da empresa estar presente em segmentos diferenciados de negociação da BM&FBOVESPA apresentam indicadores mais favoráveis que aquelas do mercado tradicional. Esta realidade foi observada para os indicadores de liquidez, endividamento, retorno sobre investimento, lucro, e também o desempenho de mercado medido pelo  $q$  de Tobin.

## CONCLUSÃO

Este estudo objetivou avaliar eventuais benefícios da adoção de boas práticas de Governança Corporativa para a gestão e desempenho da empresa refletido nos indicadores financeiros das empresas. Para tanto, foi feito um estudo sobre boas práticas de governança e indicadores financeiros. A adoção de boas práticas de governança foi aproximada pela presença da empresa em níveis diferenciados de negociação da BM&FBOVESPA. Foi encontrado amparo para a hipótese de que empresas com melhores práticas de governança apresentam melhores indicadores financeiros.

A análise de indicadores de liquidez, que mostram a situação financeira da empresa e sua capacidade de honrar compromissos, mostrou que empresas com melhores sistemas de governança corporativa, de fato, apresentam melhores índices de liquidez. Empresas com melhor governança apresentaram melhor situação de liquidez, observada nos índices de liquidez

corrente, imediata, seca e geral. Situação similar foi verificada com os indicadores de endividamento. Empresas de segmentos diferenciados apresentaram melhores indicadores de endividamento. Estas empresas tendem a ser menos endividadas e depender menos de capital de terceiros, além de ter mais capacidade de endividamento de longo prazo.

O quadro mais favorável para empresas de segmentos diferenciados de negociação da BM&FBOVESPA também foi observado quando da análise de indicadores de retorno de investimento. A superioridade do retorno sobre o investimento e do índice preço por lucro, bem como do lucro por ação, são uma boa indicação do mais elevado potencial de retorno do investimento nestas empresas. Resultado que também merece menção é a tendência de melhor valor de mercado para empresas com melhores práticas de governança corporativa.

Estes resultados estão em sintonia com os de trabalhos anteriores no Brasil e em outros mercados que encontraram tendência de melhor desempenho para empresas com melhores sistemas de governança corporativa. No entanto, consideramos como contribuição adicional deste trabalho a avaliação detalhada de indicadores financeiros ainda não contemplados, até onde temos conhecimento, na literatura que está mais focado em rentabilidade e valor de mercado.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.

AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. Comparative and International Corporate Governance. **The Academy of Management Annals**, v. 4, n. 1, p. 485-556, 2010.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro**: aspectos conceitos e históricos. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARMSTRONG, C. S.; BALAKRISHNAN, K.; COHEN, D. Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, p. 185-204, 2012.

ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 179-234, 2010.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**: Um Enfoque Econômico-Financeiro. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012a.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012b.

ATANASOV, V.; BLACK, B.; CICCOTELLO, C.; GYOSHEV, S. How does law affect finance? An examination of equity tunneling in Bulgaria. **Journal of Financial Economics**, v. 96 n. 1, p. 155-173, 2010.

BAI, C.-E.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, F. M.; ZHANG, J. Corporate governance and market valuation in China. **Journal of Comparative Economics**, v. 32, n. 4, p. 599-616, 2004.

BALASUBRAMANIAN, N.; BLACK, B. S.; KHANNA, V. The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 319-340, 2010.

BLACK, B.; KIM, W. The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 203-226, 2012.

BLACK, B. S.; KHANNA, V. S. Can Corporate governance reforms increase firm market values? Event Study Evidence from India. **Journal of Empirical Legal Studies**, v. 4, n. 4, p. 749-796, 2007.

- BLACK, B. S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, v. 7, n. 4, p. 361-379, 2006.
- BRAGA-ALVES, M. V.; MOREY, M. Predicting corporate governance in emerging markets. **Journal of International Money and Finance**, v. 31, n. 6, p. 1414-1439, 2012.
- BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Corporate governance, valuation and performance: evidence from a voluntary market reform in Brazil. **Financial Management**, v. 40, n. 1, p. 139-157, 2011.
- BRAINARD, W. C.; TOBIN, J. Pitfalls in financial model building. **The American Economic Review**, v. 58, n. 2, p. 99-122, 1968.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10. ed.: MCGRAW-HILL INTERAMERICANA, 2013.
- 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.
- 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.
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.
- CHHAOCHHARIA, V.; LAEVEN, L. Corporate governance, norms and practices. **Journal of Financial Intermediation**, v. 18, n. 3, p. 405-431, 2009.
- CHIRINKO, R. S. Business Fixed Investment spending: modelling strategies, empirical and policy implications. **Journal of Economic Literature**, v. 31, n. 4, p. 37, 1993.
- CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LARCKER, D. F. Executive equity compensation and incentives: a survey. (Part 1: a review of the literature on corporate governance). **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 27-50, 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, V. L. **Inversión, Restricción Financiera y Estructura de Propiedad en Brasil**. 1. ed. Saarbrücken: Editorial Académica Española (LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG), 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; VALLELADO, E. Financial constraints for investment in Brazil. **International Journal of Managerial Finance**, v. 10, n. 1, p. 73-92, 2014.

DE NICOLÒ, G.; LAEVEN, L.; UEDA, K. Corporate governance quality: trends and real effects. **Journal of Financial Intermediation**, v. 17, n. 2, p. 198-228, 2008.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why do countries matter so much for corporate governance? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 1, p. 1-39, 2007.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

IBGC. Guia das Melhores Práticas de Governança para Fundações e Institutos Empresariais. v. 1. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009. p. 73.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIRAPORN, P.; KIM, J.-C.; KIM, Y. S.; KITSABUNNARAT, P. Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). **International Review of Economics and Finance**, v. 22, p. 208-221, 2012.

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

LA ROCCA, M. The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. **Corporate Governance**, v. 7, n. 3, p. 312-325, 2007.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. (Ed.). **Investor Protection and Corporate Governance - Firm Level Evidence across Latin America**. Palo Alto, CA: Stanford University Press, 2007. p. 213-287.

LIAO, L.-K. C.; MUKHERJEE, T.; WANG, W. Corporate governance and capital structure dynamics: na empirical study. **The Journal of Financial Research**, v. XXXVIII, n. 2, p. 169-191, 2015.

MOYEN, N. Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, p. 2061-2092, 2004.

NTIM, C. G. An Integrated Corporate Governance Framework and Financial Performance in South African-Listed Corporations. **South African Journal of Economics**, v. 81, n. 3, p. 373-392, 2013.

PICCOLI, P. G. R.; SOUZA, W. V.; SOUZA, A.; DEL CORSO, J. M. A Influência da adoção de práticas de governança corporativa na valorização das ações de companhias listadas na Bovespa. **Perspectivas Contemporâneas**, v. 7, n. 2, p. 97-119, 2012.

RODRIGUES, A. D. J. **Metodologia Científica**. 1. ed. São Paulo: Avercamp, 2006.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

## AGRADECIMENTOS

Os autores agradecem as relevantes sugestões feitas pelos avaliadores e pelo corpo editorial da Revista *Perspectivas Contemporâneas*. O autor Vicente Lima Crisóstomo também agradece o apoio do CNPq (Projeto 477343/2013-9 – Universal 14/2013).

## NOTAS

<sup>(1)</sup> Doutorado em Finanças pela Universidade de Valladolid/Espanha. Mestrado em Ciências da Computação pela Universidade Federal de Santa Catarina/UFSC. Graduação em Ciências Contábeis e Ciências da Computação pela Universidade Federal do Ceará/UFC. Professor da Faculdade de Economia da Universidade Federal do Ceará/UFC, Fortaleza/CE.

<sup>(2)</sup> Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará/UFC.

Enviado: 14/06/2014

Aceito: 09/12/2015

Publicado: 14/12/2015