



INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DA PARAÍBA
CAMPUS JOÃO PESSOA
DIRETORIA DE ENSINO SUPERIOR
UNIDADE ACADÊMICA DE GESTÃO E NEGÓCIOS
CURSO SUPERIOR DE BACHARELADO EM ADMINISTRAÇÃO

MAYKON BARBOSA VIANA

GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE FINANCEIRA DAS
COMPANHIAS CLASSIFICADAS NOS SEGMENTOS DE LISTAGEM
DA BM&FBOVESPA

João Pessoa
2018

MAYKON BARBOSA VIANA

GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE FINANCEIRA DAS
COMPANHIAS CLASSIFICADAS NOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA
BM&FBOVESPA



TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO apresentado ao Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba (IFPB), curso Superior de Bacharelado em Administração, como requisito institucional para a obtenção do Grau de Bacharel em ADMINISTRAÇÃO.

Orientador: Prof. Dr. Odilon Saturnino Silva Neto

JOÃO PESSOA
2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação – CIP
Biblioteca Nilo Peçanha – IFPB, *campus* João Pessoa

V614g

Viana, Maykon Barbosa.

Governança corporativa: uma análise financeira das
companhias classificadas nos segmentos de listagem
BM&FBOVESPA / Maykon Barbosa viana. – 2018.
87 f.: il.

TCC (Bacharel em Administração) – Instituto
Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da
Paraíba – Coordenação em Administração, 2018.

Orientador: Odilon Saturnino Silva Neto.

1. Governança corporativa. 2. Administração
financeira. 3. Índice financeiro. I. Título.

CDU 005.915

Thiago de Lima Silva
Bibliotecário-Documentalista
CRB-15/524

MAYKON BARBOSA VIANA

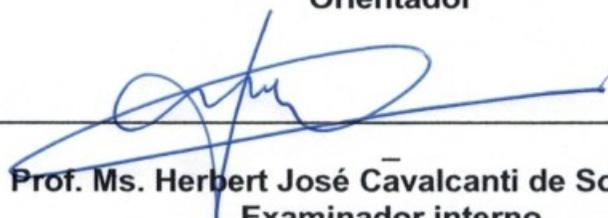
**GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE FINANCEIRA DAS
COMPANHIAS CLASSIFICADAS NOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA
BM&FBOVESPA**

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO apresentado ao Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba (IFPB), curso Superior de Bacharelado em Administração, como requisito institucional para a obtenção do Grau de Bacharelem **ADMINISTRAÇÃO**

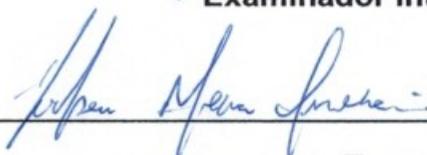
BANCA EXAMINADORA:



Prof. Dr. Odilon Saturnino Silva Neto (IFPB)
Orientador



Prof. Ms. Herbert José Cavalcanti de Souza (IFPB)
Examinador interno



Prof. Ms. Gibson Meira Oliveira
Examinador externo

Dedico este trabalho ao meu eterno primo, irmão e amigo, Jefferson Viana (in memoriam), o qual esteve sempre ao meu lado.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me conceder a vida. Eu o amo, incondicionalmente.

Aos meus pais, Honorio e Josineide, o meu muito obrigado, por serem dedicados, honestos, amorosos, leais e, principalmente, por serem os meus melhores amigos, sempre ao meu lado. Eu os amo, incondicionalmente.

Ao meu eterno primo, irmão, amigo e companheiro de idas e vindas da universidade, Jefferson Viana (in memoriam), que infelizmente não está mais fisicamente entre nós, mas o seu legado foi deixado, de amor, respeito, caráter, humildade e cooperação. Fui crescendo, aprendendo com ele muito do que sei hoje, e o admirando. Como sou grato a Deus por ter feito parte da vida de uma pessoa tão incrível.

À toda minha família (avós, tios, tias, irmãs, primos, primas, sobrinhos e sobrinhas), o meu muito obrigado, por serem meus amigos fieis e pessoas a quem dedico toda a minha confiança, admiração e respeito.

Ao meu orientador e amigo, Professor Odilon Saturnino, o meu muito obrigado. Sempre exerceu com maestria o seu dom pela docência, desde o segundo período, com a disciplina de Matemática II, depois com Administração Financeira e Orçamentária (AFO) e, logo após, com Práticas de Pesquisa em AFO (PPAFO). Tive a honra de tê-lo como professor em três disciplinas e ainda fui seu monitor em PPAFO. Obrigado pelos ensinamentos e ajudas. Aproveito para agradecer à Professora Valéria Saturnino, a quem não tive a honra de ser aluno, mas sempre estive nos “bastidores” das minhas pesquisas de AFO, me ajudando.

Aos professores Gibson Meira, Herbert Souza e Marcella Tavares, por serem excelentes docentes e amigos. O meu muito obrigado pela experiência com as monitorias em suas disciplinas.

À Ceres Beck, melhor professora de Administração de Marketing, a quem tenho um carinho e admiração enormes. Muito obrigado pelos ensinamentos.

Aos Professores Gilvan Medeiros e Vilma Ismael, o meu muito obrigado por me ensinarem as Contabilidades Básica e Gerencial, necessárias para me tornar um Administrador preparado para o mercado de trabalho.

À Professora Edlaine Correia, por ensinar a disciplina de Pesquisa Operacional com maestria, a qual é tachada pelos alunos como uma disciplina difícil, conseguiu

desmistificar essa inverdade, e comprovar que um excelente professor torna qualquer disciplina, aparentemente complicada, tranquila. Muito obrigado.

À Professora Patrícia Carvalho, muito obrigado pelas ajudas e pelos lembretes importantes, durante o desenvolvimento da minha monografia. O seu trabalho foi essencial para a finalização do meu TCC.

À Professora Maria Luiza, o meu muito obrigado por ter me proporcionado conhecer esse mundo da pesquisa acadêmica, e pelos ensinamentos na disciplina de Administração de Pessoas.

A todos os professores do Curso de Administração, sem exceção, o meu muito obrigado pelos ensinamentos e experiências transmitidas durante as aulas. Sem dúvidas, o IFPB possui os melhores professores de Administração do nosso estado.

Aos meus amigos, o meu muito obrigado, aqueles que estão comigo desde a infância e os atuais. Talvez eu não tenha tantos amigos, mas os que tenho são os melhores que alguém poderia ter. Em especial, aos amigos (amigos de ouro: amigouros) que o ensino médio, também no IFPB, me deu: Amanda Belo, Mayara Raíssa, Sara Oliveira, Tatianny Bezerra, Raquel Lima e Igor Arantes. Vocês foram o exemplo de amigos que não se ausentam com a distância.

A todos os meus colegas do Curso de Administração, o meu muito obrigado pelo companheirismo e amizade. Em especial, aos amigos que levarei para o resto da vida, Jonas Araújo, Rafael Barboza, Kathelen Larissa, Maria Mota, Ingridy Nathália, João Batista e Iranildo Oliveira. Guardarei com muito carinho todas as nossas boas recordações.

“Quem caminha sozinho vai mais rápido, mas quem caminha junto vai mais longe.” Muito obrigado a todos e todas!

RESUMO

O mercado de valores mobiliários, dando ênfase às negociações de renda variável, como as ações, faz parte da rotina de muita gente que decide aplicar um capital e, posteriormente, receber direitos. Este mercado envolve alguns riscos para os acionistas, tendo em vista que os resultados dos investimentos dependem diretamente da situação econômico-financeira das companhias que negociam suas ações. Muitos acionistas buscam investir em empresas que possuam um elevado grau de confiabilidade e que estejam consolidadas no mercado. Como forma de alavancar o desenvolvimento econômico-financeiro das organizações e garantir o retorno aos investidores, a Governança Corporativa foi criada, incentivando a adoção das companhias a boas práticas e princípios. Buscou-se, nesta pesquisa, analisar se as companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, classificadas nos segmentos de listagem, possuem indicadores financeiros superiores aos das demais negociantes de valores mobiliários, e entre as próprias empresas que possuem níveis de governança corporativa. Para alcançar este objetivo foi realizada uma pesquisa descritiva, com uma abordagem quantitativa e método de raciocínio dedutivo, estudando índices financeiros, coletados no Economática, de 369 empresas, de 2010 a 2017, das quais 185 são classificadas nos níveis de governança corporativa, e 184 não. Os índices financeiros estudados foram a liquidez geral (LG), liquidez corrente (LC) e liquidez seca (LS); o retorno sobre o ativo (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); o índice de estrutura de capital (IEC) e de composição de endividamento (IC). De acordo com os resultados obtidos, apenas os índices de liquidez seca foram estatisticamente significativos; e as companhias classificadas nos segmentos de listagem obtiveram melhores resultados na maioria dos índices (LC, LS, ROA, ROE e IC), em relação às que não possuem níveis de governança corporativa. Sendo assim, concluiu-se que, as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem melhores desempenhos financeiros do que as que não são classificadas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Segmentos de Listagem. Índices Financeiros.

ABSTRACT

The securities market, giving emphasis to the negotiations of income variable, such as the actions, is part of the routine of many people who decide to apply a capital and, subsequently, receive rights. This market involves certain risks for shareholders, in order that the results of investments depend directly on the economic and financial situation of the companies who negotiate their actions. Many shareholders seek to invest in companies which possess a high degree of reliability and which are consolidated in the market. As a way of boosting economic development and financial organizations and ensure the return to investors, Corporate Governance was created, encouraging the adoption of good practices and principles. We sought, in this research, analyze whether the Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA, classified under the listing segments, have financial indicators above those of other securities dealers, and between the companies themselves that have levels of corporate governance. To achieve this objective was performed a descriptive research, with a quantitative approach and method of deductive reasoning, studying financial indices, collected in the Economatica, 369 companies, from 2010 to 2017, of which 185 are classified in levels of corporate governance, and 184 did not. The financial indices studied were the general liquidity (GL), current liquidity (CL) and liquidity drought (LD); the return on assets (ROA) and the return on equity (ROE); the index of capital structure (ICS) and composition of indebtedness (COI). According to the results obtained, only the indexes of liquidity drought were statistically significant; and the companies classified in listing segments obtained better results in most index (CL, LD, ROA, ROE and COI), in relation to which do not have levels of corporate governance. Thus, it was concluded that the companies classified in listing segments have better financial performance than those that are not classified.

Keywords: Corporate Governance. Listing segments. Financial index.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: O Sistema de Governança Corporativa.....	22
--	----

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1: Pesquisas anteriores sobre Governança Corporativa.....	30
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC2T10).....	61
GRÁFICO 2: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC4T10).....	61
GRÁFICO 3: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC1T11).....	61
GRÁFICO 4: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC1T13).....	62
GRÁFICO 5: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC4T13).....	62
GRÁFICO 6: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC1T14).....	62
GRÁFICO 7: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC2T14).....	63
GRÁFICO 8: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC2T15).....	63
GRÁFICO 9: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC4T17).....	63
GRÁFICO 10: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T10).....	64
GRÁFICO 11: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T10).....	64
GRÁFICO 12: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T11).....	64
GRÁFICO 13: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T11).....	65
GRÁFICO 14: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T11).....	65
GRÁFICO 15: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T11).....	65

GRÁFICO 16: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T12).....	66
GRÁFICO 17: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T12).....	66
GRÁFICO 18: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T12).....	66
GRÁFICO 19: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T12).....	67
GRÁFICO 20: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T13).....	67
GRÁFICO 21: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T13).....	67
GRÁFICO 22: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T13).....	68
GRÁFICO 23: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T13).....	68
GRÁFICO 24: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T14).....	68
GRÁFICO 25: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T14).....	69
GRÁFICO 26: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T14).....	69
GRÁFICO 27: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T15).....	69
GRÁFICO 28: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T15).....	70
GRÁFICO 29: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T15).....	70
GRÁFICO 30: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T15).....	70
GRÁFICO 31: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T17).....	71
GRÁFICO 32: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T17).....	71
GRÁFICO 33: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA1T12).....	72
GRÁFICO 34: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA3T13).....	72
GRÁFICO 35: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA4T14).....	72
GRÁFICO 36: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA1T16).....	72
GRÁFICO 37: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA2T16).....	73
GRÁFICO 38: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA3T16).....	73
GRÁFICO 39: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA4T16).....	73
GRÁFICO 40: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA1T17).....	74

GRÁFICO (ROA2T17)	41:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROA	74
GRÁFICO (ROE2T10)	42:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	74
GRÁFICO (ROE3T10)	43:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	75
GRÁFICO (ROE4T10)	44:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	75
GRÁFICO (ROE2T11)	45:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	75
GRÁFICO (ROE2T12)	46:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	76
GRÁFICO (ROE3T12)	47:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	76
GRÁFICO (ROE4T12)	48:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	76
GRÁFICO (ROE1T13)	49:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	77
GRÁFICO (ROE2T13)	50:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	77
GRÁFICO (ROE4T13)	51:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	77
GRÁFICO (ROE1T14)	52:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	78
GRÁFICO (ROE2T14)	53:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	78
GRÁFICO (ROE3T14)	54:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	78
GRÁFICO (ROE2T15)	55:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	79
GRÁFICO (ROE3T15)	56:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	79
GRÁFICO (ROE4T15)	57:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	79
GRÁFICO (ROE4T16)	58:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	80
GRÁFICO (ROE1T17)	59:	Teste de hipótese	4	não	paramétrico	-	ROE	80
GRÁFICO (IEC2T10)	60:	Teste de hipótese	6	não	paramétrico	-	IEC	81
GRÁFICO (IEC2T17)	61:	Teste de hipótese	6	não	paramétrico	-	IEC	81
GRÁFICO (IEC3T17)	62:	Teste de hipótese	6	não	paramétrico	-	IEC	81
GRÁFICO (IC4T11)	63:	Teste de hipótese	6	não	paramétrico	-	IC	81
GRÁFICO (IC2T12)	64:	Teste de hipótese	6	não	paramétrico	-	IC	82
GRÁFICO (IC3T12)	65:	Teste de hipótese	6	não	paramétrico	-	IC	82

GRÁFICO 66: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T12).....	82
GRÁFICO 67: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC1T13).....	83
GRÁFICO 68: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T13).....	83
GRÁFICO 69: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T13).....	83
GRÁFICO 70: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T14).....	84
GRÁFICO 71: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T14).....	84
GRÁFICO 72: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC1T15).....	84
GRÁFICO 73: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T15).....	85
GRÁFICO 74: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC1T16).....	85
GRÁFICO 75: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T16).....	85
GRÁFICO 76: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T17).....	86
GRÁFICO 77: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T17).....	86

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 1 - Índices de Liquidez.....	39
TABELA 2: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 2 - Índices de Liquidez.....	40
TABELA 3: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 3 - Índices de Rentabilidade.....	43
TABELA 4: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 4 - Índices de Rentabilidade.....	44
TABELA 5: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 5 - Índices de Endividamento.....	47
TABELA 6: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 6 - Índices de Endividamento.....	48
TABELA 7: Análise Discriminante – Teste Box's M.....	50
TABELA 8: Análise Discriminante – Teste U (Wilks'Lambda).....	50
TABELA 9: Análise Discriminante – Variables in the Analysis.....	51

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

IFPB: Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
1.1	OBJETIVOS.....	15
1.1.1	Objetivo geral.....	15
1.1.2	Objetivos específicos.....	16
2	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	17
2.1	CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA.....	17
2.2	UNIVERSO, AMOSTRAGEM E AMOSTRA.....	18
2.3	INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS.....	18
2.4	PERSPECTIVA DE ANÁLISE DE DADOS.....	18
2.5	HIPÓTESES DA PESQUISA.....	20
3	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	21
3.1	SEGMENTOS DE LISTAGEM.....	23
4	INDICADORES FINANCEIROS DE ANÁLISE.....	26
4.1	ÍNDICES DE LIQUIDEZ.....	26
4.1.1	LIQUIDEZ GERAL.....	27
4.1.2	LIQUIDEZ CORRENTE.....	28
4.1.1	LIQUIDEZ SECA.....	28
4.2	ÍNDICES DE RENTABILIDADE.....	28
4.2.1	RETORNO SOBRE O ATIVO.....	29
4.2.2	RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO.....	29
4.3	ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO.....	29
4.2.1	ÍNDICE DE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	30
4.2.2	ÍNDICE DE COMPOSIÇÃO DE ENDIVIDAMENTO.....	30
5	PESQUISAS RELACIONADAS AO TEMA.....	30
6	ANÁLISE DE DADOS E INTERPRETAÇÃO DE RESULTADOS.....	39
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
	REFERÊNCIAS.....	55

1 INTRODUÇÃO

Investidores que buscam maior retorno, geralmente com um perfil de risco agressivo, aplicam o seu capital em ações, obtendo direitos, seja através da participação nos lucros, direito a voto, ou de subscrição. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2014), Os acionistas têm participação no lucro da companhia por meio do recebimento de dividendos, proporcional a cada ação após o resultado do exercício; de juros sobre o capital próprio e de bonificações, de modo que tais pagamentos são efetuados conforme o desempenho financeiro da organização; no direito ao voto, para as ações ordinárias, onde o peso do voto é correspondente à quantidade de ações que o acionista possui, a regra é de um voto correspondente a uma ação; no direito de subscrição, os acionistas podem adquirir novas ações emitidas por uma companhia quando a empresa eleva o seu capital social.

Os investidores, principalmente os de ações, por não conhecerem previamente o resultado financeiro das aplicações, buscam empresas com um aspecto maior de confiabilidade, garantia de cumprimento com as obrigações, segurança de vida útil, de modo que as companhias abertas participantes dos níveis de governança corporativa seguem melhores práticas e princípios, além de serem potenciais na valorização das ações e eventuais direitos adicionais aos acionistas não controladores. Ribeiro Neto e Famá (2002), por meio dos resultados de uma pesquisa sobre a consideração dos segmentos de listagem como uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro, afirmam que o objetivo destes segmentos é a valorização das ações, tendo em vista que a oferta de papéis com qualidade atrairá grandes investidores estrangeiros e institucionais, e que por meio dos critérios dos níveis de governança corporativa, exigindo transparência por parte da empresa, atrairá os pequenos e médios investidores.

Conforme Bertucci (2006), o termo governança corporativa começou a ser utilizado nos Estados Unidos, na década de 1980, designando uma forma de gestão, para garantir que os investidores confiassem nas companhias abertas, e estas se tornassem socialmente mais responsáveis, desenvolvendo mecanismos que conferissem maiores visibilidade e transparência ao processo decisório.

Segundo Fernandes, Dias e Cunha (2010), a Governança Corporativa representa um instrumento que tem a capacidade de alavancar o desenvolvimento

econômico-financeiro das organizações, além de ser simbolizada como uma forma de assegurar o retorno sobre investimentos dos acionistas, bem como o aumento do valor da empresa.

A BM&FBOVESPA (2017) afirma que os segmentos de listagem foram criados no intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro realizando adequações a diferentes perfis de empresas. Todos os níveis de governança corporativa prezam pelo cumprimento de regras, estas que objetivam melhorar a avaliação das companhias que decidem de maneira voluntária aderir a um dos segmentos de listagem.

Os níveis de governança corporativa possuem critérios de classificação previamente determinados pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA). De acordo com Batistella (2004), o Novo Mercado pode ser dividido, de uma forma geral, em três níveis: Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC); Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC); e o Novo Mercado propriamente dito.

A análise dos indicadores financeiros, mediante o critério de tornarem públicas as informações das companhias classificadas nos níveis de governança corporativa, previamente estabelecido pela BM&FBOVESPA, é essencial para a apreciação dos atuais e potenciais acionistas, e como consequência, a tomada de decisão sobre a efetiva aplicação de capital. Segundo Ramos e Martinez (2006), nas companhias de capital aberto as práticas de transparência, equidade de tratamento e prestação de contas são cruciais para o relacionamento de acionistas, controladores, minoritários e gestores.

Diante do panorama abordado, a questão que embasa este estudo se origina da seguinte pergunta: as companhias abertas classificadas nos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA possuem melhores resultados financeiros, comparando-as com as demais companhias negociantes de valores mobiliários, e entre as próprias empresas que possuem níveis de governança corporativa?

Sendo assim, esta pesquisa tem como objetivo geral: analisar se as companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, classificadas nos segmentos de listagem, possuem indicadores financeiros superiores aos das demais negociantes de valores mobiliários, e entre as próprias empresas que possuem níveis de governança corporativa.

Para alcançar o objetivo geral foram delimitados os objetivos específicos: analisar os índices de liquidez geral, corrente e secadas empresas listadas na BM&FBOVESPA, classificadas e não classificadas nos segmentos de listagem; verificar os índices de retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido das empresas listadas na BM&FBOVESPA, classificadas e não classificadas nos segmentos de listagem; e apreciar os índices de estrutura de capital e de composição de endividamento das empresas listadas na BM&FBOVESPA, classificadas e não classificadas nos segmentos de listagem.

2 METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesta seção são apresentados os métodos e procedimentos utilizados na pesquisa, necessários para alcançar os objetivos propostos, de modo que encontra-se segmentada nas seguintes etapas: caracterização da pesquisa; universo, amostragem e amostra; instrumento de coleta de dados; e perspectiva de análise de dados.

2.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

A presente pesquisa é caracterizada como descritiva, pois investiga o estabelecimento de relações entre variáveis, de modo que estas relações são analisadas entre as empresas negociadoras de valores mobiliários, classificadas e não classificadas nos níveis de governança corporativa, com foco nos indicadores econômico-financeiros das mesmas. De acordo com Gil (2010), as pesquisas descritivas objetivam descrever as características de uma determinada população, podendo, também, ser elaboradas com a finalidade de identificar possíveis relações entre fatores.

A abordagem da pesquisa é a quantitativa, que conforme Prodanov e Freitas (2013), tudo o que pode ser quantificável é considerado, traduzindo em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las, a qual requer o uso de recursos e técnicas estatísticas, formulação de hipóteses e relação entre variáveis, a fim de garantir a precisão dos resultados, evitando contradições no processo de apreciação e interpretação.

O tipo da pesquisa adotado é a análise econométrica de dados secundários, por meio de indicadores econômico-financeiros coletados na base de dados da Económica. Segundo Martelanc (2010), a análise econométrica de dados secundários é a aplicação de técnicas estatísticas a dados quase sempre secundários, na maioria das vezes representativos da população; de modo que, às vezes, tem como objetivo estabelecer relações entre as variáveis, identificando o vínculo de causa e efeito entre elas.

O método de raciocínio utilizado é o dedutivo, que procura confirmar uma determinada hipótese, tendo como inferência que as classificações em níveis de governança corporativa geram resultados econômico-financeiros positivos para as

empresas. Gil (2008, apud RIBAS e OLIVO, 2016) afirma que o caminho lógico explorado por tal método parte de princípios reconhecidos como verídicos e indiscutíveis, possibilitando assim gerar conclusões de maneira puramente formal, isto é, em virtude unicamente de sua lógica.

2.2 UNIVERSO, AMOSTRAGEM E AMOSTRA

O universo da presente pesquisa é constituído por todas as companhias de capital aberto que negociam valores mobiliários e que são listadas na BM&FBOVESPA, sendo 185 empresas classificadas nos segmentos de listagem, a saber: 27 empresas no N1GC, 19 empresas no N2GC e 139 no Novo Mercado; e 184 empresas não classificadas nos segmentos de listagem. Utilizando-se todos os elementos da população, realizar-se-á um censo. De acordo com Fontainha et al. (2013), o censo é definido como uma pesquisa quantitativa, na qual, quando é estabelecido o universo, o pesquisador se propõe a estudá-lo por inteiro e não parte dele.

2.3 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

O instrumento de coleta de dados a ser utilizado no campo da pesquisa é o Economática, no qual será possível reunir os resultados dos índices financeiros das companhias estudadas.

De acordo com o Economática (2018), o Economática é um sistema de análise de investimentos, o qual é um software que reúne informações em um banco de dados de indicadores financeiros e econômicos, além de ferramentas que auxiliam nas decisões de analistas e investidores.

2.4 PERSPECTIVA DE ANÁLISE DE DADOS

Os dados coletados através da Economática serão reunidos, segregando os indicadores financeiros das companhias classificadas e não classificadas nos segmentos de listagem, a saber: índices de liquidez (liquidez geral, corrente e seca); índices de rentabilidade (retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido);

índices de endividamento (índice de estrutura de capital e índice de composição de endividamento).

Os dados serão analisados com uso de estatísticas descritiva e inferencial, através do MS Excel e do SPSS. Segundo Murolo et al. (2010), a estatística descritiva tem como atribuições, na sua função de descrição dos dados, obter dados estatísticos, organizá-los, reduzi-los, representando-os e obtendo algumas informações que auxiliam a descrição do fenômeno observado – médias, proporções, dispersões, tendências, índices, taxas e coeficientes. De acordo com Martins (2010), a estatística inferencial tem como objetivo conhecer populações por meio das informações amostrais. Como as populações são caracterizadas por medidas numéricas descritivas, denominadas parâmetros, a estatística diz respeito à realização de inferências sobre esses parâmetros populacionais desconhecidos. Parâmetros populacionais típicos são a média, o desvio padrão e a proporção de determinado evento populacional. Os métodos para realizar inferências a respeito dos parâmetros pertencem a duas categorias: estimação, determinando estimativas dos parâmetros populacionais; e testes de hipóteses, tomando decisão relativa ao valor de um parâmetro populacional. Ainda serão realizadas análises discriminantes, que, segundo Mário (2009), a análise discriminante é uma técnica estatística multivariada, desenvolvida com o propósito de auxiliar na classificação ou pré-classificação de um elemento, em determinado grupo, resguardando tempo e esforços.

Os dados analisados da pesquisa serão referentes aos exercícios de 2010 a 2017. O motivo da escolha deste período se deu devido à adoção do Brasil às Normas Internacionais de Contabilidade, dois anos antes do início do intervalo de tempo estudado neste trabalho. De acordo com Antunes et al. (2012), a partir de 2008, o Brasil passou a adotar as Normas Internacionais de Contabilidade, geralmente conhecidas como International Financial Reporting Standards (IFRS), através da promulgação da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Mediante esse processo de convergência às normas internacionais, foi trazido como principal inovação o fato de a prática contábil brasileira estar muito mais baseada na interpretação das declarações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) do que na mera aplicação de regras nacionais, como ocorria anteriormente. Com isso ocorrem implicações relevantes para a qualidade da informação contábil aos profissionais da contabilidade, para outros profissionais que utilizam essa

informação, para investidores e analistas do mercado financeiro e para outros interessados.

2.5 HIPÓTESES DA PESQUISA

- Hipótese 1: As empresas classificadas no nível Novo Mercado possuem índices de liquidez geral, corrente e seca superiores aos das companhias classificadas nos níveis 1 e 2;
- Hipótese 2: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem índices de liquidez geral, corrente e seca superiores aos das companhias que não possuem níveis de governança corporativa;
- Hipótese 3: As empresas classificadas no nível Novo Mercado possuem um maior retorno sobre o ativo e um maior retorno sobre o patrimônio líquido em relação às companhias classificadas nos níveis 1 e 2;
- Hipótese 4: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem um maior retorno sobre o ativo e um maior retorno sobre o patrimônio líquido em relação às companhias que não possuem níveis de governança corporativa;
- Hipótese 5: As empresas classificadas no nível Novo Mercado possuem melhores índices de estrutura de capital e de composição em relação às companhias classificadas nos níveis 1 e 2;
- Hipótese 6: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem melhores índices de estrutura de capital e de composição em relação às companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com o IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2002, apud BACHMANN, 2012), a Governança Corporativa (GC) pode ser definida como um sistema em que empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, tendo com base o relacionamento entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (stakeholders).

Segundo a CVM – Comissão de Valores Mobiliários (2014), a Governança Corporativa se originou como teoria devido aos conflitos inerentes à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses dos diversos sócios e os interesses dos gestores. No Brasil, em que a propriedade concentrada é majoritária, ocorrem os conflitos de governança ao passo que a empresa cresce e novos sócios, sejam investidores ou herdeiros, passam a fazer parte da sociedade.

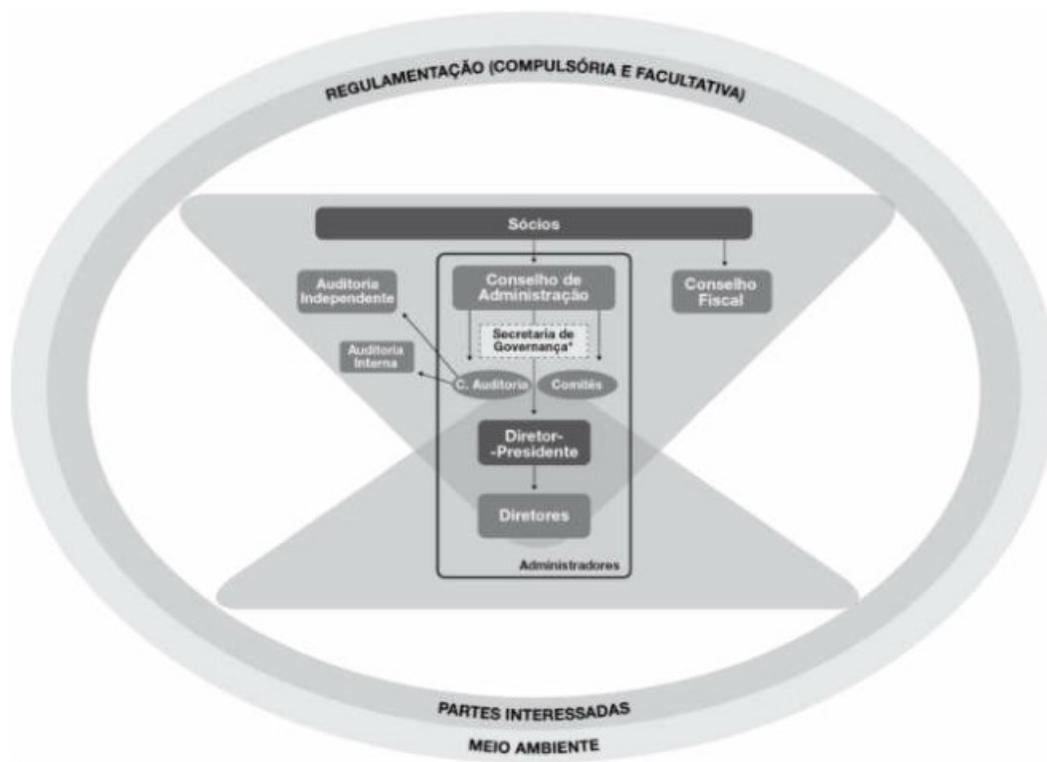
Segundo o IBGC (2018), as boas práticas de governança corporativa transformam princípios básicos em recomendações objetivas, dispondo interesses com o objetivo de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da companhia, coadjuvando seu acesso a recursos e cooperando para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

A CVM (2014) enuncia que, no Brasil, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC se baseia em quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas (accountability) e responsabilidade corporativa. A transparência vai além da obrigação de informar, sendo o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações importantes, as quais são consideradas de interesse destas, sem que haja uma limitação aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A equidade está associada ao tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas. Com a accountability, os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, apropriando-se das consequências de seus atos e omissões. Com a responsabilidade corporativa, os agentes de governança devem ter zelo pela sustentabilidade das companhias, objetivando a sua longevidade, incorporando considerações com viés social e ambiental na definição dos negócios e operações.

De acordo com o CVM (2014), o Sistema de Governança Corporativa é composto pelos sócios ou a assembleia de acionistas, os quais são a instância máxima de decisão dentro da organização, sendo os responsáveis pela escolha e

destituição dos membros do Conselho de Administração. O Conselho de Administração, segundo a legislação brasileira e o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, é considerado o principal componente do sistema de governança, de modo que exerce o papel de órgão máximo na fixação das diretrizes da empresa, decidindo pelo rumo do negócio, sendo responsável por seu direcionamento estratégico e pela escolha, orientação e pelo monitoramento dos executivos. Os executivos ou diretores são responsáveis pela gestão do negócio, operacionalizando e executando as diretrizes estratégicas traçadas pelo conselho, a quem devem prestar contas de sua atuação. O Conselho Fiscal e a Auditoria Independente são órgãos de controle, tendo em vista que aquele verifica se os conselheiros e executivos estão atuando a favor do cumprimento dos seus deveres e responsabilidades, e este assesta atestar se as demonstrações financeiras apresentadas pela organização convergem, de fato, com a realidade constatada na companhia.

Figura 1: O Sistema de Governança Corporativa



Fonte: IBGC (2018)

De acordo com Silveira (2010), existem dois possíveis benefícios principais que a boa governança corporativa pode acarretar às empresas: os benefícios externos, ligados à maior facilidade de prospecção de recursos e à redução do custo de capital; e os benefícios internos, associados ao aperfeiçoamento do processo de decisão na alta gestão. No tocante aos benefícios externos, algumas companhias podem ser diferenciadas como possuidoras de uma boa governança corporativa, tornando-se mais interessantes aos investidores, aumentando as vendas dos seus papéis, de modo que, havendo maior demanda dos investidores, os custos de capital das companhias tornam-se mitigados, tanto do custo de capital próprio, quanto do custo de capital de terceiros, resultando em um menor custo médio ponderado de capital. Essa percepção pode estar associada aos níveis de governança corporativa, tendo em vista que os atuais ou potenciais acionistas tomam as suas decisões de compras de ações de acordo com o perfil das companhias, e estas seguem alguns requisitos determinados pela BM&FBOVESPA.

3.1 SEGMENTOS DE LISTAGEM

De acordo com a CVM (2014), a condução do desenvolvimento dos segmentos de listagem pela BM&FBOVESPA deu-se mediante o alinhamento das companhias brasileiras aos princípios e boas práticas de governança corporativa, os quais foram destinados à negociação de empresas que se comprometessem, voluntariamente, a adotar as boas práticas de governança corporativa e demais adicionais em relação ao que é exigido pela legislação brasileira.

Segundo Mocellin e Garlipp (2012), as companhias classificadas no nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na publicização de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Para as empresas classificadas como nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no nível 1, as empresas e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. No novo mercado são realizadas ações de empresas comprometidas voluntariamente com os princípios de boa governança corporativa, aumentando as oportunidades dos minoritários, melhorando a qualidade das informações prestadas, oferecendo aos investidores a segurança de uma alternativa ágil e especializada na resolução de conflitos.

A BM&FBOVESPA (2017) delimita critérios a serem cumpridos para cada segmento de listagem, conforme verificados a seguir:

Nível 1:

- Permite a existência de ações ON e PN, conforme legislação;
- Possui no mínimo 25% de freefloat, ou seja, ações em circulação;
- São assegurados os esforços de dispersão acionária às distribuições públicas de ações;
- A composição do Conselho de Administração deve possuir no mínimo três membros, conforme legislação, com mandato unificado de até dois anos;
- É obrigatória uma reunião pública anual e um calendário de eventos corporativos;
- Tem como divulgação adicional de informações, a política de negociação de valores mobiliários e código de conduta;
- 80% de concessão de TagAlong para as ações ordinárias;
- É facultativa a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

Nível 2:

- Permite a existência de ações ON e PN, conforme legislação;
- Possui no mínimo 25% de freefloat, ou seja, ações em circulação;
- São assegurados os esforços de dispersão acionária às distribuições públicas de ações;
- Tem como vedação a disposições estatutárias, limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas";
- A composição do Conselho de Administração deve possuir no mínimo cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até dois anos;
- O Conselho de Administração tem como obrigação, manifestar-se sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia;
- As demonstrações financeiras devem ser traduzidas para o Inglês;

- É obrigatória uma reunião pública anual e um calendário de eventos corporativos;
- Tem como divulgação adicional de informações, a política de negociação de valores mobiliários e código de conduta;
- 100% de concessão de TagAlong para as ações ordinárias e preferenciais;
- Possui obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, realizar oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico;
- É obrigatória a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

Novo Mercado:

- Permite a existência somente de ações ordinárias;
- Possui no mínimo 25% de freefloat, ou seja, ações em circulação;
- São assegurados os esforços de dispersão acionária às distribuições públicas de ações;
- Tem como vedação a disposições estatutárias, limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas";
- A composição do Conselho de Administração deve possuir no mínimo cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até dois anos;
- O Conselho de Administração tem como obrigação, manifestar-se sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia;
- As demonstrações financeiras devem ser traduzidas para o Inglês;
- É obrigatória uma reunião pública anual e um calendário de eventos corporativos;
- Tem como divulgação adicional de informações, a política de negociação de valores mobiliários e código de conduta;
- 100% de concessão de Tag Along para as ações ordinárias;
- Possui obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, realizar oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico;
- É obrigatória a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

Dalmácio et al. (2013) afirma, por meio dos resultados de uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro, que as companhias que aderem aos segmentos de listagem superiores – Nível 2 e Novo Mercado – são potenciais na redução de incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco, havendo um aumento de investidores interessados e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário, beneficiando investidores, empresas, mercado de capitais e o país.

4 INDICADORES FINANCEIROS DE ANÁLISE

Os indicadores financeiros e econômicos são de extrema utilidade aos potenciais e atuais investidores na tomada de decisão acerca de quais ações comprar, tendo em vista que a segurança de estabilidade e disponibilidade das companhias são fatos geradores a serem avaliados, além da análise do lucro que cada ação pode proporcionar. Lameira, Ness Junior e Macedo-Soares (2007) constataram em pesquisa sobre governança corporativa, percebendo quais os impactos no valor das companhias abertas brasileiras, que as empresas com melhores práticas de governança obtiveram impacto em seus desempenhos mensurados pelo retorno dos acionistas; além de que essas práticas se impõem como uma exigência no sentido de melhorar a percepção dos investidores em relação ao valor, ao risco, ou a outras variáveis.

Segundo Martins, Miranda e Diniz (2014, apud Fernandes, 2017), índices são utilizados para investigar a situação econômico-financeira de uma determinada empresa, sendo estes, relações entre contas das demonstrações contábeis. Tais índices são melhores compreendidos quando realizadas comparações e análises da evolução dos indicadores, ao longo do tempo, seja de uma mesma empresa ou de resultados com outras empresas do mesmo setor.

4.1 ÍNDICES DE LIQUIDEZ

Os índices de liquidez estão diretamente ligados à capacidade que a empresa tem em cumprir com suas obrigações, pagando suas dívidas, por meio da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades. De acordo com Silva

(2008), no geral, a liquidez decorre da capacidade de a empresa ser lucrativa, da gestão de seu ciclo financeiro e de suas decisões estratégicas de investimento e financiamento.

De acordo com Martins, Miranda e Diniz (2014, apud Fernandes, 2017), é através dos índices de liquidez que uma determinada empresa assume a capacidade de arcar com as dívidas, mostrando a condição de sua própria continuidade.

Segundo Assaf Neto (2010), uma grande restrição que se atribui a esses índices é a posição de liquidez estática que revelam, isto é, não refletem a magnitude e a época em que ocorrerão as diversas entradas e saídas circulantes, de modo que a empresa poderá apresentar enquadramento no nível de liquidez, medido formalmente por esses indicadores, e não manter, desde que seus direitos ativos venham a se realizar somente após um trimestre, recursos circulantes suficientes para fazer frente a suas necessidades de caixa nos próximos três meses. Para suavizar tal limitação é proposto que seja adotado um índice de liquidez menos estático.

Braga (1989, apud Fernandes, 2017) afirma que quando há uma administração eficiente dos ativos e passivos, a empresa possui boa liquidez, não sendo necessário manter dinheiro em caixa para liquidar os compromissos a vencer. Sendo assim, é importante manter as entradas e saídas de caixa sob controle.

4.1.1 LIQUIDEZ GERAL (LG)

De acordo com Marion (2012, apud Rosa, 2015), a índice de liquidez geral torna possível a identificação da capacidade de pagamento da organização em longo prazo, e o que será convertido em dinheiro tanto em curto quanto de longo prazo, fazendo relação com a dívida assumida.

A Liquidez Geral indica quanto a empresa possui em dinheiro, bens e direitos realizáveis a curto e longo prazo, aferindo às suas dívidas totais, retratando a saúde financeira a longo prazo, tendo em vista que a importância desse índice para análise da folga financeira pode ser prejudicada se os prazos dos ativos e passivos, considerados em seu cálculo, forem muito divergentes.

O cálculo da liquidez geral é feito mediante soma do ativo circulante mais o realizável a longo prazo, dividido pelo passivo circulante mais o exigível a longo prazo.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$$

4.1.2 LIQUIDEZ CORRENTE (LC)

De acordo com Marion (2010, apud Santos, 2014), a liquidez corrente também é conhecida como liquidez comum, a qual possui a função de demonstrar a capacidade de pagamento da organização, em curto prazo. O autor ainda afirma que é possível perceber que este índice não apresenta a qualidade dos itens no ativo circulante, não sendo possível mensurar a relação entre recebimentos e pagamentos.

O cálculo da liquidez corrente é feito mediante divisão do ativo circulante pelo passivo circulante.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

4.1.3 LIQUIDEZ SECA (LS)

De acordo com Matarazzo (2010, apud Esteves, 2016), a liquidez seca reproduz quanto a organização possui de ativo circulante menos os estoques para liquidar o passivo circulante, ou seja, apura o quanto a empresa é capaz de efetuar os pagamentos sem utilizar seus estoques.

O cálculo é feito mediante divisão do resultado da subtração do ativo circulante com os estoques pelo passivo circulante.

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$$

4.2 ÍNDICES DE RENTABILIDADE

De acordo com Assaf Neto (2010), os indicadores de rentabilidade visam avaliar os resultados obtidos por uma empresa relacionando-os a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões, de modo que os resultados normalmente utilizados são o lucro operacional e o lucro líquido.

4.2.1 RETORNO SOBRE O ATIVO (ROA)

Segundo Araújo (2017), o retorno sobre o ativo mede a eficiência da empresa em gerar fluxos de caixa pelas atividades operacionais frente aos investimentos realizados no ativo.

Assaf Neto (2010, apud Chiappin, 2016), sugere que seja utilizado como numerador para cálculo do ROA somente o lucro operacional, ao invés do lucro líquido. O ROA pode ser entendido como o custo financeiro máximo que uma organização poderia ter em suas captações de fundos.

O cálculo do Retorno sobre o Ativo é feito mediante razão entre o fluxo de caixa das operações e o ativo.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

4.2.2 RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ROE)

Araújo (2017) afirma que através do retorno sobre o patrimônio líquido é possível verificar qual o retorno dos acionistas, tendo como parâmetro o fluxo de caixa das atividades operacionais da empresa. O retorno sobre o patrimônio líquido relaciona-se com o total de financiamento com capital de terceiros, conforme seja a estrutura de capital da organização.

O cálculo do retorno sobre o patrimônio líquido é feito mediante divisão do fluxo de caixa das operações pelo patrimônio líquido.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimonio Líquido}}$$

4.3 ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO

De acordo com Marion (2010, apud Santos, 2014), são informados, através dos indicadores de endividamento, se as empresas possuem mais recursos próprios ou de terceiros; se os recursos de terceiros possuem vencimento até o fim do exercício subsequente (Passivo Circulante), ou após este prazo (Passivo Não Circulante); e a forma como foi realizada a imobilização do patrimônio líquido.

4.3.1 ÍNDICE DE ESTRUTURA DE CAPITAL (IEC)

De acordo com Hoji (2012, apud Valmorbida, 2015), é considerada uma melhor estrutura de capital para uma organização aquela que a relação entre o exigível a longo prazo e o patrimônio líquido produza o menor custo de capital.

$$IEC = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

4.3.2 ÍNDICE DE COMPOSIÇÃO DE ENDIVIDAMENTO DE ENDIVIDAMENTO (IC)

De acordo com Matarazzo (1995, apud Santos, 2014), o índice de composição de endividamento mensura a participação das obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais, sendo considerado o melhor resultado, o menor valor deste indicador.

$$IC = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

5 PESQUISAS RELACIONADAS AO TEMA

Quadro 1: Pesquisas anteriores sobre Governança Corporativa

PESQUISAS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA	PROBLEMA DA PESQUISA / INDICADORES FINANCEIROS UTILIZADOS
Relação entre Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro:	A dissertação em questão possui o seguinte problema de pesquisa: “a adoção de boas

<p>uma análise em empresas listadas na BM&FBOVESPA (CHIAPPIN, 2016)</p>	<p>práticas de Governança Corporativa está relacionada com melhor desempenho econômico-financeiro das empresas?”.</p> <p>Os indicadores financeiros utilizados foram:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ ROA (Retorno sobre o ativo); ▪ ROI (Retorno sobre o investimento); ▪ ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido); ▪ EVA/VEA (Valor econômico agregado); ▪ EBITDA/LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização).
<p>Governança Corporativa no contexto brasileiro: um estudo de desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA (FERNANDES; DIAS; CUNHA, 2010)</p>	<p>O artigo em questão possuiu o seguinte problema de pesquisa: “Quais as mudanças ocorridas no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA?”</p> <p>Os indicadores financeiros utilizados foram: ROA (Retorno sobre o ativo); ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido); Tobin’s Q (Proxy para o valor total da companhia).</p> <p>➤ Tobin’s Q (Proxy)</p> <p>Relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos; é usado como proxy para o valor ou desempenho da empresa; é calculado por</p>

	<p>aproximação do indicador original.</p> $(\quad) = \quad +$ <p>Em que:</p> <p>O denominador (VMA + VCD) representa o valor total da empresa, ou seja, capital próprio mais capital de terceiros (passivo circulante – ativo circulante + passivo exigível a longo prazo).</p> <p>O denominador (AT) representa o valor monetário mínimo da capacidade produtiva da empresa, ou seja, o ativo total.</p>
<p>Governança Corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel (MARANHO; FONSECA; FREGA, 2015)</p>	<p>O artigo em questão não deixa claro qual o problema da pesquisa, no entanto enfatiza que o estudo buscou avançar na compreensão da relação entre a governança corporativa, o desempenho e a crise econômica de 2008.</p> <p>Os indicadores financeiros utilizados foram:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ ROA (Retorno sobre o ativo); ▪ ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido).
<p>Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de Governança Corporativa (MUNIZ et al., 2015)</p>	<p>O artigo em questão possuiu o seguinte problema de pesquisa: “As empresas do setor energético que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA apresentaram desempenho</p>

superior?”

Os indicadores financeiros utilizados possibilitaram uma análise sob a perspectiva de mercado e contábil, a saber:

- Perspectiva de mercado:

➤ Valorização da empresa (Q de Tobin)

$$= \frac{\quad + \quad}{\quad}$$

Em que:

VMA= valor de mercado das ações;

VCD= valor contábil das dívidas;

AT= ativo total.

Foi possível calcular o valor das dívidas (VCD), na primeira equação, da seguinte forma:

$$= \quad - \quad + \quad +$$

Em que:

VCPC= valor contábil dos passivos circulantes;

	<p>VCAC= valor contábil dos ativos circulantes;</p> <p>VCE= valor contábil dos estoques;</p> <p>VCDP= valor contábil das dívidas de longo prazo.</p> <p>➤ Rentabilidade diária de mercado das ações</p> <p>Utilizou-se a cotação diária de fechamento das ações ordinárias das empresas analisadas. O retorno diário da ação foi calculado pelo logaritmo neperiano da razão entre o valor de fechamento do dia “d” pelo valor de fechamento do dia anterior (d-1).</p> $\left(\frac{V_d}{V_{d-1}} \right) = 1 + (r_d)$ <ul style="list-style-type: none"> ● Perspectiva contábil <p>As variáveis utilizadas foram: Margem Líquida; ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido); ROI (Retorno sobre o investimento); EBITDA (Lucro operacional antes de juros, depreciação e amortização).</p>
<p>Governança Corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado</p>	<p>Este estudo analisa a relação entre os diferentes níveis de governança corporativa das empresas e o aumento do seu valor de</p>

<p>da BM&FBOVESPA (PESSOA et al., 2014)</p>	<p>mercado.</p> <p>O artigo em questão não enfatizou o problema da pesquisa, apresentando suas hipóteses:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ H1: O desempenho econômico das organizações está relacionado positivamente com seu nível de governança no mercado diferenciado; ▪ H2: O desempenho econômico das organizações, por tipo de setor (regulado vs. não regulado), está relacionado positivamente com seu nível de governança no mercado diferenciado. <p>O indicador financeiro utilizado foi:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Variação Média Anual do Valor de Mercado (Δ): $\Delta = \Delta\% \rightarrow + \Delta\% \text{ } 3 \rightarrow + \Delta\% \rightarrow$ <p>Onde:</p> <p>$\Delta\% \rightarrow$ Representa a variação porcentual do indicador Valor de Mercado de um ano a outro, desde 2009 até 2012.</p>
<p>Análise da relação dos índices contábeis com nível de Governança Corporativa (ROBLES JUNIOR; GUIMARÃES; MONTANHOLI, 2017)</p>	<p>O problema do artigo em questão foi: “Existe relação entre o nível de governança corporativa e os indicadores contábeis, visando à questão da gestão da empresa em vista aos níveis de governança corporativa?”</p> <p>Os indicadores contábeis/financeiros utilizados</p>

	<p>foram:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ LIQUIDEZ (Corrente, Seca, Geral e Imediata); ▪ ENDIVIDAMENTO (Endividamento Total, Endividamento Bancário no Curto Prazo, Endividamento Bancário Geral, Custo de Endividamento, Alavancagem); ▪ LUCRATIVIDADE (Margem Operacional, Margem Líquida); ▪ COBERTURA CONTÁBIL (Cobertura de Juros com Lucro Operacional); ▪ ROTATIVIDADE (Prazo Médio de Recebimento, Prazo Médio de Estocagem, Prazo Médio de Pagamento, Ciclo de Conversão de Caixa); ▪ RENTABILIDADE (ROI, ROE, EBIT, Margem Bruta); ▪ IMOBILIZAÇÃO (Imobilização). <p>➤ Amostra: 10 empresas da BM&FBOVESPA, sendo duas do N1, uma do N2, três do NM e quatro SNGC.</p>
<p>Governança Corporativa, desempenho e valor: estudo comparativo entre empresas familiares e não-familiares de capital aberto do Brasil (ROLIM, 2009)</p>	<p>O problema da dissertação em questão foi: “Empresas familiares de capital aberto, no Brasil, listadas em Níveis Diferenciados de Governança da Bolsa de Valores de São Paulo, apresentam melhor desempenho que as empresas não-familiares presentes nos mesmos segmentos de listagem?”</p>

	<p>Os indicadores financeiros utilizados foram:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ ROA; ▪ ROE; ▪ PBV (Valor de Mercado Sobre Patrimônio Líquido/Price Book Value): $= \frac{\text{Price}}{\text{Patrimônio Líquido}}$ <p>Onde:</p> <p>Price = Valor de Mercado da Empresa, dado por: (Cotação Média das Ações Preferenciais negociadas no ano x Quantidade Média de Ações Preferenciais negociadas no ano + Cotação Média das Ações Ordinárias negociadas no ano x Quantidade Média de Ações Ordinárias negociadas no ano).</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Q de Tobin $= \frac{\text{VMAO} + \text{VMAP}}{\text{DIVT} + \text{VMAO} + \text{VMAP}}$ <p>Onde:</p> <p>VMAO = Valor de Mercado das Ações Ordinárias VMAP = Valor de Mercado das Ações Patrimoniais DIVT = Dívidas de Curto e Longo Prazo (Passivo Circulante + Exigível de Longo Prazo – Ativo Circulante sem os Estoques).</p>
Os níveis de Governança Corporativa	O problema da dissertação em questão foi: “A

da Bovespa e o desempenho financeiro das empresas listadas (SILVA, 2011)	adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa incrementa o desempenho financeiro das empresas?”. Os indicadores financeiros utilizados foram: <ul style="list-style-type: none">▪ ROE;▪ ROA;▪ ROS (Retorno sobre vendas líquidas).
--	--

Fonte: Dados da Pesquisa (2017)

6 ANÁLISE DE DADOS E INTERPRETAÇÃO DE RESULTADOS

Considerando a abordagem metodológica da pesquisa, são analisadas neste momento as hipóteses levantadas à luz do referencial teórico.

Hipótese 1: As empresas classificadas no nível Novo Mercado possuem índices de liquidez geral, corrente e seca superiores aos das companhias classificadas nos níveis 1 e 2.

Tabela 1: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 1 - Índices de Liquidez

INDICADOR	PERÍODO	SIGNIFICÂNCIA
LC	4T2010	0,088
LC	1T2011	0,096
LC	2T2014	0,069
LC	4T2013	0,035
LS	2T2010	0,08
LS	4T2010	0,02
LS	1T2011	0,022
LS	2T2011	0,042
LS	1T2012	0,055
LS	4T2012	0,07
LS	1T2013	0,036
LS	4T2013	0,008
LS	1T2014	0,048
LS	2T2014	0,025
LS	1T2015	0,089
LS	2T2015	0,078
LS	4T2015	0,089
LS	1T2017	0,031

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

A Liquidez Geral indica quanto a empresa possui em dinheiro, bens e direitos realizáveis a curto e longo prazo, aferindo às suas dívidas totais, retratando a saúde financeira no longo prazo.

Para os índices de liquidez geral, o teste de hipóteses reteve a hipótese nula, de igualdade de médias, ou seja, que os tais índices não se diferenciam entre os níveis de governança corporativa, havendo, para todos os trimestres, de 2010 a 2017, significância superior a 5%.

A Liquidez Corrente indica quanto a empresa possui em dinheiro mais os bens e direitos realizáveis no curto prazo, tendo como comparação às dívidas a serem pagas no mesmo período, ou seja, uma relação entre o ativo circulante e o passivo circulante. Se a liquidez corrente for superior a 1, é sabido que há um capital de giro líquido positivo; se igual a 1, entende-se que o capital de giro está estritamente disponível para o cumprimento das obrigações da empresa; e se inferior a 1, há existência de um capital de giro líquido negativo.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 1, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas no nível novo mercado possuem índices de liquidez corrente superiores às demais companhias classificadas nos níveis 1 e 2, apenas no quarto trimestre de 2013, com 3,5% de significância. Podem ser destacados o quarto trimestre de 2010, o primeiro trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2014, com 8,8%, 9,6% e 6,9% de significância, respectivamente.

A Liquidez Seca demonstra o quanto a empresa é capaz de liquidar suas dívidas a curto prazo, mesmo que não consiga vender seus estoques.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 1, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas no nível novo mercado possuem índices de liquidez seca superiores às demais companhias classificadas nos níveis 1 e 2, em 55% do período estudado. No quarto trimestre de 2010, no primeiro e segundo trimestres de 2011, no primeiro e quarto trimestres de 2013, no primeiro e segundo trimestres de 2014, e no primeiro trimestre de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a primeira hipótese, com 2%, 2,2%, 4,2%, 3,6%, 0,8%, 4,8%, 2,5% e 3,1%, respectivamente. Podem ser destacados o segundo trimestre de 2010, o primeiro e o quarto trimestres de 2012, e o primeiro, o segundo e o quarto trimestres de 2015, com 8%, 5,5%, 7%, 8,9%, 7,8% e 8,9% de significância, respectivamente.

Hipótese 2: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem índices de liquidez geral, corrente e seca superiores aos das companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

Tabela 2: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 2 - Índices de Liquidez

INDICADOR	PERÍODO	SIGNIFICÂNCIA
-----------	---------	---------------

LC	2T2010	0,018
LC	4T2010	0,019
LC	1T2011	0,019
LC	2T2011	0,06
LC	1T2012	0,05
LC	4T2012	0,066
LC	1T2013	0,025
LC	2T2013	0,072
LC	3T2013	0,088
LC	4T2013	0,004
LC	1T2014	0,02
LC	2T2014	0,01
LC	3T2014	0,059
LC	1T2015	0,063
LC	2T2015	0,029
LC	3T2015	0,096
LC	1T2017	0,023
LS	2T2010	0,011
LS	4T2010	0,004
LS	1T2011	0,004
LS	2T2011	0,012
LS	3T2011	0,033
LS	4T2011	0,023
LS	1T2012	0,011
LS	2T2012	0,029
LS	3T2012	0,04
LS	4T2012	0,017
LS	1T2013	0,008
LS	2T2013	0,018
LS	3T2013	0,036
LS	4T2013	0,001
LS	1T2014	0,007
LS	2T2014	0,004
LS	3T2014	0,026
LS	4T2014	0,055
LS	1T2015	0,019
LS	2T2015	0,014
LS	3T2015	0,037
LS	4T2015	0,039
LS	1T2016	0,099
LS	1T2017	0,007
LS	2T2017	0,041
LS	3T2017	0,095

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Para os índices de liquidez geral, o teste de hipóteses reteve a hipótese nula, de igualdade de médias, ou seja, que os índices de liquidez geral das empresas classificadas nos segmentos de listagem não são superiores aos das companhias não classificadas, havendo, para todos os trimestres, de 2010 a 2017, significância superior a 5%.

Para os índices de liquidez corrente, de acordo com os resultados apresentados na tabela 2, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem índices de liquidez corrente superiores às companhias não classificadas, em 55% do período estudado. No segundo e quarto trimestres de 2010, no primeiro trimestre de 2011, no primeiro trimestre de 2012, no primeiro e quarto trimestres de 2013, no primeiro e segundo trimestres de 2014, no segundo trimestre de 2015, e no primeiro trimestre de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a segunda hipótese, com 1,8%, 1,9%, 1,9%, 5%, 2,5%, 0,4%, 2%, 1%, 2,9%, e 2,3%, respectivamente. Podem ser destacados o segundo trimestre de 2011, o quarto trimestre de 2012, o segundo e o terceiro trimestres de 2013, o terceiro trimestre de 2014, e o primeiro e o terceiro trimestres de 2015, com 6%, 6,6%, 7,2%, 8,8%, 5,9%, 6,3% e 9,6% de significância, respectivamente.

Para os índices de liquidez seca, de acordo com os resultados apresentados na tabela 2, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem índices de liquidez seca superiores às companhias não classificadas, em 84% do período estudado. No segundo e quarto trimestres de 2010, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2011, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2012, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2013, no primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2014, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2015, e no primeiro e segundo trimestres de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a segunda hipótese, com 1,1%, 0,4%, 0,4%, 1,2%, 3,3%, 2,3%, 1,1%, 2,9%, 4%, 1,7%, 0,8%, 1,8%, 3,6%, 0,1%, 0,7%, 0,4%, 2,6%, 1,9%, 1,4%, 3,7%, 3,9%, 0,7% e 4,1%, respectivamente. Podem ser destacados o quarto trimestre de 2014, o primeiro trimestre de 2016 e o terceiro trimestre de 2017, com 5,5%, 9,9% e 9,5% de significância, respectivamente.

Os gráficos de 1 a 9 (vide apêndices) apresentam as médias, como resultados analíticos do teste de hipóteses para os índices de liquidez corrente entre as

empresas classificadas nos segmentos de listagem e as que não possuem níveis de governança corporativa, corroborando com a veracidade da segunda hipótese.

Os gráficos de 10 a 32 (vide apêndices) apresentam as médias, como resultados analíticos do teste de hipóteses para os índices de liquidez seca entre as empresas classificadas nos segmentos de listagem e as que não possuem níveis de governança corporativa, corroborando com a veracidade da segunda hipótese.

Hipótese 3: As empresas classificadas no nível Novo Mercado possuem um maior retorno sobre o ativo e um maior retorno sobre o patrimônio líquido em relação às companhias classificadas nos níveis 1 e 2.

Tabela 3: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 3 - Índices de Rentabilidade

INDICADOR	PERÍODO	SIGNIFICÂNCIA
ROA	1T2014	0,078
ROA	3T2014	0,079
ROA	4T2014	0,041
ROA	1T2016	0,016
ROA	2T2016	0,014
ROA	3T2016	0,001
ROA	4T2016	0,018
ROA	1T2017	0,038
ROA	2T2017	0,077
ROE	1T2010	0,032
ROE	2T2010	0,016
ROE	3T2010	0,021
ROE	4T2010	0,013
ROE	1T2011	0,044
ROE	2T2011	0,054
ROE	2T2012	0,041
ROE	3T2012	0,038
ROE	4T2012	0,057
ROE	1T2013	0,02
ROE	2T2013	0,082
ROE	4T2013	0,056
ROE	2T2015	0,078

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

O índice de retorno sobre o ativo demonstra o retorno produzido pelo total de aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 3, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas no nível novo mercado possuem índices de retorno sobre o ativo superiores às companhias classificadas nos níveis 1 e 2, apenas em 29% do período estudado. No quarto trimestre de 2014, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2016, e no primeiro trimestre de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a terceira hipótese, com 4,1%, 1,6%, 1,4%, 0,1%, 1,8% e 3,8%, respectivamente. Podem ser destacados o primeiro e o terceiro trimestres de 2014, e o segundo trimestre de 2017, com 7,8%, 7,9% e 7,7% de significância, respectivamente.

O índice de retorno sobre o patrimônio líquido mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários, tendo em vista que, para cada unidade monetária de recursos próprios investido na empresa, são aferidos quanto os acionistas recebem de lucro.

De acordo com os resultados apresentados nas tabelas 3, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas no nível novo mercado possuem índices de retorno sobre o patrimônio líquido superiores às companhias classificadas nos níveis 1 e 2, apenas em 42% do período estudado. No primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2010, no primeiro trimestre de 2011, no segundo e terceiro trimestres de 2012, e no primeiro trimestre de 2013, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a terceira hipótese, com 3,2%, 1,6%, 2,1%, 1,3%, 4,4%, 4,1%, 3,8%, e 2%, respectivamente. Podem ser destacados o segundo trimestre de 2011, o quarto trimestre de 2012, o segundo e quarto trimestres de 2013, e o segundo trimestre de 2015, com 5,4%, 5,7%, 8,2%, 5,6% e 7,8% de significância, respectivamente.

Hipótese 4: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem um maior retorno sobre o ativo e um maior retorno sobre o patrimônio líquido em relação às companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

Tabela 4: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 4 - Índices de Rentabilidade

INDICADOR	PERÍODO	SIGNIFICÂNCIA
ROA	4T2011	0,086
ROA	1T2012	0,024

ROA	2T2012	0,07
ROA	3T2012	0,1
ROA	4T2012	0,05
ROA	1T2013	0,08
ROA	2T2013	0,052
ROA	3T2013	0,023
ROA	4T2013	0,087
ROA	1T2014	0,057
ROA	3T2014	0,069
ROA	4T2014	0,03
ROA	1T2015	0,081
ROA	4T2015	0,077
ROA	1T2016	0,002
ROA	2T2016	0,002
ROA	3T2016	0
ROA	4T2016	0,003
ROA	1T2017	0,005
ROA	2T2017	0,02
ROE	1T2010	0,064
ROE	2T2010	0,021
ROE	3T2010	0,023
ROE	4T2010	0,004
ROE	1T2011	0,089
ROE	2T2011	0,032
ROE	4T2011	0,091
ROE	1T2012	0,06
ROE	2T2012	0,008
ROE	3T2012	0,008
ROE	4T2012	0,011
ROE	1T2013	0,018
ROE	2T2013	0,037
ROE	3T2013	0,057
ROE	4T2013	0,007
ROE	1T2014	0,015
ROE	2T2014	0,035
ROE	3T2014	0,034
ROE	2T2015	0,012
ROE	3T2015	0,027
ROE	4T2015	0,033
ROE	2T2016	0,099
ROE	4T2016	0,038
ROE	1T2017	0,018
ROE	2T2017	0,082

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

De acordo com os resultados apresentados na tabela 4, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem índices de retorno sobre o ativo superiores às companhias não classificadas, em 65% do período estudado. No primeiro trimestre de 2012, no terceiro trimestre de 2013, no quarto trimestre de 2014, no primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2016, e no primeiro e segundo trimestres de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a quarta hipótese, com 2,4%, 2,3%, 3%, 0,2%, 0,2%, 0%, 0,3%, 0,5% e 2%, respectivamente. Podem ser destacados o quarto trimestre de 2011, o segundo, terceiro e quarto trimestres de 2012, o primeiro, segundo e quarto trimestres de 2013, o primeiro e o terceiro trimestres de 2014, e o primeiro e quarto trimestres de 2015, com 8,6%, 7%, 10%, 5%, 8%, 5,2%, 8,7%, 5,7%, 6,9%, 8,1% e 7,7% de significância, respectivamente.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 4, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem índices de retorno sobre o patrimônio líquido superiores às companhias não classificadas, em 81% do período estudado. No segundo, terceiro e quarto trimestres de 2010, no segundo trimestre de 2011, no segundo, terceiro e quarto trimestres de 2012, no primeiro, segundo e quarto trimestres de 2013, no primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2014, no segundo, terceiro e quarto trimestres de 2015, no quarto trimestre de 2016, e no primeiro trimestre de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a quarta hipótese, com 2,1%, 2,3%, 0,4%, 3,2%, 0,8%, 0,8%, 1,1%, 1,8%, 3,7%, 0,7%, 1,5%, 3,5%, 3,4%, 1,2%, 2,7%, 3,3%, 3,8% e 1,8%, respectivamente. Podem ser destacados o primeiro trimestre de 2010, o primeiro e quarto trimestres de 2011, o primeiro trimestre de 2012, o primeiro trimestre de 2013, o segundo trimestre de 2016, e o segundo trimestre de 2017, com 6,4%, 8,9%, 9,1%, 6%, 5,7%, 9,9% e 8,2% de significância, respectivamente.

Os gráficos de 33 a 41 (vide apêndices) apresentam as médias, como resultados analíticos do teste de hipóteses para os índices de retorno sobre o ativo entre as empresas classificadas nos segmentos de listagem e as que não possuem níveis de governança corporativa, corroborando com a veracidade da quarta hipótese.

Os gráficos de 42 a 59 (vide apêndices) apresentam as médias, como resultados analíticos do teste de hipóteses para os índices de retorno sobre o patrimônio líquido entre as empresas classificadas nos segmentos de listagem e as

que não possuem níveis de governança corporativa, corroborando com a veracidade da quarta hipótese.

Hipótese 5: As empresas classificadas no nível Novo Mercado possuem melhores índices de estrutura de capital e de composição em relação às companhias classificadas nos níveis 1 e 2.

Tabela 5: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 5 - Índices de Endividamento

INDICADOR	PERÍODO	SIGNIFICÂNCIA
IEC	2T2010	0,094
IEC	4T2016	0,077
IEC	2T2017	0,047
IEC	3T2017	0,013
IC	3T2013	0,082
IC	4T2013	0,055
IC	4T2014	0,051
IC	1T2015	0,078
IC	2T2015	0,055
IC	3T2015	0,076
IC	4T2015	0,058
IC	1T2016	0,021
IC	2T2016	0,008
IC	3T2016	0,035
IC	1T2017	0,085
IC	2T2017	0,023
IC	3T2017	0,022

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Um melhor índice de estrutura de capital apura o menor custo de capital das empresas através da relação entre o exigível a longo prazo e o patrimônio líquido, de modo que, para este índice, quanto menor for o valor, melhor será o resultado.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 5, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas no nível novo mercado possuem índices de estrutura de capital superiores às companhias classificadas nos níveis 1 e 2, apenas em 13% do período estudado. No segundo e terceiro trimestres de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a quinta hipótese, com 4,7% e 1,3%, respectivamente. Podem ser destacados o segundo trimestre de 2010 e o quarto trimestre de 2016, com 9,4% e 7,7% de significância, respectivamente.

O índice de composição de endividamento aponta o quanto da dívida total da empresa deverá ser pago a curto prazo, ou seja, comparando as obrigações a curto prazo da empresa em relação às obrigações totais, de modo que, para este índice, quanto menor for o valor, melhor será o resultado.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 5, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas no nível novo mercado possuem índices de composição de endividamento superiores às companhias classificadas nos níveis 1 e 2, apenas em 42% do período estudado. No primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2016, e no segundo e terceiro trimestres de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a quinta hipótese, com 2,1%, 0,8%, 3,5%, 2,3% e 2,2%, respectivamente. Podem ser destacados o terceiro e quarto trimestres de 2013, o quarto trimestre de 2014, o primeiro, segundo, terceiro e quarto trimestres de 2015, e o primeiro trimestre de 2017, com 8,2%, 5,5%, 5,1%, 7,8%, 5,5%, 7,6%, 5,8% e 8,5% de significância, respectivamente.

Hipótese 6: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem melhores índices de estrutura de capital e de composição em relação às companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

Tabela 6: Testes de Comparação de Médias – Hipótese 6 - Índices de Endividamento

INDICADOR	PERÍODO	SIGNIFICÂNCIA
IEC	1T2010	0,081
IEC	2T2010	0,041
IEC	4T2012	0,093
IEC	3T2015	0,096
IEC	4T2016	0,058
IEC	2T2017	0,036
IEC	3T2017	0,006
IC	4T2010	0,058
IC	4T2011	0,034
IC	1T2012	0,085
IC	2T2012	0,038
IC	3T2012	0,024
IC	4T2012	0,026
IC	1T2013	0,046
IC	2T2013	0,062
IC	3T2013	0,03

IC	4T2013	0,023
IC	2T2014	0,077
IC	3T2014	0,039
IC	4T2014	0,017
IC	1T2015	0,027
IC	2T2015	0,016
IC	3T2015	0,072
IC	4T2015	0,059
IC	1T2016	0,023
IC	2T2016	0,01
IC	3T2016	0,08
IC	1T2017	0,082
IC	2T2017	0,024
IC	3T2017	0,005

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

De acordo com os resultados apresentados na tabela 6, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem índices de estrutura de capital superiores às companhias não classificadas, apenas em 23% do período estudado. No segundo trimestre de 2010, e no segundo e terceiro trimestres de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a sexta hipótese, com 4,1%, 3,6% e 0,6%, respectivamente. Podem ser destacados o primeiro trimestre de 2010, o quarto trimestre de 2012, o terceiro trimestre de 2015, e o quarto trimestre de 2016, com 8,1%, 9,3%, 9,6% e 5,8% de significância, respectivamente.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 6, houve rejeição de hipótese nula, ou seja, que as empresas classificadas nos segmentos de listagem possuem índices de composição de endividamento superiores às companhias não classificadas, em 74% do período estudado. No quarto trimestre de 2011, no segundo, terceiro e quarto trimestres de 2012, no primeiro, terceiro e quarto trimestres de 2013, no terceiro e quarto trimestres de 2014, no primeiro e segundo trimestres de 2015, no primeiro e segundo trimestres de 2016, e no segundo e terceiro trimestres de 2017, houve significâncias inferiores a 5%, favorecendo a sexta hipótese, com 3,4%, 3,8%, 2,4%, 2,6%, 4,6%, 3%, 2,3%, 3,9%, 1,7%, 2,7%, 1,6%, 2,3%, 1%, 2,4% e 0,5%, respectivamente. Podem ser destacados o quarto trimestre de 2010, o primeiro trimestre de 2012, o segundo trimestre de 2013, o segundo trimestre de 2014, o terceiro e o quarto trimestres de 2015, o terceiro

trimestre de 2016, e o primeiro trimestre de 2017, com 5,8%, 8,5%, 6,2%, 7,7%, 7,2%, 5,9%, 8% e 8,2% de significância, respectivamente.

Os gráficos 60, 61 e 62 (vide apêndices) apresentam as médias, como resultados analíticos do teste de hipóteses para os índices de estrutura de capital entre as empresas classificadas nos segmentos de listagem e as que não possuem níveis de governança corporativa, corroborando com a veracidade da sexta hipótese.

Os gráficos de 63 a 77 (vide apêndices) apresentam as médias, como resultados analíticos do teste de hipóteses para os índices de composição de endividamento entre as empresas classificadas nos segmentos de listagem e as que não possuem níveis de governança corporativa, corroborando com a veracidade da sexta hipótese.

Tabela 7: Análise Discriminante – Teste Box's M

Test Results		
Box's M		655,242
F	Approx.	107,221
	df1	6
	df2	231449,057
	Sig.	,000

Tests null hypothesis of equal population covariance matrices.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

A análise discriminante teste Box's M é uma confirmação final de que ocorreu ou não a quebra da premissa de igualdade entre as matrizes de covariância, baseando-se numa transformação F, testando o teste de igualdade de matrizes de covariância através do nível de significância obtido.

De acordo com o resultado apresentado na tabela 7, o teste indicou violação dessa premissa de igualdade entre as variáveis, tendo em vista que foi utilizado um nível de significância 0,05 (5%), e o resultado do teste foi menor (0,000).

Tabela 8: Análise Discriminante – Teste U (Wilks'Lambda)

Variables Entered/Removed^{a,b,c,d}

Step	Entered	Wilks' Lambda							
		Statistic	df1	df2	df3	Exact F			
						Statistic	df1	df2	Sig.
1	LC2012	,952	1	1	179,000	8,970	1	179,000	,003
2	ROE2016	,918	2	1	179,000	7,922	2	178,000	,001
3	IEC2012	,892	3	1	179,000	7,130	3	177,000	,000

At each step, the variable that minimizes the overall Wilks' Lambda is entered.

- Maximum number of steps is 112.
- Maximum significance of F to enter is .05.
- Minimum significance of F to remove is .10.
- F level, tolerance, or VIN insufficient for further computation.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

O teste U (Wilks' Lambda) tem o objetivo de avaliar se o modelo consegue separar e classificar bem os grupos.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 8, foram obtidas as melhores variáveis para a função discriminante, as quais foram selecionadas considerando-se os níveis de significância que ficaram dentro do intervalo de confiança preestabelecido (95%), haja vista que os índices de liquidez corrente, em 2012, obtiveram significância de 0,003 (0,3%), os índices de retorno sobre o patrimônio líquido, em 2016, obtiveram significância de 0,001 (0,1%), e os índices de estrutura de capital, em 2012, obtiveram 0,000 (0%) de significância. Vale ressaltar que, embora 2016 tenha sido um ano de crise, as empresas classificadas nos segmentos de listagem foram mais rentáveis sobre o patrimônio líquido.

Tabela 9: Análise Discriminante – Variables in the Analysis

Variables in the Analysis

Step		Tolerance	Sig. of F to Remove	Wilks' Lambda
1	LC2012	1,000	,003	
2	LC2012	,989	,002	,971
	ROE2016	,989	,011	,952
3	LC2012	,967	,001	,953
	ROE2016	,988	,015	,923
	IEC2012	,976	,024	,918

Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

De acordo com os resultados apresentados na tabela 9, as três variáveis contribuíram para a formação de uma função discriminante. Realizando uma correlação parcial entre as três variáveis, é possível observar que, na segunda variável, os índices de retorno sobre o patrimônio líquido, em 2016, apresentaram maior poder preditivo para a função discriminante; e na terceira variável, os índices de estrutura de capital, em 2012, apresentaram maior poder preditivo para a função discriminante.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo geral analisar se as companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, classificadas nos segmentos de listagem, possuem indicadores financeiros superiores aos das demais negociantes de valores mobiliários. Para alcançar este objetivo, foram analisados os índices de liquidez geral, corrente e seca das empresas, determinantes ao nível de enquadramento das suas disponibilidades; verificados os indicadores de retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido, os quais garantem a vida útil e estabilidade no mercado das companhias; e apreciados os índices médios de estrutura de capital e composição de endividamento das empresas, aferindo a relação das obrigações totais com o patrimônio líquido e com as obrigações a curto prazo.

Para responder aos objetivos específicos, foram formuladas as hipóteses da pesquisa, considerando que o nível novo mercado é superior aos níveis 1 e 2 de governança corporativa, tomando como parâmetro os requisitos estabelecidos pela BM&FBOVESPA, e que as companhias classificadas nos segmentos de listagem adotam as boas práticas de governança corporativa.

No universo das empresas que compuseram a pesquisa, os resultados demonstraram que a primeira hipótese foi parcialmente aceita, sendo estatisticamente significativos apenas os índices de liquidez seca, em 55% do período estudado. Na segunda hipótese, apenas os índices de liquidez geral não foram significativamente aceitos, e os índices de liquidez corrente e seca foram estatisticamente aceitos em 55% e 84% do período estudado, respectivamente. Na terceira hipótese, os índices de retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido não foram estatisticamente aceitos. Na quarta hipótese, os índices de retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido foram estatisticamente aceitos em 65% e 81% do período estudado, respectivamente. Na quinta hipótese, os índices de estrutura de capital e de composição de endividamento não foram estatisticamente aceitos. Na sexta hipótese, apenas os índices de estrutura de capital não foram estatisticamente aceitos, e os índices de composição de endividamento foram estatisticamente aceitos em 74% do período estudado.

De acordo com os resultados obtidos na pesquisa, não há diferença significativa entre as empresas que possuem níveis de governança corporativa, no

entanto as companhias classificadas nos segmentos de listagem obtiveram melhores desempenhos financeiros, em relação às que não são classificadas.

Destarte, conclui-se que, algumas variáveis analisadas constataram que os segmentos de listagem são fatos geradores a estabelecer bons resultados financeiros e até mesmo superioridade em relação aos demais negociantes de valores mobiliários, no tocante aos índices estudados, de modo que, as empresas classificadas nos segmentos de listagem apresentaram elevados índices de liquidez (corrente e seca) e rentabilidade (retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido), além de possuírem menores índices composição de endividamento.

Através dos resultados obtidos nesta pesquisa fazem-se necessários os seguintes questionamentos: Por que, embora as companhias estejam classificadas no maior nível de governança corporativa (nível novo mercado), estas não possuem, majoritariamente, melhores resultados de liquidez, rentabilidade e endividamento? E por que as companhias classificadas nos segmentos de listagem não possuem melhores resultados de liquidez seca e estrutura de capital? Diante destas interrogações, é recomendável que novos estudos sejam realizados, sob apreciação de outras variáveis, compondo à pesquisa outros índices interdependentes, ou mesmo estes, em um intervalo de tempo maior, em busca de maior confiabilidade.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson Braga de; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o Comportamento das Ações na Bovespa: Evidências Empíricas. R. Adm., São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, out./nov./dez. 2004.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; GRECCO, Marta Cristina Pelucio; FORMIGONI, Henrique; MENDONÇA NETO, Octavio Ribeiro de. A adoção no Brasil das Normas Internacionais de Contabilidade IFRS: o processo e seus impactos na qualidade da informação contábil. Revista de Economia e Relações Internacionais, São Paulo, v.10, n.20, p.5-19, jan. 2012.

ARAÚJO, Eliziano Silva de. A Demonstração dos Fluxos de Caixa como Ferramenta Gerencial: uma análise de indicadores de liquidez das empresas do segmento de tecidos, vestuário e calçados. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal, 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças Corporativas e Valor. – 5. ed. – São Paulo: Atlas, 2010.

BACHMANN, Ramon Kael Benassi; AZEVEDO, Sayuri Unoki de; CLEMENTE, Ademir. Regularidade no pagamento de dividendos e Governança Corporativa: Estudo em Companhias de Capital Aberto listadas na BM&FBOVESPA. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB, Salvador, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago., 2012.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e Práticas de Governança Corporativa em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. R. Adm., São Paulo, v.41, n.2, p.183-196, abr./maio/jun. 2006.

BM&FBOVESPA. Governança Corporativa: Empresas listadas na BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 05 de Setembro de 2017.

BM&FBOVESPA. Governança Corporativa: Segmentos de Listagem. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em 04 de Outubro de 2017.

CHIAPPIN, Márcia Almeida. Relação entre Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro: uma análise em empresas listadas na BM&FBOVESPA. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de Caxias do Sul. Caxias do Sul, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. – 3. ed. – Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; LOPES, Alexsandro Broedel; REZENDE, Amaury José; SARLO NETO, Alfredo. Uma Análise da Relação entre Governança Corporativa e Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado Brasileiro. RAM, VER. ADM. MACKENZIE, São Paulo, v.14, n.5, p.104-139, set./out. 2013.

ECONOMÁTICA. Metodologia: Sobre o Economática. Disponível em: <<https://economatica.com/aboutus.html>>. Acesso em 04 de Janeiro de 2018.

ESTEVES, Philip Mendes. Análise econômico-financeira: indícios de insolvência da Operadora Oi no período de 2012 a 2015. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal, 2017.

FERNANDES, Nayara Ramos de Sousa. Rentabilidade e Liquidez: uma análise financeira das empresas do setor de agricultura. Artigo Acadêmico (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2017.

FERNANDES, Nirlene Aparecida Carneiro; DIAS, Warley de Oliveira; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da. Governança Corporativa no contexto brasileiro: um estudo de desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. Organizações em contexto – Universidade Metodista, São Paulo, v.6, n.11, p.22-44, janeiro/junho. 2010.

FONTAINHA, Fernando; HARTMANN, Ivar; CORRÊA, Ana Maria Macedo; ALVES, Camila; PITASSE, Katarina. Metodologia da Pesquisa. – 1. ed. – Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2013.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. – 5. ed. – São Paulo: Atlas, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC: Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em 22 de Setembro de 2017.

LAMEIRA, Valdir de Jesus; JUNIOR, Walter Lee Ness; MACEDO-SOARES, T. Diana L. Van Aduard de. Governança Corporativa: Impactos no valor das companhias abertas brasileiras. R. Adm., São Paulo, v.42, n.1, p.64-73, jan./fev./mar. 2007.

LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira; OLIVEIRA, Francisco Durval; CABRAL, Augusto César de Aquino; SANTOS, Sandra Maria dos; PESSOA, Maria Naiula Monteiro. Governança Corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. REGE, São Paulo, v.22, n.38, p.187-204, abr./jun. 2015.

MARANHO, Flávia Schwartz; FONSECA, Marcos Wagner da; FREGA, José Roberto. Governança Corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. Revista ADM UFSM, Santa Maria, v.9, n.2, p.293-311, abr./jun. 2016.

MÁRIO, P. C. Análise discriminante. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; FILHO DIAS, J. M. Análise Multivariada para os Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia. São Paulo: Editora Atlas: 2009. p. 232-279.

MARTELANC, Roy. Contribuição Metodológica para Elaboração de Artigos em Finanças. Revista de Finanças Aplicadas, São Paulo, p. 1-24, maio. 2010.

MARTINS, Gilberto de Andrade. Estatística Geral e Aplicada. São Paulo: Atlas, 2010.

MOCELLIN, Maristela; GARLIPP, José Rubens Damas. Análise Comparada de Mercados de Capitais (BRIC). XII Seminário de Iniciação Científica, UFU, Uberlândia, out., 2012.

MUROLO, Afrânio Carlos. Estatística para os cursos de: Economia, Administração e Ciências Contábeis. São Paulo: Atlas, 2010.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico. – 2. ed. – Novo Hamburgo: Universidade Freevale, 2013.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antonio Lopo. Governança Corporativa. Revista Contemporânea de Contabilidade, Florianópolis, v. 1, n.6, p.143-164, jul./dez. 2006.

RIBAS, Ruy Tadeu Mambrini; OLIVO, Luís Carlos Cancellier de. Adoção de Métodos Científicos como componente metodológica e sua explicitação nas dissertações publicizadas entre 2010 e 2014 de um Programa de Pós-Graduação em Administração. Revista de Ciências da Administração, Florianópolis, v.18, n.44, p.81-90, abr. 2016.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. R. Adm., São Paulo, v.37, n.1, p.29-38, janeiro/março. 2002.

ROBLES JUNIOR, Antonio; GUIMARÃES, Israel Efraim; MONTANHOLI, Márcia. Análise da relação dos índices contábeis com o nível de governança corporativa. Revista Científica Hermes, São Paulo, n.18, p.233-256, mai./ago. 2017.

RODRIGUES, Margarida Maria Silva; MUNIZ, Reynaldo Maia; AMARAL, Hudson Fernandes; FRANCISCO, José Roberto de Souza. Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa. E&G Economia e Gestão, Belo Horizonte, v.15, n.38, p.29-59, janeiro/março. 2015.

ROLIM, Francisco Mozart Cavalcante. Governança Corporativa, desempenho e valor: estudo comparativo entre empresas familiares e não familiares de capital aberto do Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de Fortaleza. Fortaleza, 2009.

ROSA, Jéssica Pavanate. Análise vertical e horizontal dos índices de liquidez, de endividamento e de resultado de uma empresa de combustíveis localizada na Região de Tubarão Santa Catarina. Monografia (Graduação em Administração) – Universidade do Extremo Sul Catarinense. Criciúma, 2015.

SANTOS, Geovane Camilo. Análise da situação de liquidez e endividamento de uma empresa da Bolsa de Valores BM&FBOVESPA. Revista Científica Linkania, Patos de Minas, p. 1-23, janeiro/abril. 2014.

SILVA, Geraldo da. Os Níveis de Governança Corporativa da Bovespa e o desempenho financeiro das empresas listadas. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Atuariais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2011.

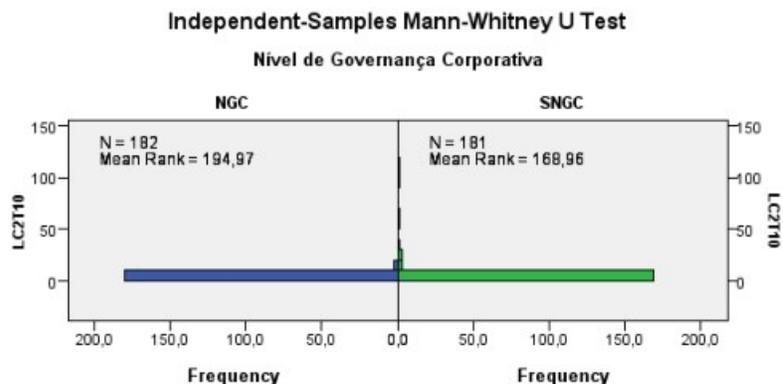
SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2010.

VALMORBIDA, Carla. Estrutura de Capital e o desempenho das maiores empresas de capital aberto da Região Sul do Brasil. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade de Caxias do Sul. Caxias do Sul, 2015.

APÊNDICES

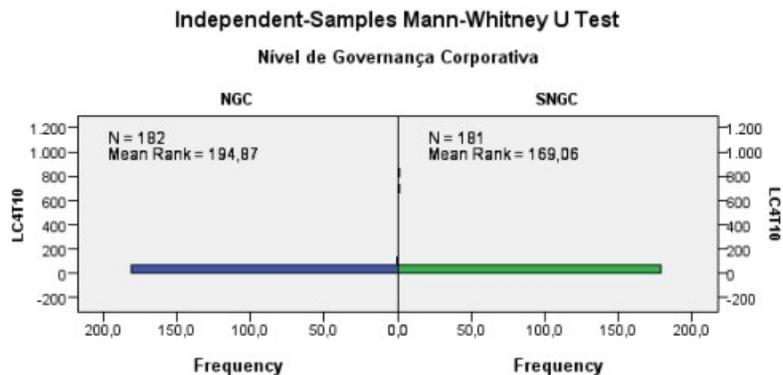
Hipótese 2: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem índices de liquidez geral, corrente e seca superiores aos das companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

Gráfico 1: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC2T10)



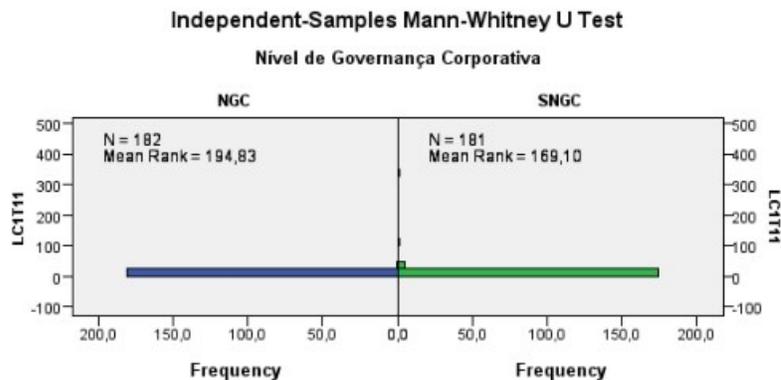
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 2: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC4T10)



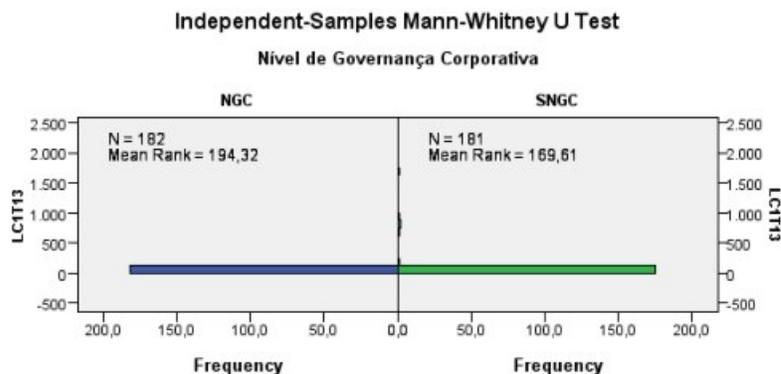
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 3: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC1T11)



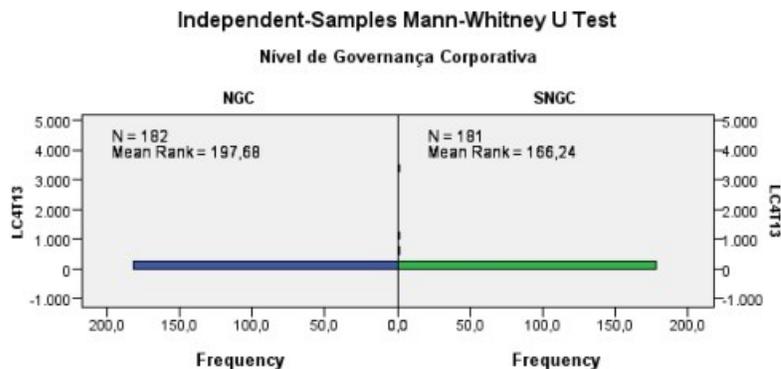
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 4: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC1T13)



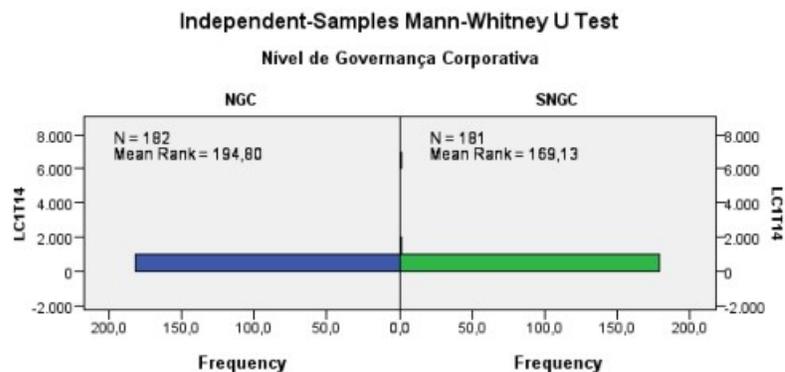
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 5: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC4T13)



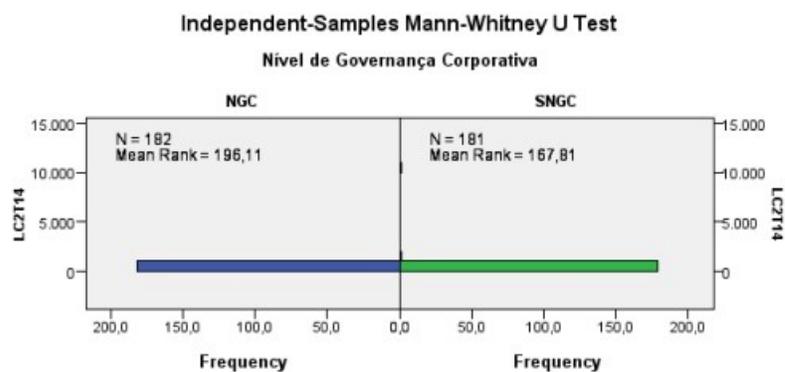
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 6: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC1T14)



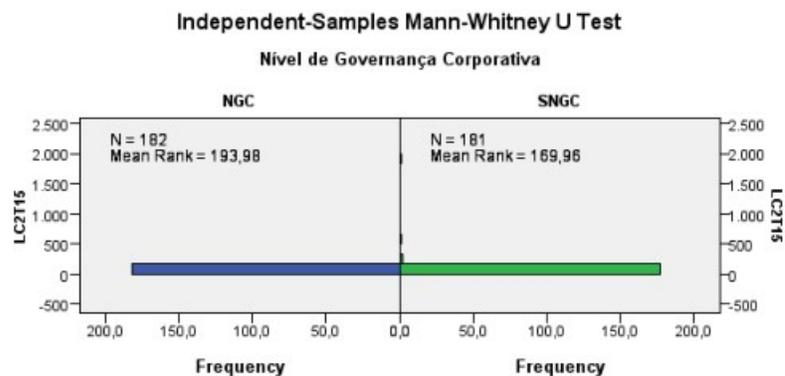
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 7: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC2T14)



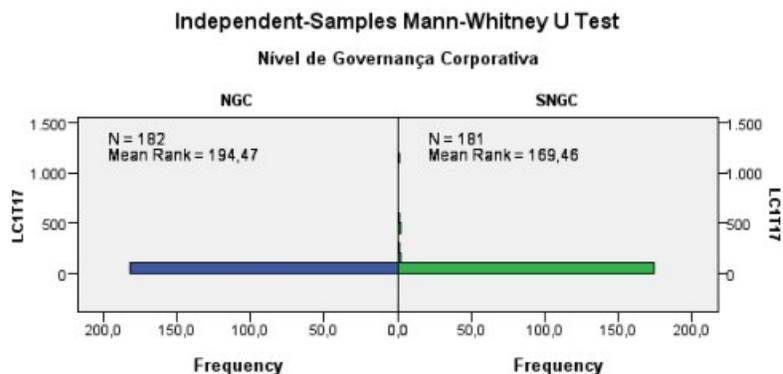
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 8: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC2T15)



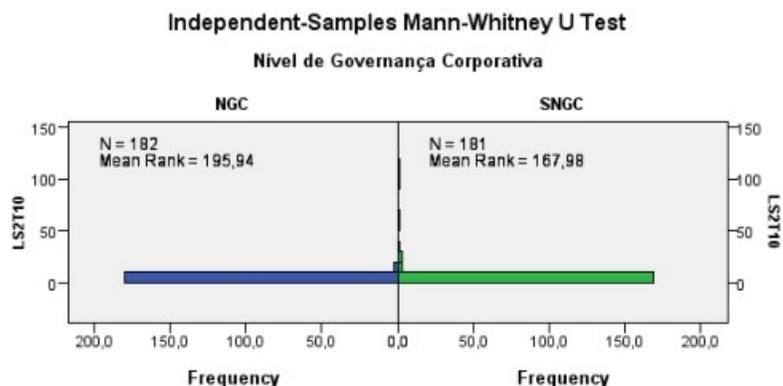
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 9: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Corrente (LC4T17)



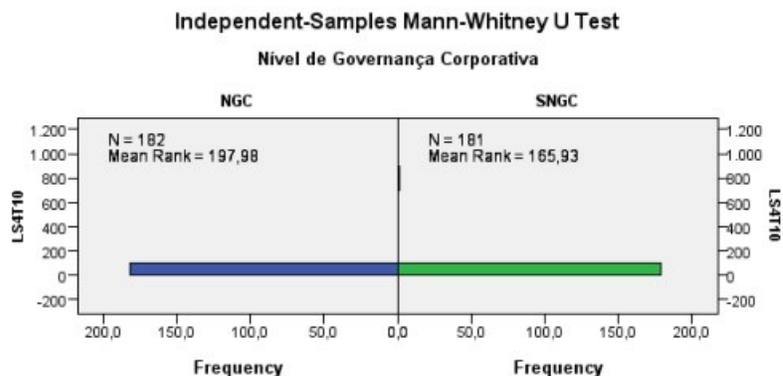
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 10: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T10)



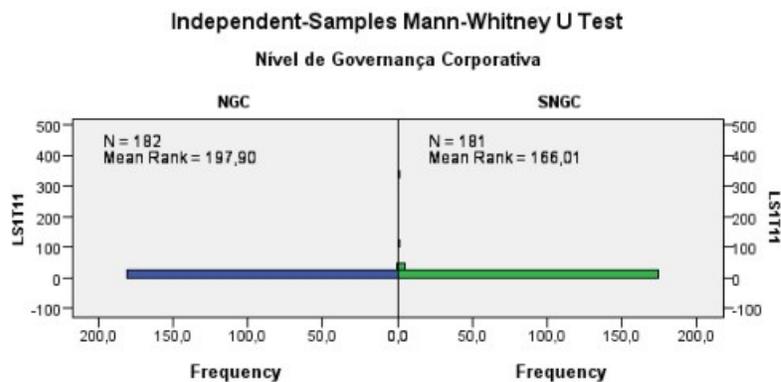
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 11: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T10)



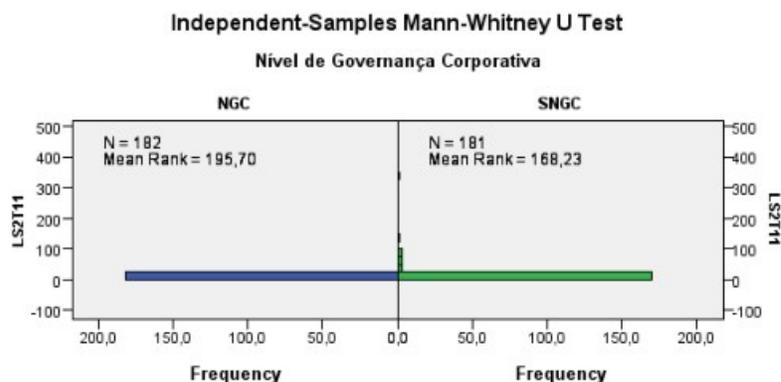
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 12: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T11)



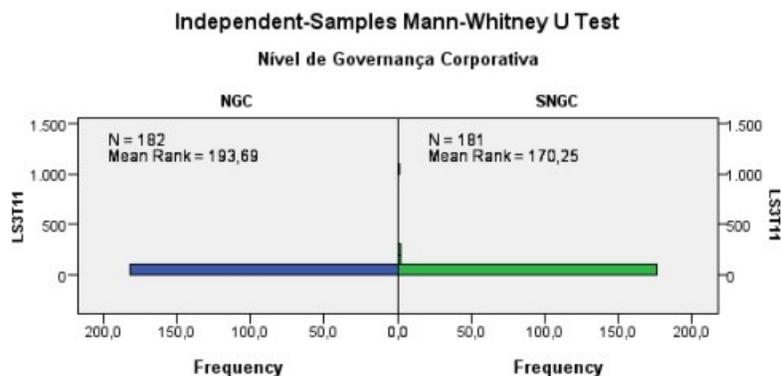
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 13: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T11)



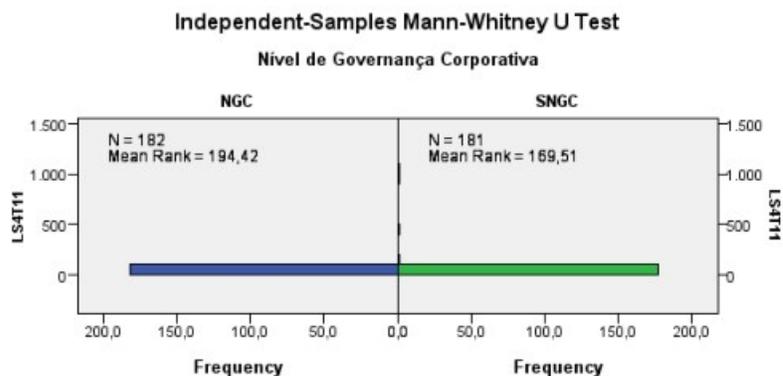
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 14: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T11)



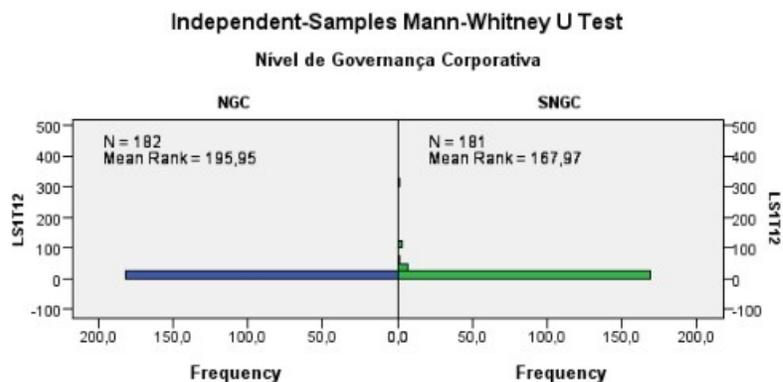
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 15: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T11)



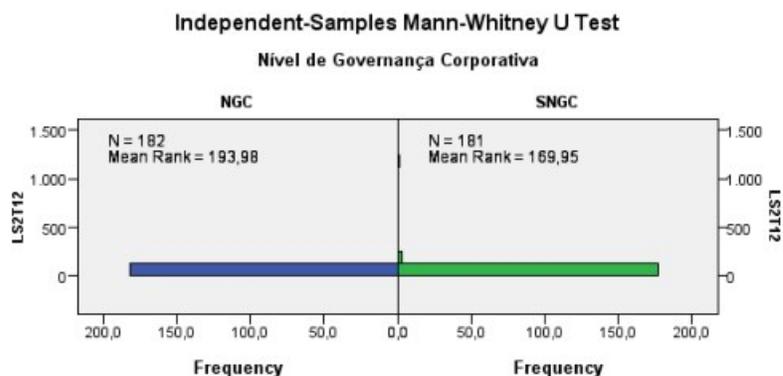
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 16: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T12)



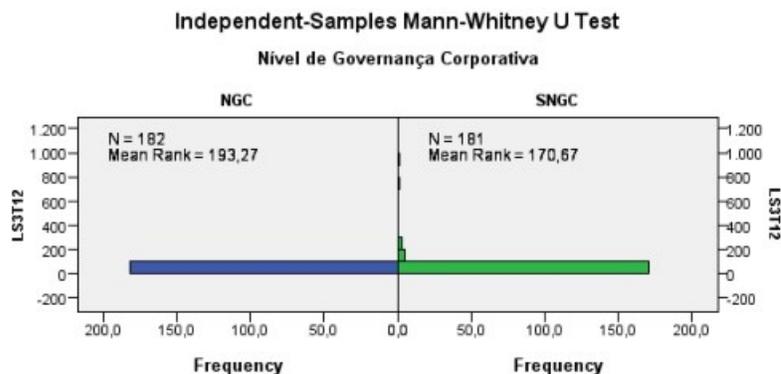
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 17: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T12)



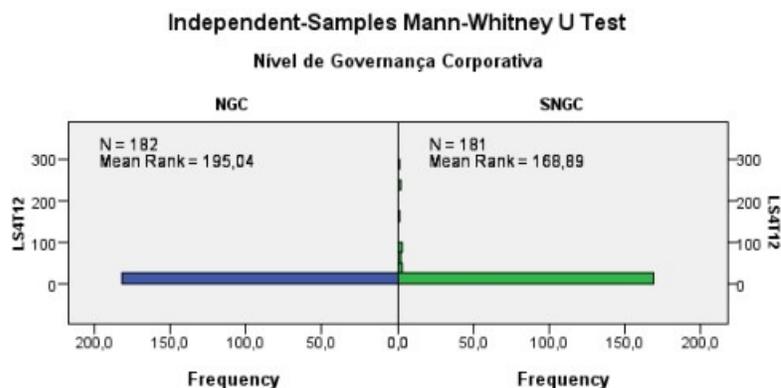
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 18: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T12)



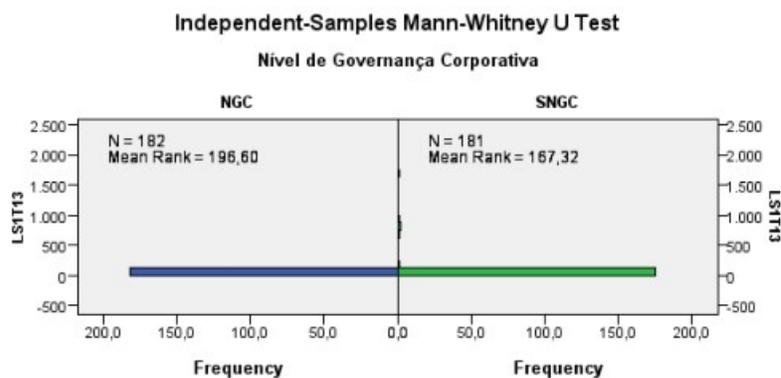
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 19: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T12)



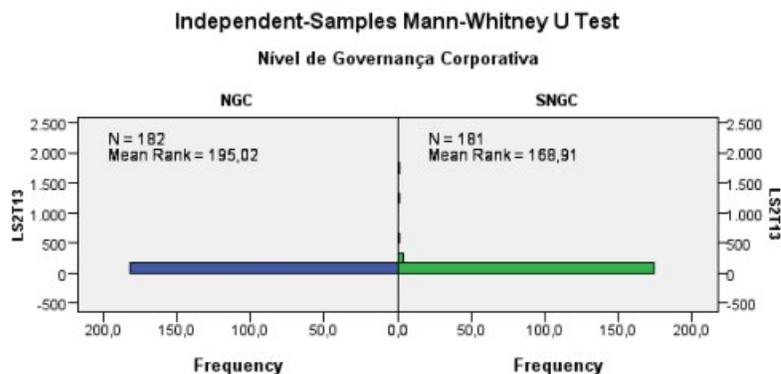
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 20: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T13)



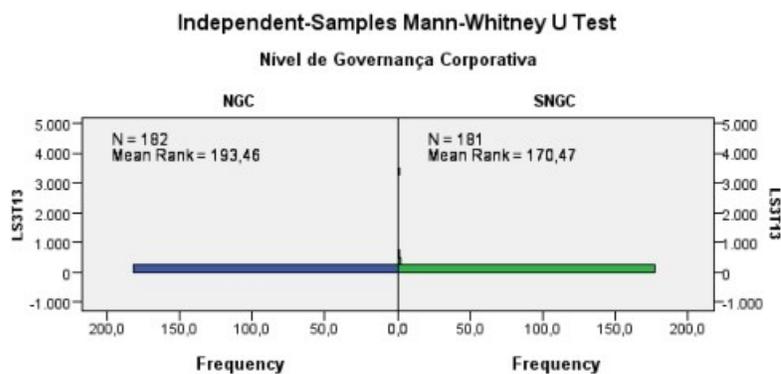
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 21: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T13)



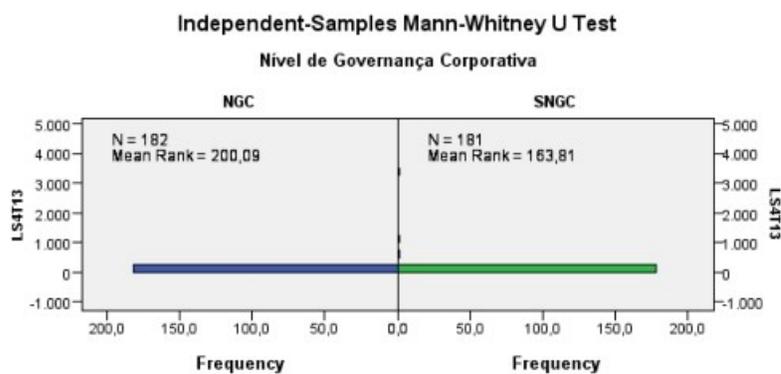
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 22: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T13)



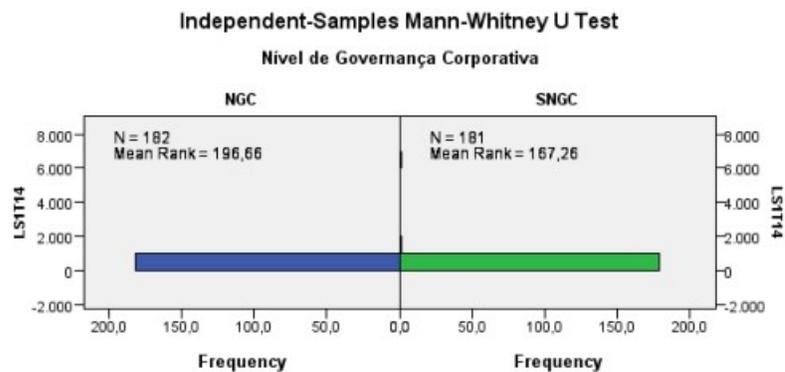
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 23: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T13)



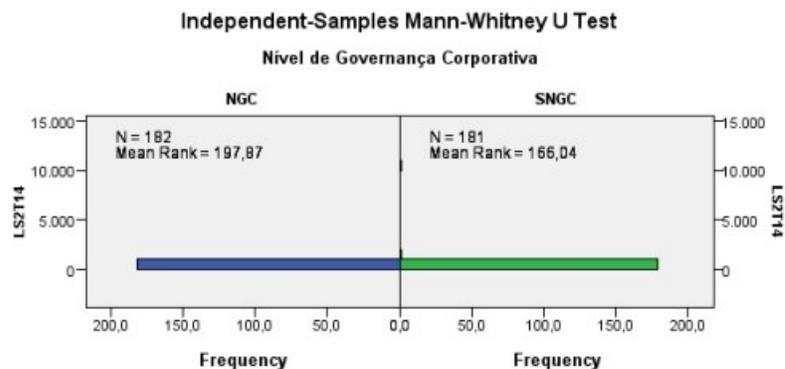
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 24: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T14)



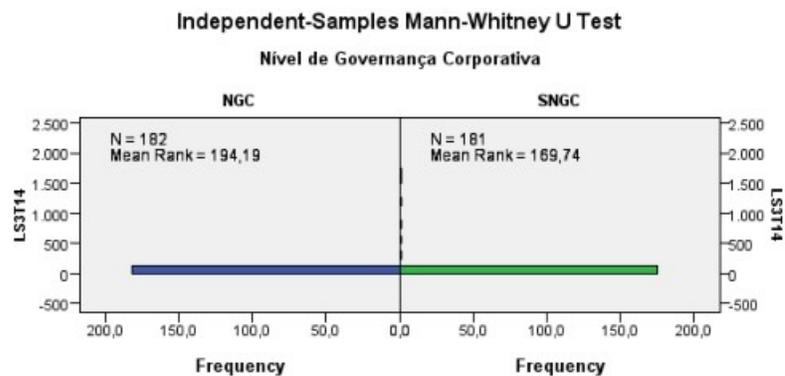
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 25: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T14)



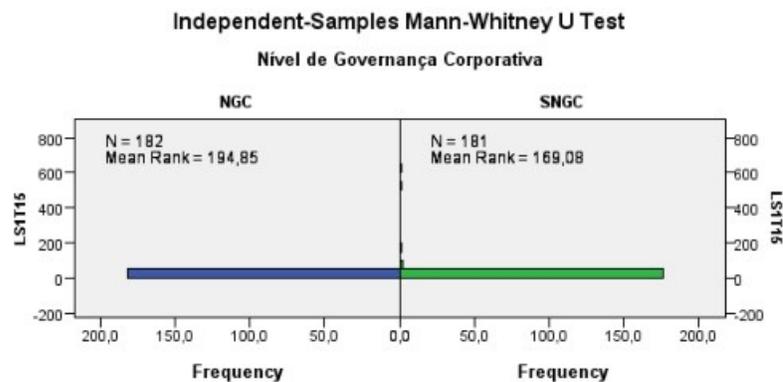
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 26: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T14)



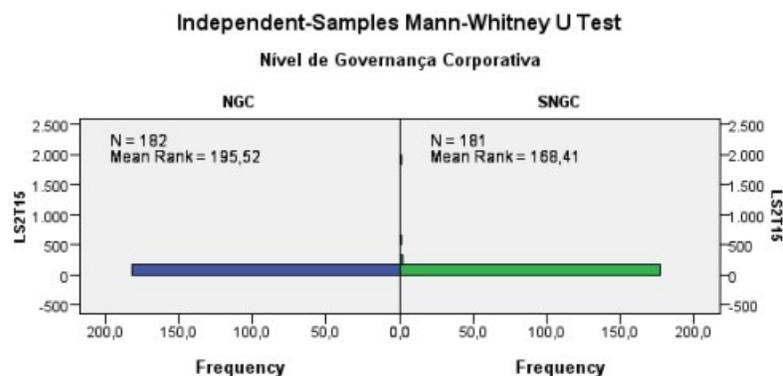
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 27: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T15)



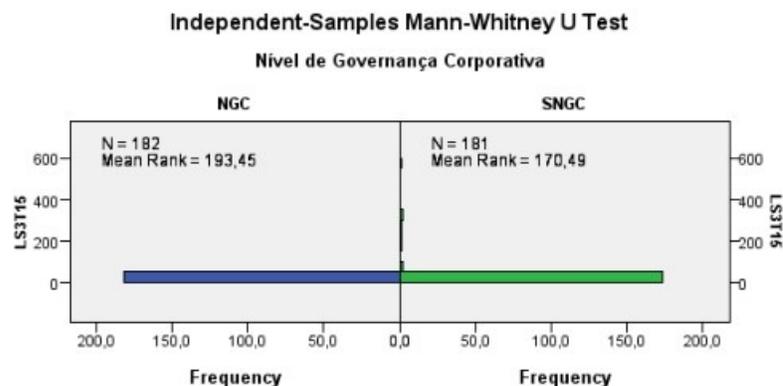
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 28: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T15)



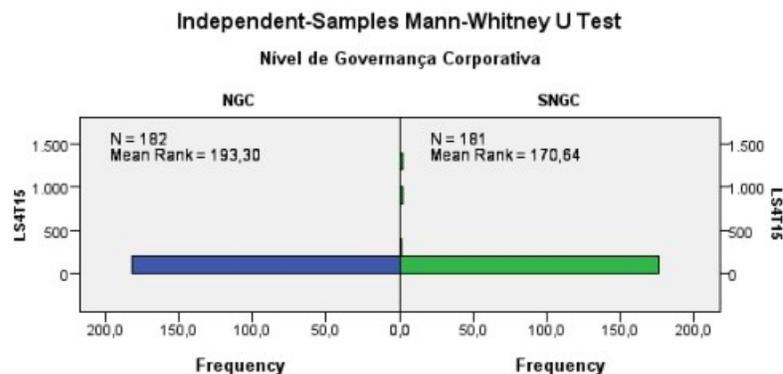
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 29: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS3T15)



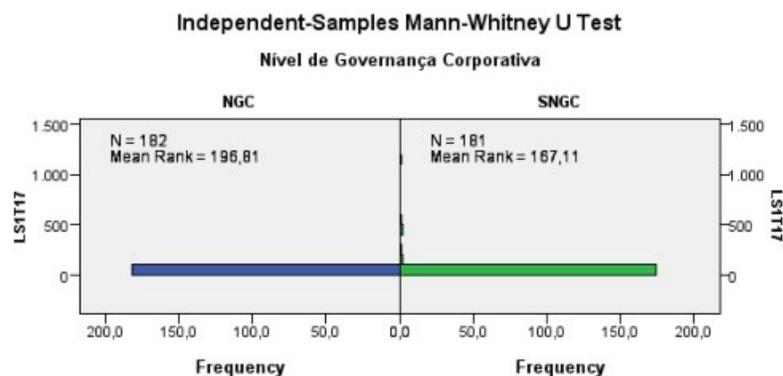
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 30: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS4T15)



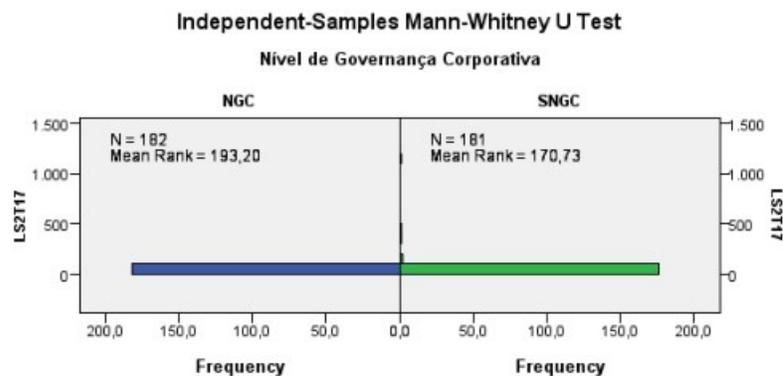
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 31: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS1T17)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

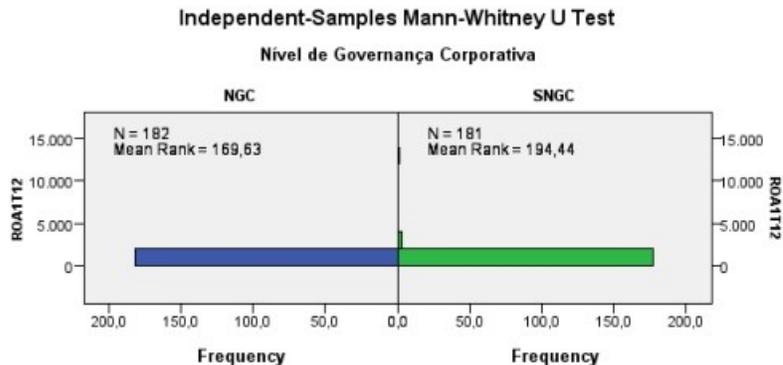
Gráfico 32: Teste de hipótese 2 não paramétrico – Liquidez Seca (LS2T17)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

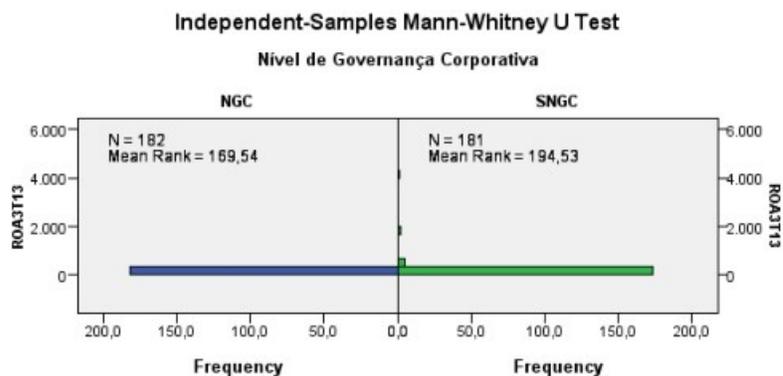
Hipótese 4: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem um maior retorno sobre o ativo e um maior retorno sobre o patrimônio líquido em relação às companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

Gráfico 33: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA1T12)



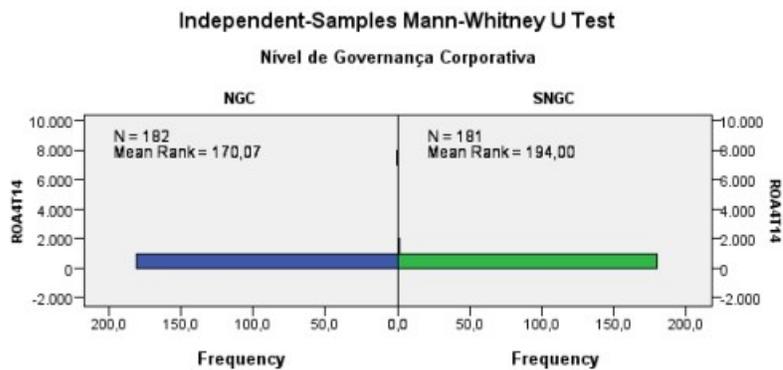
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 34: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA3T13)



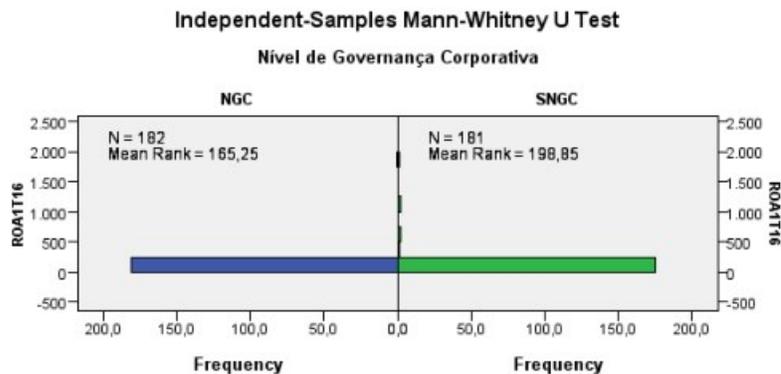
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 35: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA4T14)



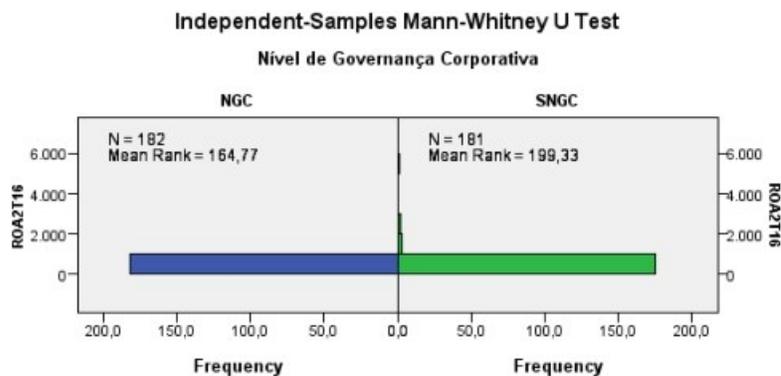
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 36: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA1T16)



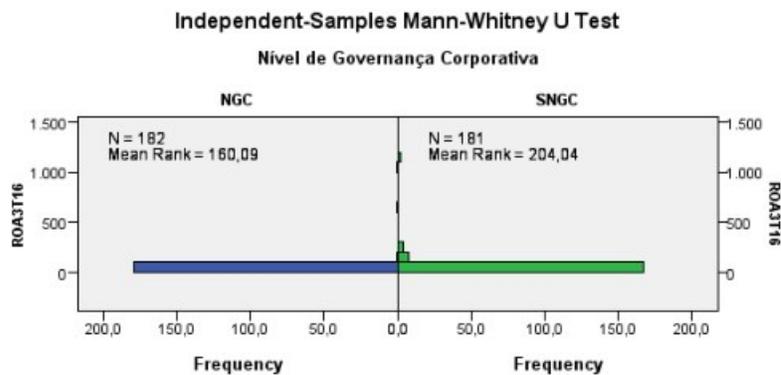
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 37: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA2T16)



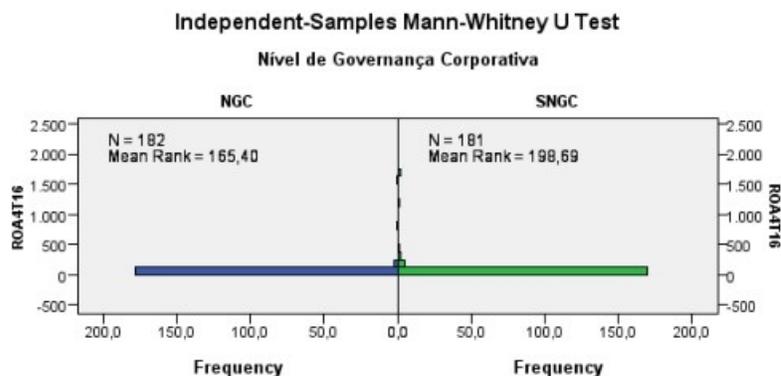
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 38: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA3T16)



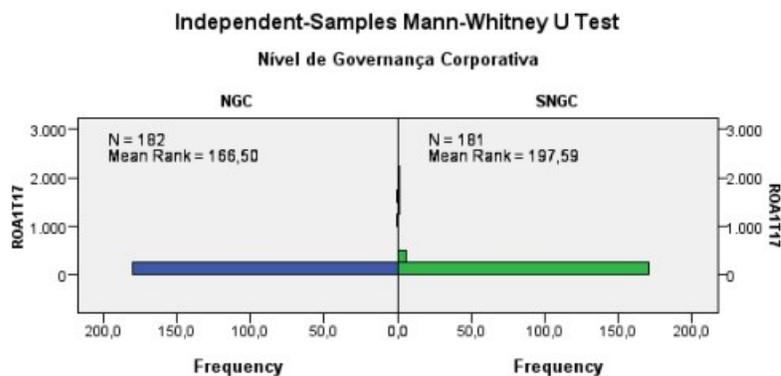
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 39: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA4T16)



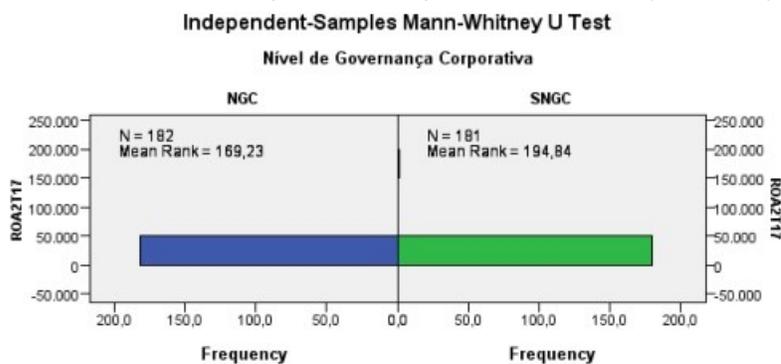
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 40: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA1T17)



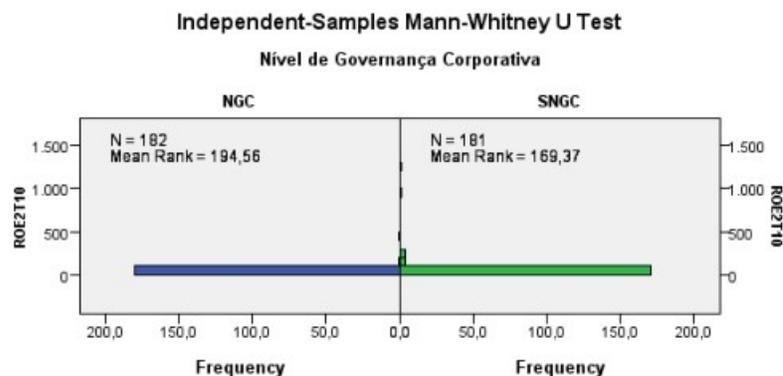
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 41: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROA (ROA2T17)



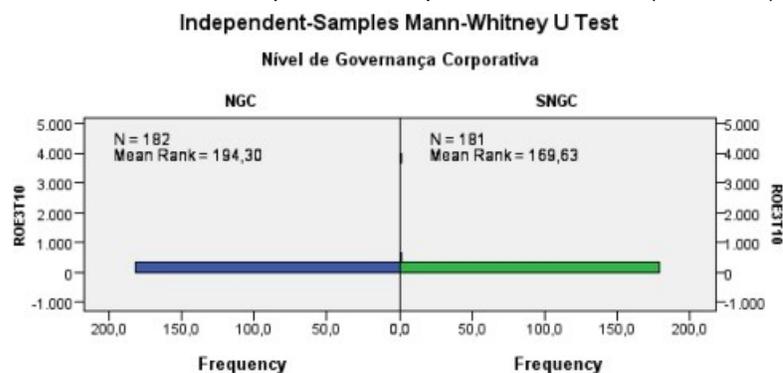
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 42: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE2T10)



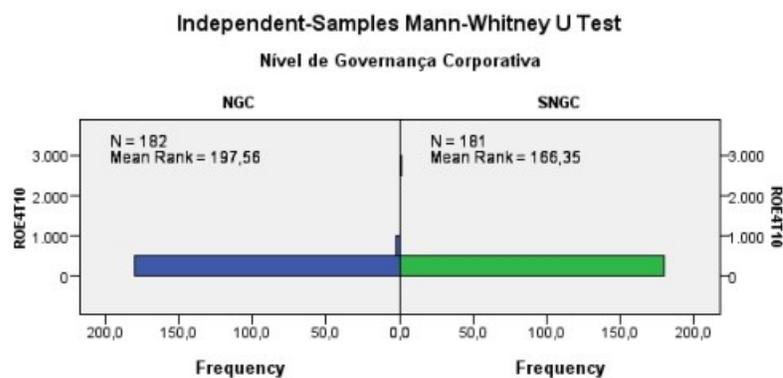
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 43: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE3T10)



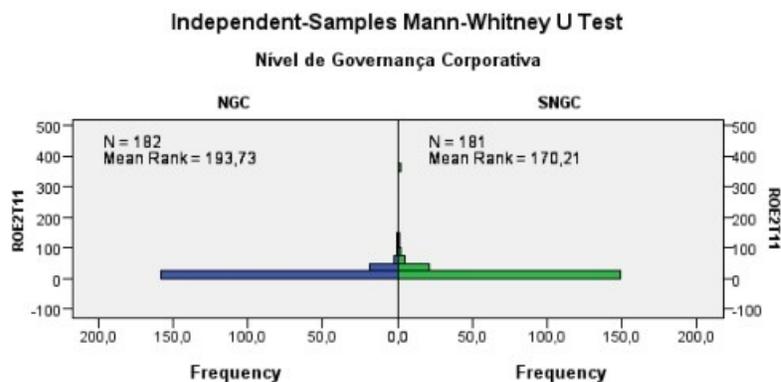
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 44: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE4T10)



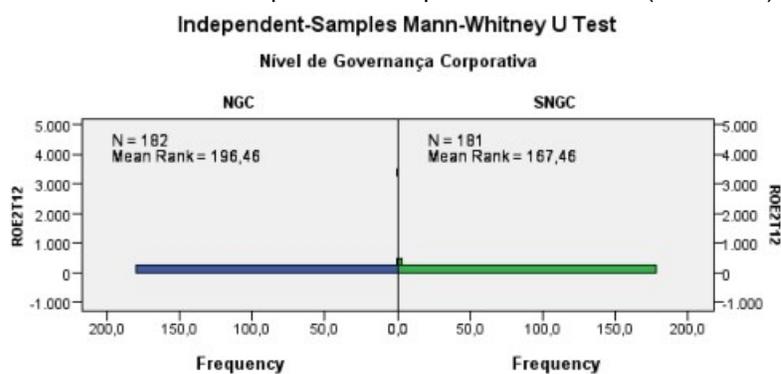
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 45: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE2T11)



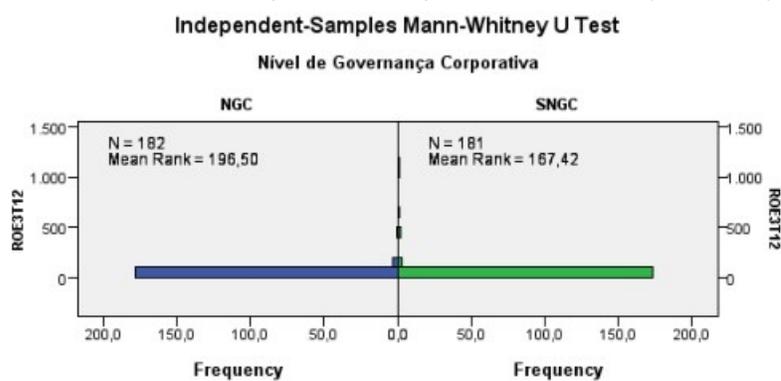
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 46: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE2T12)



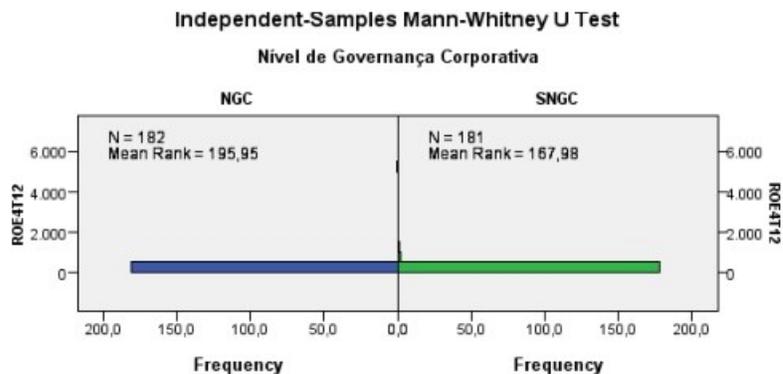
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 47: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE3T12)



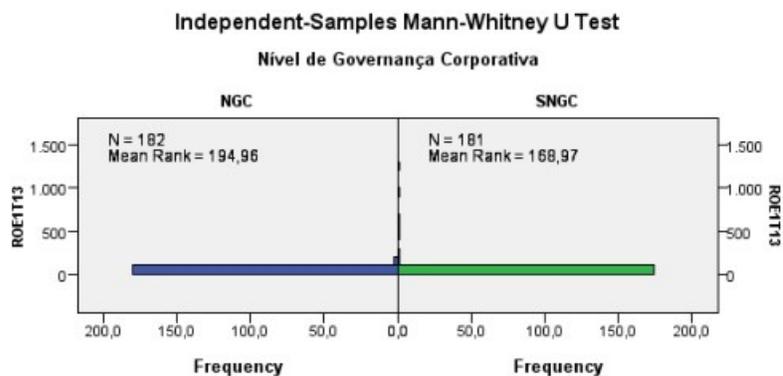
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 48: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE4T12)



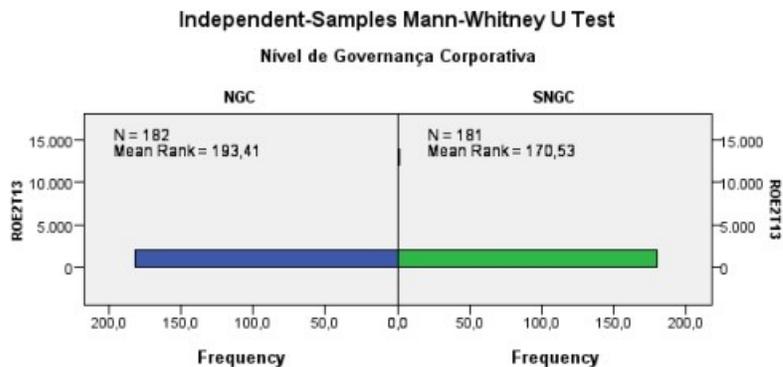
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 49: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE1T13)



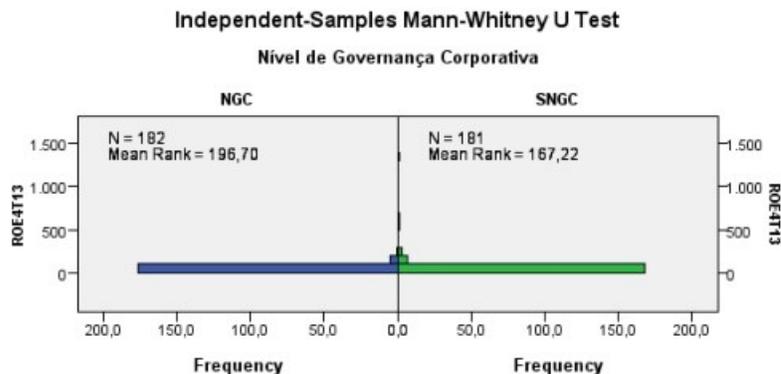
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 50: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE2T13)



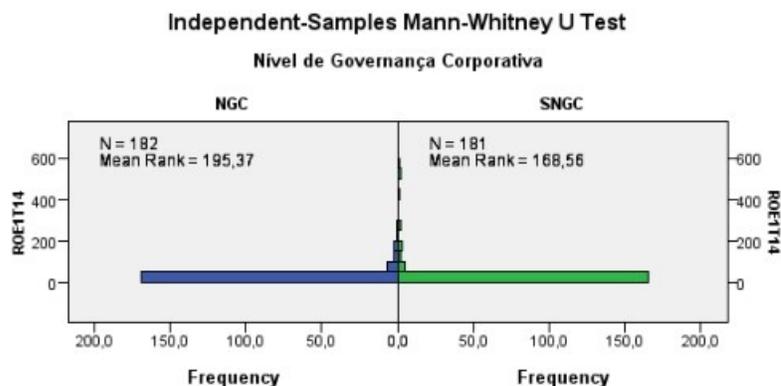
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 51: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE4T13)



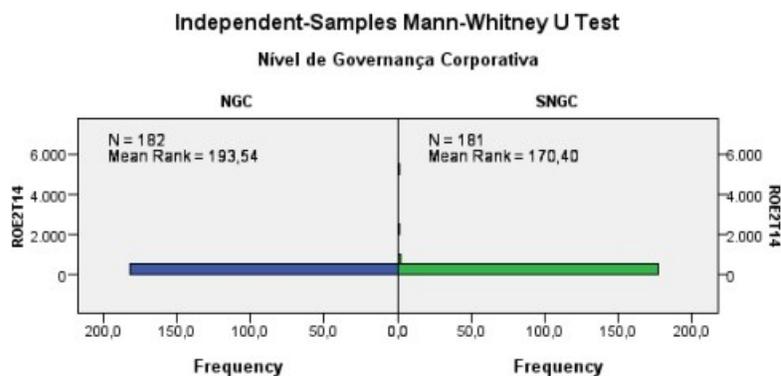
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 52: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE1T14)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 53: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE2T14)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 54: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE3T14)

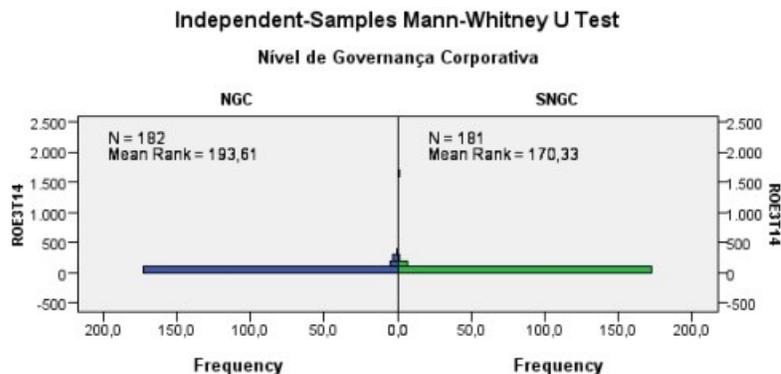


Gráfico 55: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE2T15)

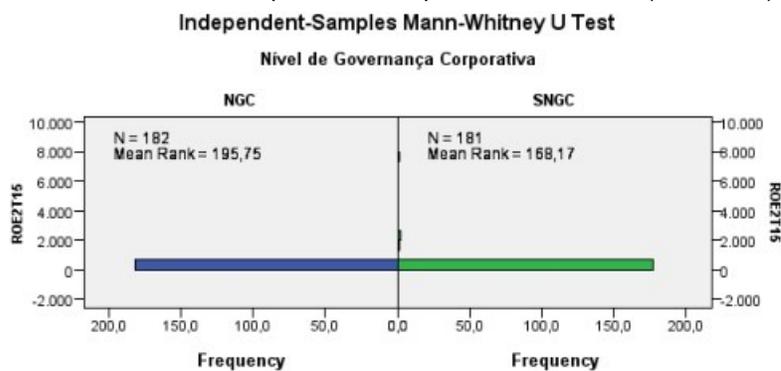


Gráfico 56: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE3T15)

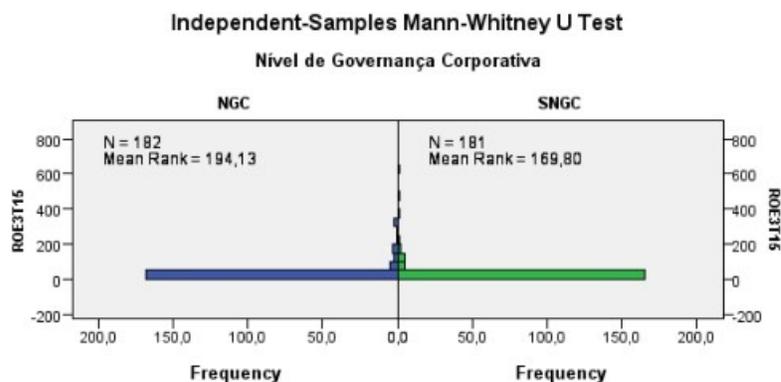
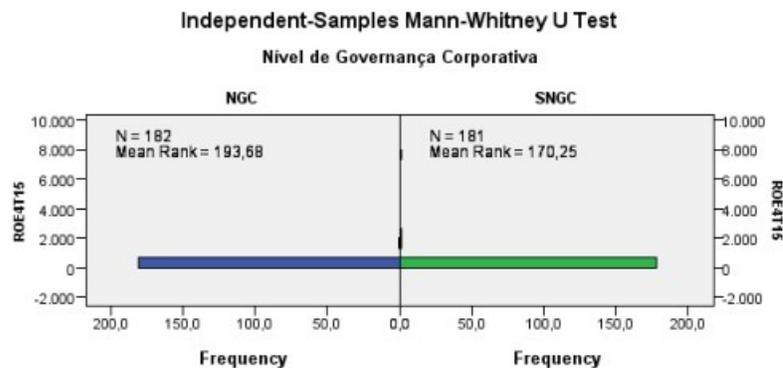
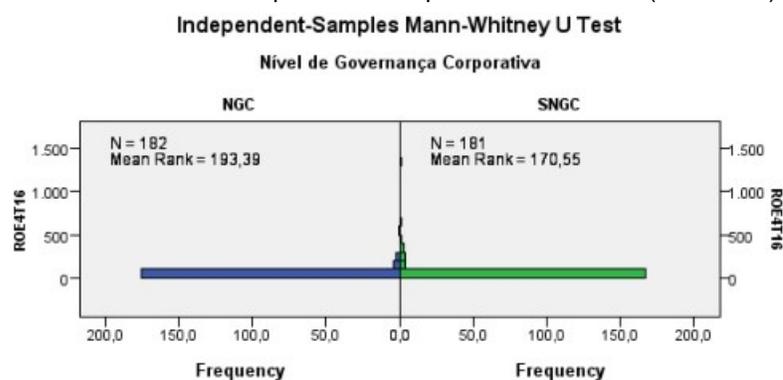


Gráfico 57: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE4T15)



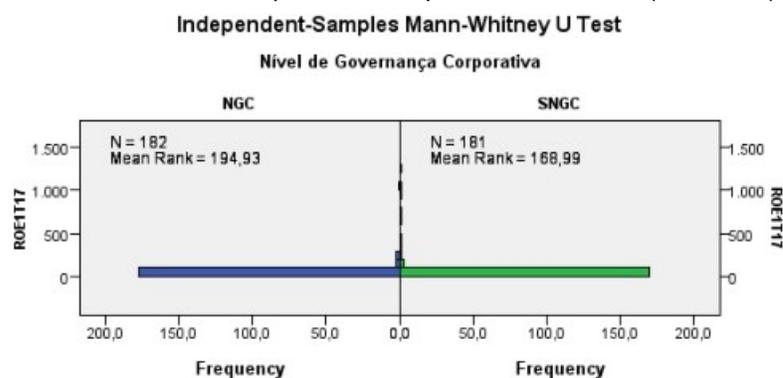
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 58: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE4T16)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

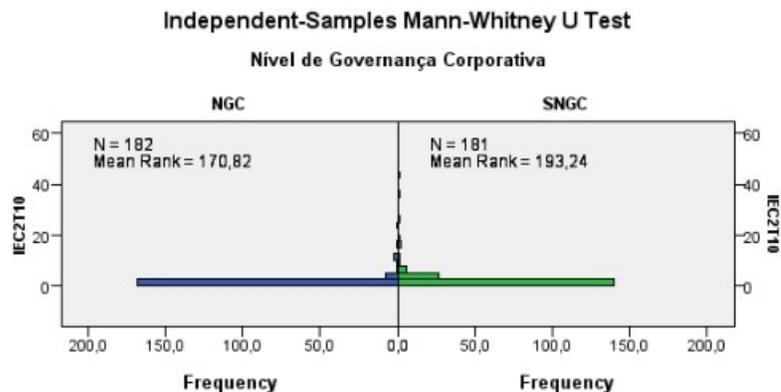
Gráfico 59: Teste de hipótese 4 não paramétrico – ROE (ROE1T17)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

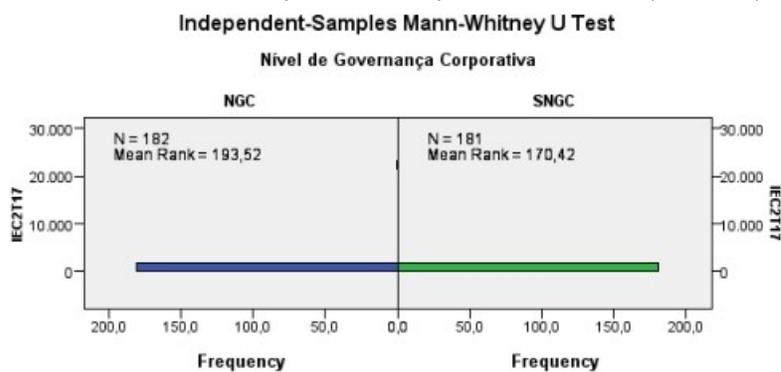
Hipótese 6: As empresas classificadas no segmento de listagem da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) possuem melhores índices de estrutura de capital e de composição em relação às companhias que não possuem níveis de governança corporativa.

Gráfico 60: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IEC (IEC2T10)



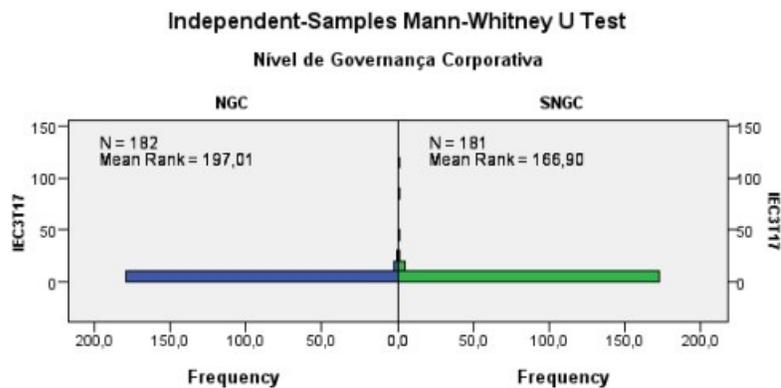
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 61: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IEC (IEC2T17)



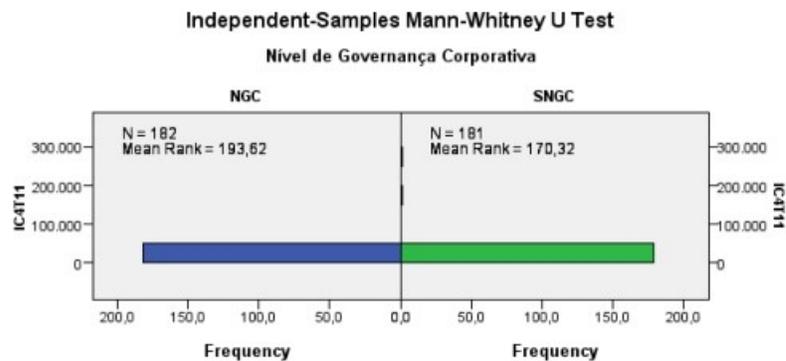
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 62: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IEC (IEC3T17)



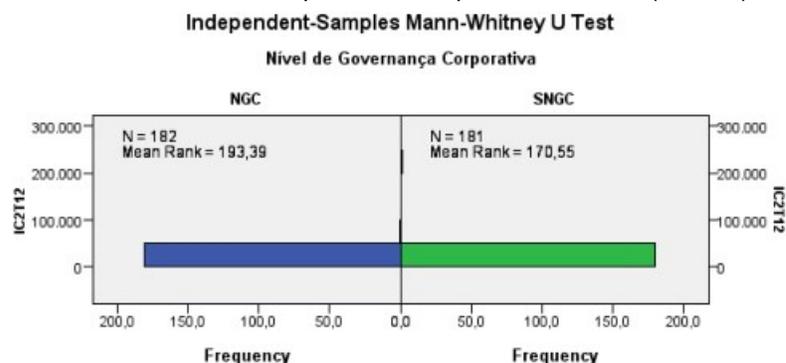
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 63: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T11)



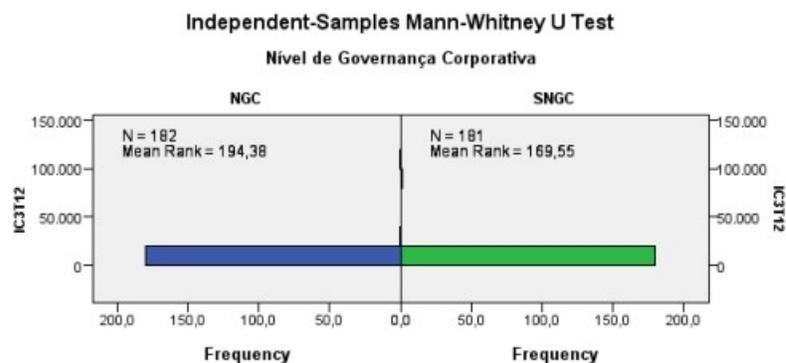
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 64: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T12)



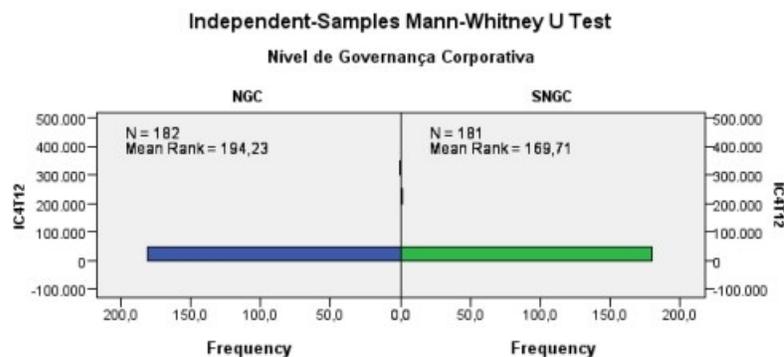
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 65: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T12)



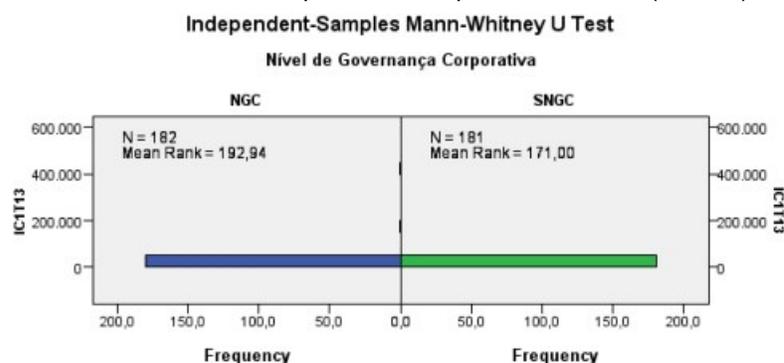
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 66: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T12)



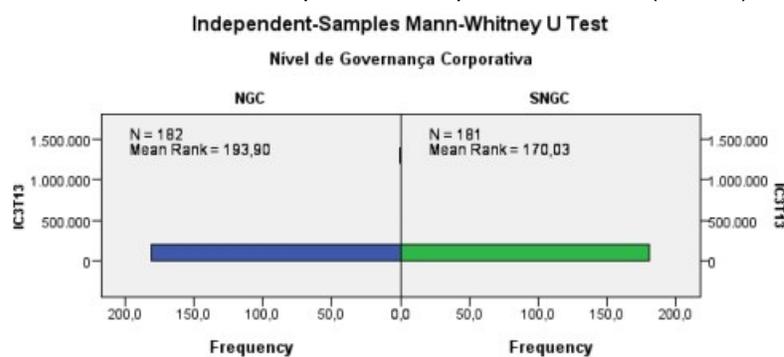
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 67: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC1T13)



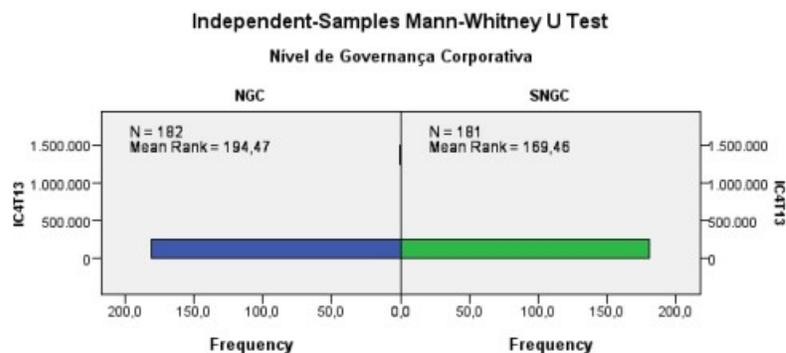
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 68: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T13)



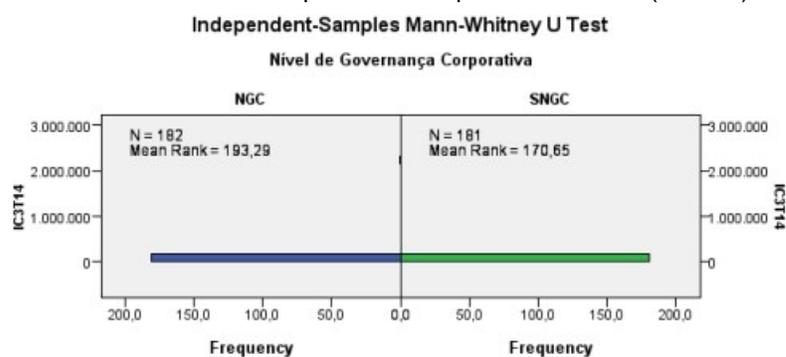
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 69: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T13)



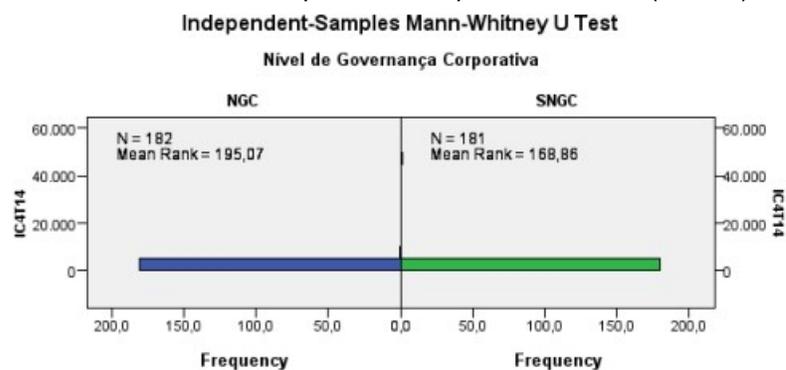
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 70: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T14)



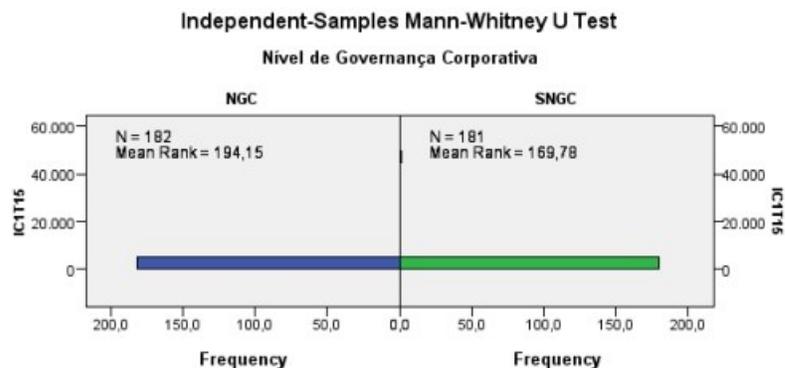
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 71: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC4T14)



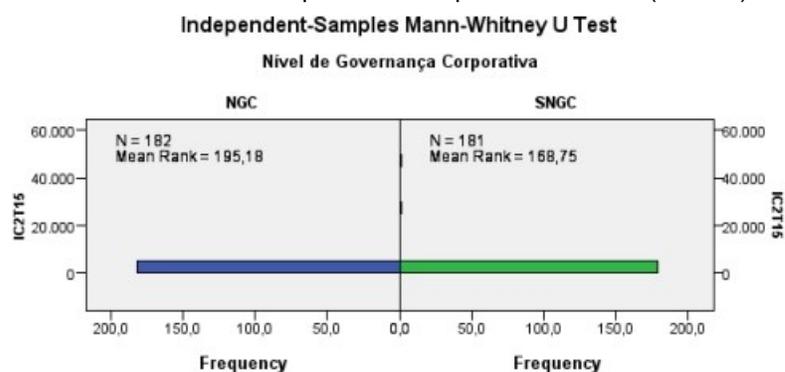
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 72: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC1T15)



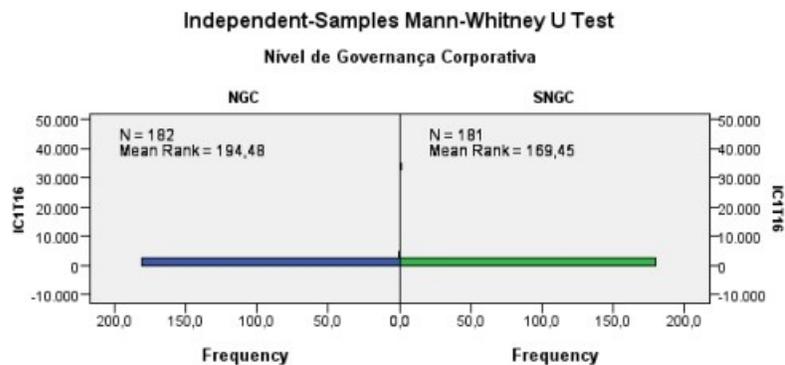
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 73: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T15)



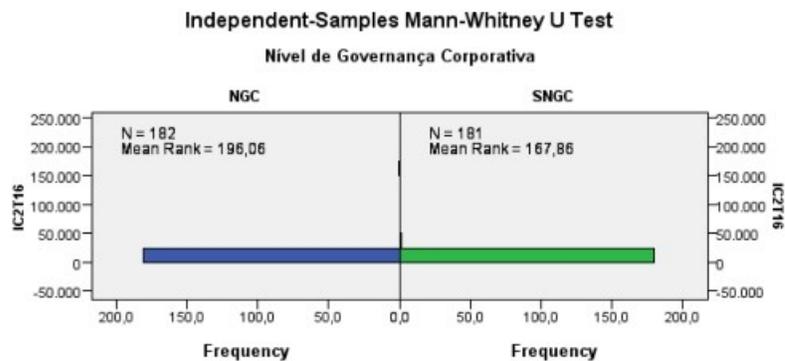
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 74: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC1T16)



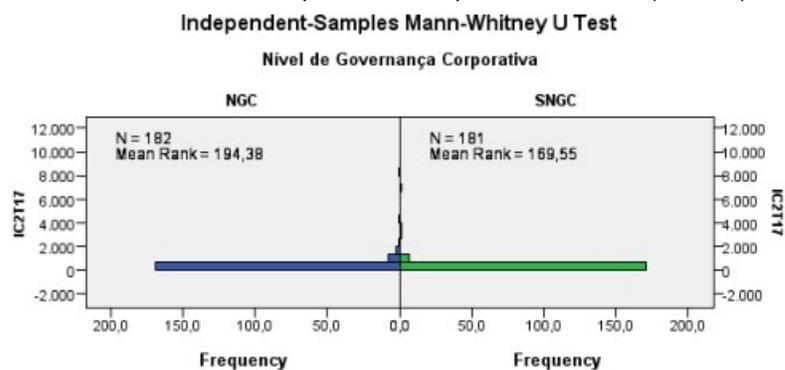
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 75: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T16)



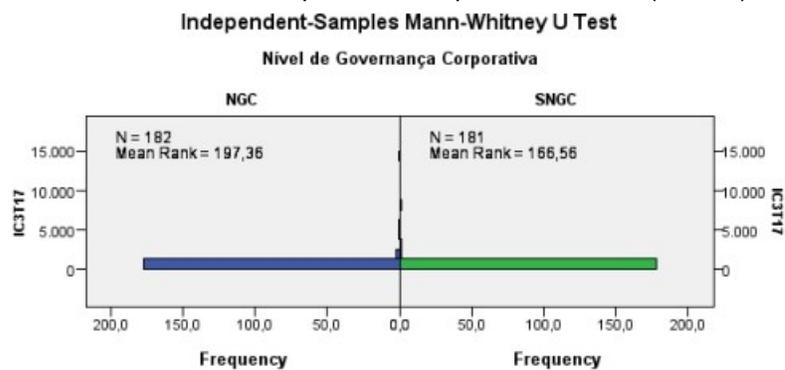
Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 76: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC2T17)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)

Gráfico 77: Teste de hipótese 6 não paramétrico – IC (IC3T17)



Fonte: Dados da Pesquisa (2018)