

DOI: <http://dx.doi.org/10.9771/rcufba.v16i1.43888>

**RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO
ECONÔMICO-FINANCEIRO E DE MERCADO, NO SETOR DE CONSUMO**

*The relationship between corporate governance and economic-financial and market
performance in the consumer sector*

Náthaly Alves Brito

PUC Goiás

nathalyelis@outlook.com

Elis Regina de Oliveira

PUC Goiás

elisreg@gmail.com

Geovane Camilo Santos

Universidade Federal de Uberlândia

geovane_camilo@yahoo.com.br

Ronivaldo Alcebiades Ferreira

PUC Goiás

roni@fococontabilidade.com

Thaís Renata Santos

PUC Goiás

thaisarenatax10@gmail.com

RESUMO

Esta pesquisa investiga se existe diferença significativa entre as companhias, inseridas no setor de consumo, optantes e não optantes pelo Novo Mercado (NM), quanto ao desempenho econômico-financeiro, tamanho da empresa e retorno dos preços das ações. Considerou-se amostra composta por 12 empresas, no período de 2009 a 2019. Utilizaram-se técnicas de pesquisa quantitativa, descritiva e documental, com dados tratados por meio dos testes de média (*Mann-Whitney*) e Correlação (*Spearman*). Os resultados sugerem que empresas não optantes pelo NM apresentaram maior liquidez, menor dependência de capital de terceiros, maior endividamento em curto prazo, maior lucratividade e rentabilidade, com empresas de menor tamanho. O retorno dos preços das ações no grupo NM apresentou associação positiva e significativa com liquidez corrente e seca, com margem líquida e rentabilidade; e com o endividamento a associação foi inversa. Além disso, não ocorreu relação significativa entre retorno dos preços das ações com o tamanho da empresa.

Palavras-chave: Teoria da Agência. Governança Corporativa. Indicadores de Desempenho econômico-financeiro.

ABSTRACT

This research aims to investigate whether there is a significant difference in economic-financial performance, company size, and stock price returns among companies in the consumer sector opting and not opting for the New Market (NM). A sample of 12 companies was considered for the period from 2009 to 2019. Quantitative, descriptive, and documental research techniques were used, with data analyzed using the Mean (Mann-Whitney) and Correlation (Spearman) tests. The results suggest that companies not opting for NM had greater liquidity, less dependence on third party capital, more outstanding short-term indebtedness, higher profitability, and returns with smaller companies. The return on stock prices in the NM group showed a positive and significant association with current and quick ratio, net margin, and profitability, and with indebtedness, the association was inverse. Furthermore, there was no significant relationship between stock price returns and company size.

Keywords: Agency Theory. Corporate Governance. Economic-financial performance indicators.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa (GC), considerada como sistema de gestão e controle, implantada de forma voluntária, com vista à maximização de valor da empresa, alinha principalmente os interesses dos acionistas e gestores (Queiroz et al., 2017; Santos et al., 2019; Silveira, 2015). Espera-se que empresas que adotam níveis mais elevados de práticas de GC apresentem menor assimetria de informações, em virtude de maior grau de controle e transparência, o que em tese aumenta a credibilidade junto aos investidores (Braune et al., 2020; Meyer & Rowan, 1977). Nessa direção, a divulgação voluntária de informações econômico-financeiras contribui para elevar a credibilidade da companhia junto ao mercado, além de nortear as decisões dos *stakeholders* e estabelecer ambiente negocial mais sustentável (Beuren, 1996; Bressan et al., 2007; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2007).

O setor de atividade econômica no qual a empresa está inserida, também, pode influenciar o desempenho econômico-financeiro, em virtude de estar mais ou menos exposta aos ciclos econômicos, caracterizados pelas oscilações de variáveis macroeconômicas. É o que ocorre com o setor de consumo da Brasil, Bolsa e Balcão [B]³, que assume relevante papel na segurança alimentar e geração de divisas, quando se trata de produção de alimentos e exportação de *commodities*, além de produtos de limpeza, higiene pessoal (consumo não cíclico) e bens de consumo duráveis (consumo cíclico) (Pandini et al., 2018).

Dentro desses enfoques, as empresas adotam estratégias cujos resultados podem ser revelados por meio de indicadores econômico-financeiros, que delimitam as informações importantes para assegurar a sustentabilidade operacional e econômico-financeira, subsidiando os *stakeholders* na tomada de decisão. Os preços das ações das companhias são afetados pelos seus respectivos desempenhos, tendo em vista que os analistas de mercados os utilizam como parâmetros para avaliação de risco de investimentos. No entanto, em período de crise econômica, os investidores tendem a migrar de ativos de maior risco (ações) para ativos de menor risco (títulos públicos federais), assim, pelo mecanismo de oferta e demanda os preços dessas ações também podem sofrer variações, pelas expectativas de mercado (Almeida, 2014; Silva et al., 2012)

A relação entre governança corporativa e desempenho é pesquisada sob o prisma de diferentes perspectivas e parâmetros (Araujo et al., 2023). Lima et al. (2015) utilizam a métrica de valor de mercado e os diferentes níveis de GC, considerando as subcategorias setor regulado ou não, para analisar companhias de diferentes setores econômicos. Soschinski e Kroenke (2023) pesquisaram a relação entre as práticas de GC e a rentabilidade em períodos cíclicos de crescimento econômico. Santos et al. (2023) avaliam a relação GC com e preços das ações no período da Covid-19, e de sua recuperação. Nessa direção, considerando a revisão de literatura, percebeu-se lacuna de estudos sobre o setor de consumo, relacionando o desempenho

econômico-financeiro e a segmentação Novo Mercado, nível mais elevado de GC, conforme [B]³, utilizando além dos índices econômico-financeiros tradicionais, o tamanho da empresa e o preço de suas ações.

Nesse contexto, esta pesquisa investiga o seguinte problema: Qual é a relação do segmento Novo Mercado com o desempenho dos indicadores econômico-financeiros, retorno dos preços das ações e tamanho das empresas do setor de consumo da [B]³? Direcionada por essa questão, a presente pesquisa tem por objetivo comparar o desempenho econômico-financeiro, o retorno dos preços das ações e o tamanho das empresas de capital aberto, considerando a segregação das empresas em optantes e não optantes do Novo Mercado (NM).

A comparação de desempenho do grupo de empresas inseridas no segmento Novo Mercado com o grupo composto pelas demais companhias é relevante, pois norteiam as decisões os *stakeholders*, que buscam identificar se companhias que alcançaram o nível mais elevado de GC apresentam diferencial em desempenho econômico-financeiro e preço das ações em relação às demais companhias. Para a literatura, esta pesquisa avança no conhecimento sobre desempenho econômico-financeiro das companhias do setor de consumo da [B]³ com contribuições por inserir o retorno dos preços das ações e o tamanho da empresa na análise de comparação de desempenho entre os dois grupos, no período de 2009 a 2019.

É esperado que companhias com nível mais elevado de GC tenham maior credibilidade junto aos *stakeholders*. Nesse sentido, esses resultados implicam em evidenciar aos *stakeholders* que o grupo NM do setor de consumo tem esse diferencial, uma vez que apresentam uma maior captação de recursos de terceiros, com dívidas concentradas em longo prazo. O estudo também sugere que os investidores consideram a capacidade de pagamento de dívidas em curto prazo e rentabilidade ao adquirirem suas ações.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa

A GC visa ao alinhamento dos interesses entre a diretoria e os proprietários/acionistas das empresas, em função dos possíveis conflitos de interesses que evoluem à medida que o proprietário delega a gestão para a diretoria. Assim, a teoria da agência tem sua gênese na teoria da firma. A abordagem Gerencial da Firma trata a separação de papéis de gestor da empresa e de seu proprietário (exemplo das companhias de capital aberto), considerando a partir de então a firma como lócus de ocorrência de possíveis divergências de interesses entre os envolvidos (os proprietários/acionistas, representados pelo conselho de administração; a diretoria composta por gestores de elevado nível hierárquico, responsáveis pela gestão da empresa; fornecedores; trabalhadores; compradores, entre outros) (Feijó & Valente, 2004; Santos et al., 2015). Com essa perspectiva, a direção da companhia pode perseguir objetivos que maximizam seu bem-estar e que não estejam em convergência com os interesses do conselho de administração.

A teoria da agência analisa esses conflitos de interesses entre o principal (proprietário/acionistas) e os agentes (administração da empresa/não proprietários), e, com vista a identificá-los e minimizá-los, a companhia precisa de estratégias, processos de controles e supervisão para assegurar que os interesses dos acionistas sejam norteadores das ações da administração (Godoy & Marcon, 2006; Jensen & Meckling, 1976). Assim, segundo esses autores, existem custos incorridos para assegurar que as diretrizes estabelecidas pelo conselho de administração sejam cumpridas. A teoria da agência tem como principal objetivo estudar esses conflitos e os custos deles inerentes. Esses conflitos precisam ser gerenciados, pois podem gerar soluções criativas para as divergências tratadas, criando sinergia positiva para a organização (Arruda et al., 2008).

Enquanto que a teoria da legitimidade organizacional parte do pressuposto que as organizações estão inseridas em sistema social mais amplo e necessitam de aceitação e

credibilidade dos agentes que relacionam direta ou indiretamente com elas (*stakeholders*). Nesse sentido, a legitimidade organizacional ocorre quando a empresa atua orientada por regras, normas, valores, princípios e crenças aceitos pelo meio em que está inserida, em determinado contexto cultural (Barakat et al., 2016; Woodward et al., 1996).

A GC se desenvolve a partir desse contexto, com o objetivo de minimizar e gerenciar os conflitos entre conselho de administração, diretoria da companhia e demais envolvidos, decorrentes principalmente da existência da assimetria de informações, em que o lado com mais informações pode se beneficiar em decorrência de maior subsídio às suas decisões. A GC possibilita à organização alcançar suas diretrizes pautadas pela observância às normas, regras, valores, e princípios que lhes confirmam aceitação e credibilidade junto aos stakeholders (Correia & Amaral, 2008; O. S. Martins et al., 2013; Silveira, 2015). Conforme IBGC, são recomendados às organizações quatro princípios de GC: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, com a finalidade de potencializar o valor da companhia e prospectar novos negócios (IBGC, 2007).

Nesse contexto, e com a finalidade de ampliar a valorização das companhias junto aos *stakeholders* e fomentar o mercado de capitais, a B3 S.A. – Brasil Bolsa e Balcão (anteriormente denominada BM&F Bovespa) criou, em 2000, os níveis de GC e atualmente trabalha com os segmentos especiais: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Os diferentes níveis têm por objetivo propiciar elevação gradual das práticas de GC, considerando os diferentes perfis de companhia que fazem adesão voluntária, respeitando suas especificidades e tamanho. Assim, agrupou as companhias optantes e aceitas em segmentos distintos, conforme suas características, ampliando a visibilidade para os investidores das empresas que se comprometem com as práticas de GC e níveis de transparência (B3, 2022; Tavares & Penedo, 2018).

O Nível 1 apresenta menor exigência e tem como requisito garantir o mínimo de 25% das ações em circulação no mercado, permitindo a existência de ações ON (Ações Ordinárias) e PN (Ações Preferenciais), conforme legislação. Já o Nível 2 é mais semelhante ao Nível NM, porém com algumas ressalvas, destacando que as empresas listadas nesse nível possuem o direito de manter ações preferenciais (PN). Enquanto o nível NM é o mais exigente quanto às práticas de GC, portanto mais valorizado pelos acionistas e potenciais investidores (B3, 2022; Melo et al., 2013).

O segmento NM reúne as companhias que adotaram os níveis mais elevados de GC e transparência, que distinguem dos demais segmentos em diversas exigências que elevam a proteção aos acionistas e a transparência em relação ao mercado. Entre essas exigências relacionadas à proteção dos interesses dos acionistas, destacam-se: capital composto exclusivamente de ações ordinárias (ON); no caso de alienação do controle, todos os acionistas terão o direito de vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%); realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por preço justo, em caso de saída do segmento; maior número de membros do Conselho de Administração (CA) na condição de independente; aumento do nível de controle e de gerenciamento de risco, com instalação de área de auditoria interna, função de compliance e comitê de auditoria (estatutário ou não estatutário) (B3, 2022; Lima et al., 2015).

Entre as exigências específicas para o NM, relacionados com a transparência, destacam-se: divulgação simultânea em inglês e português de fatos relevantes; informações sobre proventos e *press release* dos resultados; e reunião pública com possibilidade de participação, inclusive à distância, tendo como pauta a publicação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras. Inserem-se, também nesse grupo, as divulgações adicionais de informações referentes: ao regimento dos conselhos de administração e seus comitês de assessoramento, e do conselho fiscal; sobre o código de conduta; a política de remuneração; a política de indicação de membros para conselhos, comitês e assessorias; ao gerenciamento de risco; a transação com

partes relacionadas; e relatório anual resumido do comitê de auditoria (B3, 2022; Lima et al., 2015).

Segundo Martins et al. (2013), as empresas inseridas no NM tendem a obter retorno maior em suas ações do que as empresas tradicionais, pois apresentam indicadores de maior nível de organização de processos, de responsabilidade administrativa, alinhamento dos interesses entre direção e acionistas, e transparência, em decorrência de maior divulgação de informações, assim mantendo e atraindo novos investidores.

Conforme exposto por Tavares e Penedo (2018), o desempenho econômico-financeiro da companhia pode ser afetado pelo efeito do setor em que ela está inserida, da própria firma e da governança. As pesquisas que associam adequação das companhias aos princípios de governança com o seus respectivos desempenhos econômico-financeiros observaram atração de maior número de investidores, redução de custos com captação de recursos e maiores retornos sobre os investimentos (O. S. Martins et al., 2013; Melo et al., 2013; Tavares & Penedo, 2018).

2.2 Governança Corporativa e Desempenho Econômico-financeiro

Conforme exigências específicas para o NM, as companhias inseridas nesse segmento apresentam indicadores de organização que alinham os interesses entre gestão e acionistas; e divulgam maior quantidade de informações, que minimizam o risco informacional. Espera-se que esse esforço institucional reflita em maior responsabilidade administrativa, legitimando sua própria permanência no mercado de capitais (B3, 2022).

A percepção dos *stakeholders* (instituições financeiras, acionistas, analistas de mercado, potenciais investidores, trabalhadores, e outros) sobre o diferencial do segmento NM pode gerar consequências econômico-financeiras e de valor de mercado. Por exemplo, menor custo com captar recursos; concentração de dívidas em longo prazo, maior retorno das ações de empresas desse grupo; e eficiência econômica em geração de lucro; e referência de credibilidade, principalmente em conjuntura econômica conturbada (Araujo et al., 2023; Lima et al., 2015; Soschinski & Kroenke, 2023; Tavares & Penedo, 2018).

Nesse contexto, Lopes e Martins (2007) ratificam a importância do fluxo de informações contábeis e de indicadores que subsidiem os investidores a avaliar o desempenho de seus ativos e a obter mecanismos de controle e acompanhamento de *performance*. Nessa direção, a análise das demonstrações financeiras, por meio de indicadores econômico-financeiros e operacionais, subsidia os usuários da informação contábil. Em consonância com a análise positiva, há relação entre informações contábeis e as expectativas dos agentes do mercado de capitais (Beuren, 1996; Lopes & Martins, 2007).

As demonstrações contábeis para as empresas de capital aberto são estruturadas e divulgadas obrigatoriamente, em conformidade com a Lei 6.404 de 1976, atualizada, e NBC TG 26 (R5) (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, 1976; Comitê de Pronunciamento Contábil, 2011). O uso de indicadores econômico-financeiros, mensurados por meio de dados constantes do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), possibilita estabelecer uma análise, comparando seu próprio desempenho longitudinal, bem como com outras empresas do mesmo setor, detectando as consequências financeiras e econômicas das estratégias adotadas (Assaf Neto & Lima, 2017).

Esta pesquisa foi realizada considerando os indicadores contábeis para diagnosticar a liquidez, estrutura de capital de terceiros e perfil da composição de endividamento, lucratividade e rentabilidade, além do retorno do preço das ações e tamanho da empresa, constantes no Quadro 01.

Quadro 01 - Relação e interpretação dos indicadores de desempenho econômico-financeiros

Indicador	Interpretação
Liquidez Geral (LG)	Indica a capacidade financeira da empresa em pagar suas obrigações em curto e longo prazo, quando o índice é igual ou superior a 1,00 (Assaf Neto & Lima, 2017; Constantino et al., 2017).
Liquidez Corrente (LC)	Indica a capacidade financeira da empresa em pagar suas obrigações em curto prazo, quando o índice é igual ou superior a 1,00 (Assaf Neto & Lima, 2017; Constantino et al., 2017).
Liquidez Seca (LS)	Indica a capacidade financeira da empresa em pagar compromissos em curto prazo, com seus ativos de maior liquidez financeira (Assaf Neto & Lima, 2017; Constantino et al., 2017).
Estrutura de Capital (%) (ECT)	Indica o quanto de endividamento da empresa está sendo financiado por recursos próprios. Resultado superior a cem por cento indica maior dependência de capital de terceiros, pois os recursos próprios não foram suficientes para financiar as obrigações (Assaf Neto & Lima, 2017).
Composição do Endividamento (%) (CE)	É denominado de perfil da dívida, mostrando a proporção do Passivo Circulante em relação ao Exigível Total. Quanto menor esse resultado, menor o endividamento em curto, o que é desejável (Assaf Neto & Lima, 2017).
Margem Líquida (%) (ML)	Indica a proporção de lucro líquido em relação às vendas líquidas, portanto mede a eficiência na geração de lucros por meio das vendas (Assaf Neto & Lima, 2017)
Margem Ebitda (%) (ME)	Indica a lucratividade operacional, equivalente à razão entre o lucro operacional (antes do pagamento de juros, amortizações, impostos e depreciações) em relação à receita líquida (Assaf Neto, 2020).
Retorno sobre o Ativo (%) (ROA)	Indica a capacidade da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos (Assaf Neto & Lima, 2017).
Retorno sobre o Patrimônio Líquido Médio (%) (ROE)	Indica a rentabilidade do dinheiro investido pelos acionistas na empresa. É utilizado para comparar a rentabilidade de uma empresa com outras do mesmo setor. Demonstra a eficiência da empresa em transformar recursos investidos nela em lucro (Assaf Neto & Lima, 2017).
Retorno do preço das ações (%) (RET)	Espera-se que esse percentual seja positivo e, quanto mais alto, indica maior valorização das ações, no período analisado.
Tamanho da empresa (TAM)	Utilizou-se como indicador do TAM o Ativo Total, que representa todos os direitos e bens da empresa. Valor mais elevado indica empresa de maior tamanho (Assaf Neto & Lima, 2017; Bressan et al., 2007).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com vista à compreensão do conceito do retorno dos preços das ações, conceitua-se a ação como a menor parte do capital social de uma organização, que confere ao acionista o direito de participar no lucro dessa organização, conforme proporção do número de ações que ele possui. O retorno, positivo ou negativo, é a consequência obtida de um investimento. Para que ocorra interesse, os investidores devem acreditar que o retorno esperado é maior que o risco do investimento (Almeida, 2014). O retorno pode ocorrer em função da distribuição de dividendos e por meio da venda das ações.

2.3 Estudos Correlatos

Pandini et al. (2018) avaliaram a influência das variáveis macroeconômicas sobre os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo da B3, no período de 2008 a 2015. Aplicaram análise de correlação canônica em amostra contendo 64 empresas do Setor de Consumo Cíclico e 39 do Consumo Não Cíclico, totalizando 103 empresas de capital aberto. Os principais indicadores contábeis (LC, LG, ECT, CE, ML, ME, ROA, e ROE) foram relacionados com inflação, juros, câmbio e Produto Interno Bruto (PIB). Os resultados

demonstraram que o setor cíclico é mais afetado pelas flutuações do ambiente econômico, ao contrário do setor não cíclico, que produz e vende bens considerados mais essenciais.

O estudo realizado por Miranda et al. (2016), com amostra de 178 companhias, utilizando modelos econométricos logit binário e multinomial (jan.2010 a set. 2015), testou a hipótese que empresas mais arriscadas, e não as mais rentáveis, são mais propensas à opção pelo NM. O resultado obtido ratifica que empresas arriscadas, de grande porte e com menor endividamento, buscam sua legitimação no mercado por meio da sua inserção no NM, apresentando maior transparência, quantidade e qualidade de informações adicionais. O ROE e Retorno das ações não indicaram relação significativa entre NM e o retorno das empresas, sugerindo que o mercado não percebe como necessária a inserção da empresa em níveis de governança para ela obter maior retorno.

Karim e Purwanto (2020) analisaram a relação de GC com o desempenho das ações das empresas de capital aberto na Indonésia, no período de 2006-2008. A governança corporativa foi percebida por meio da composição do conselho de administração; maior participação dos proprietários no gerenciamento da empresa; a origem da propriedade da empresa (nacional ou estrangeira); composição de dívida; e qualidade da auditoria. Utilizaram análise de regressão múltipla para tratar os dados relativos à amostra de 120 empresas. Os resultados mostraram influências positivas e significativas sobre o desempenho das ações das empresas quando elas eram de origem estrangeira; dívidas contratadas no exterior elevam o nível de monitoramento das empresas pelos credores; e a qualidade da auditoria.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse estudo se caracteriza como pesquisa aplicada, cujos resultados possibilitam compreender a relação de estrutura de governança com os indicadores contábeis, o retorno das ações e com o tamanho das empresas optantes e não optantes pelo NM, inseridas no setor de consumo da [B]³, no período de 2009 a 2019. Quanto à abordagem e ao objetivo, utilizaram-se as técnicas de pesquisa quantitativa e descritiva, por meio do uso de métodos estatísticos aplicados com a finalidade de caracterizar as variáveis e estabelecer relações entre elas (Marconi & Lakatos, 2017; Martins & Theóphilo, 2016).

As estratégias de obtenção de dados foram por meio da pesquisa documental. Os indicadores foram obtidos mediante as demonstrações contábeis das empresas do setor de consumo listadas na [B]³ (Marconi & Lakatos, 2017; Martins & Theóphilo, 2016), disponibilizados na plataforma Economática®. Enquanto a identificação das companhias que compõem o setor de consumo e a segmentação optante pelo NM ou não optante estão em consonância com “classificação setorial das empresas negociadas na [B]³”, posicionada em junho de 2020 (B3, 2022).

O critério de amostragem não probabilística foi utilizado, considerando para composição da amostra apenas as companhias brasileiras do setor de consumo que apresentaram indicadores ao longo da escala temporal (Marconi & Lakatos, 2017). O Setor de Consumo Não Cíclico é composto predominantemente por empresas brasileiras optantes pelo NM. Assim, para obter quantidade de empresas em cada grupo, selecionaram-se empresas NM, principalmente no Setor de Consumo Não Cíclico, e se expandiu a amostra para o Setor de Consumo Cíclico, com segmento mais próximo de produtos de uso pessoal dos consumidores. Assim, selecionaram-se seis empresas optantes pelo NM e seis empresas não optantes, considerando o Setor de Consumo, conforme Quadro 2.

Quadro 2 – Relação de empresas que compõem a amostra (2009-2019).

Razão Social da Empresa	Setor	Subsetor	Segmento [B]3	Estrutura de Governança
Alpargatas	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados.	Calçados	N1
Ambev	Consumo Não Cíclico	Bebidas	Cervejas e Refrigerantes	
BRF	Consumo Não Cíclico	Alimentos Processados	Carnes e Derivados	NM
Coteminas	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados.	Fios e Tecidos	
Guararapes	Consumo Cíclico	Comércio	Tecido, Vestuário e Calçados	
JBS S.A	Consumo Não Cíclico	Alimentos Processados	Carnes e Derivados	NM
Josapar	Consumo Não Cíclico	Alimentos Processados	Alimentos Diversos	
Lojas Americanas	Consumo Cíclico	Comércio	Produtos Diversos	N1
M. Dias Branco	Consumo Não Cíclico	Alimentos Processados	Alimentos Diversos	NM
Marfrig S.A	Consumo Não Cíclico	Alimentos Processados	Carnes e Derivados	NM
SLC Agrícola	Consumo Não Cíclico	Agropecuária	Agricultura	NM
Terra Santa	Consumo Não Cíclico	Agropecuária	Agricultura	NM

Fonte: Classificação Setorial das Empresas Negociadas na B3 (2020).

A mensuração do retorno dos preços das ações foi realizada conforme fórmula utilizada por Silva et al. (2012):

$$RET_{i,t} = \frac{p_{i,t} - p_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Considerando $RET_{i,t}$ = retorno da ação da empresa i no tempo t ; $P_{i,t}$ = preço da ação da empresa i no tempo t ; e $P_{i,t-1}$ = preço da ação da empresa i no tempo $t-1$. Foram consideradas as datas do último dia útil de abril e dezembro, com disponibilização do “Preço Médio Diário de Ações Ordinárias”, constante na Plataforma Econômica. O preço das ações considerou o valor ajustado por proventos, grupamentos e desdobramento. Utilizou-se, também, o logaritmo neperiano do Ativo Total da companhia como indicador do tamanho dela, com a finalidade de redução de escala (Assaf Neto & Lima, 2017; Bressan et al., 2007).

As estatísticas descritivas utilizadas para análise e caracterização dos indicadores foram obtidas por meio do software Stata 12.0, bem como o teste de normalidade e de correlação. Enquanto o banco de dados foi estruturado em planilha eletrônica Excel.

O teste de normalidade Shapiro-Wilk, com nível de significância (α) de 5% foi aplicado com a finalidade de avaliar se a distribuição dos dados apresentava aderência à função de distribuição normal, com vista à determinação do uso das técnicas de teste de médias e de correlação (Fávero & Belfiore, 2020). O nível de significância indica a probabilidade de rejeitar uma hipótese estatística quando ela é verdadeira, enquanto o valor_P representa a probabilidade da estatística do teste, com menor nível de significância, que levará à rejeição da hipótese nula (Stevenson, 2001). Conforme resultado obtido, a maioria dos indicadores não apresentou normalidade. Assim, foram aplicados os testes não paramétricos de média para duas amostras (Mann-Whitney) e de correlação (Spearman).

O teste de Mann Whitney analisa uma variável com duas amostras independentes, com os dados ordenados e analisados por meio de posição (posto), testando a igualdade das medianas. A hipótese nula (H_0) é que as medianas são estatisticamente iguais, que será rejeitada se $\text{valor-P} \leq \alpha$ (5%) (Fávero & Belfiore, 2020; Stevenson, 2001). No caso de rejeição, então se permite concluir com 95% de confiança que as medianas não são iguais.

Já o estudo correlacional tem por finalidade medir a força de associação entre duas variáveis (STEVENSON, 2001). Utilizou-se o teste de correlação de Spearman, mensurado com base no posto, para medir a intensidade da relação entre as variáveis. O coeficiente de correlação (r) varia no intervalo de $-1 \leq r \leq 1$, sendo inversamente associado quando a correlação for negativa, diretamente associado quando positivo e nulo quando r igual a zero. É recomendado um teste de significância para o coeficiente (r) para avaliação se a associação é significativa (Fávero & Belfiore, 2020; Stevenson, 2001).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A média aritmética simples, o desvio-padrão e os valores mínimos e máximos foram utilizados com a finalidade de sintetizar e caracterizar a amostra, dividida em dois grupos: optantes e não optantes pelo NM, com vista a compreender o comportamento das variáveis que compõem esses dois subconjuntos.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas dos indicadores de desempenho das 6 empresas do Setor Cíclico e 6 do Não Cíclico da [B]³. Observa-se que houve capacidade financeira de pagamento das obrigações em curto prazo (LC), inclusive quando considerados apenas seus ativos de maior liquidez (LS), no período de 2009 a 2019, para o total da amostra, exceto a média de LG para o NM. O coeficiente de variação (desvio-padrão em relação à média) revela que a variabilidade em torno da média foi mais acentuada para o grupo NM, com valores de 25,83% (LG); 27,06% (LC); e 37,29% (LS), respectivamente.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas do Setor Não Cíclico e Cíclico [B]³ - por segmento (2009-2019).

Indicador	NM				Não Optante NM			
	Média	DP.	Mínimo	Máximo	Média	DP.	Mínimo	Máximo
LG	0,91	0,38	0,54	2,49	1,2	0,31	0,77	1,85
LC	1,6	0,69	0,51	4,98	1,7	0,46	0,83	2,6
LS	1,12	0,50	0,27	3,24	1,18	0,44	0,38	2,04
ECT	266,9	411,3	21,99	2.379,00	113,5	52,07	44,13	272,3
CE	47,25	12,98	18,11	89,96	60,32	10,97	38,16	91,17
ML	1,6	10,18	-31,47	16,63	8,18	10,78	-21,55	33,02
ME	10,97	8,9	-19,57	32,4	17,34	13,89	-0,01	50,21
ROA	2,17	6,48	-16,11	15,26	5,85	6,41	-11,11	19,65
ROE	2,46	20,21	-65,08	64,82	11,6	12,15	-19,59	38,18
TAM	16,24	1,36	13,22	18,65	15,07	1,64	12,42	18,44
RET	11,49	33,8	-70,52	87,57	15,39	42,1	-41,32	259,8

Legenda: NM – Novo Mercado; DP – Desvio Padrão.

Fonte: Dados da pesquisa. Quantidade de observações por segmento: 66

Os indicadores de ECT dos dois grupos indicam dependência de capital de terceiros, porém, para o NM, o uso dessa fonte de financiamento é mais acentuado e com maior coeficiente de variação (154,10%), corroborado pelo intervalo entre os valores extremos (Tabela 1).

No entanto, o grupo não optante pelo mais elevado nível de GC apresenta maior média de endividamento em curto prazo, o que sugere maiores despesas financeiras com financiamentos e empréstimos. Verifica-se que em 2015, a Marfrig apresentou o maior índice de PCT (2.379,30%), com baixo (26,94%) endividamento em curto prazo, porém com ML, ROA e ROE negativos, e mesmo com esse desempenho houve valorização anual do preço das ações de 52,23%.

Os indicadores de lucratividade e rentabilidade (ML, ME, ROA e ROE) das empresas não optantes pelo NM apresentaram médias superiores às do segmento NM, para o setor de consumo. Os desempenhos mais baixos de lucratividade e rentabilidade foram observados para as empresas do NM inseridas no agronegócio, que compõe o setor de consumo não cíclico. Verificou-se que no período recessão econômica mais severa (2015-2016) o setor de consumo não cíclico apresentou média da ROE (5,24%-2015; -2,71%-2016), enquanto o setor de consumo cíclico foi de 4,43% e 12,75%, respectivamente. Ressalta-se que, segundo resultados de Pandini, Stüpp e Fabre (2018), há tendência do desempenho econômico-financeiro do setor de consumo cíclico sofrer maior influência das flutuações macroeconômicas, quando comparado com setor de consumo não cíclico, o que para essa pequena amostra não ocorreu, especialmente em 2016.

A Companhia Terra Santa apresentou menor ML (-31,47%) do grupo NM, no ano de 2013, com ME (-19,57%), ROA (-9,50%), ROE (-16,64%) e RET (-0,58%). Em 2015, essa mesma Companhia apresentou o menor RET (-70,52%) do grupo NM, com todos os indicadores de lucratividade e rentabilidade negativos. Já a Companhia SLC, em 2017, apresentou a maior ML (16,63%), com ME (30,86%), ROA (6,98%), ROE (13,85%) e RET (51,47%). No entanto, o maior RET de 2009 a 2019 do NM foi obtido pela Marfrig em 2011 na proporção de 87,57%, porém com ML (-3,41%), ME (8,11), ROA (-3,13%) e ROE (-20,10).

O resultado dessa pesquisa está em conformidade com o estudo realizado por Miranda et al. (2016), cujos indicadores ROE e Retorno das ações não indicaram relação significativa entre NM e o retorno dos preços das ações, sugerindo que o mercado não percebe como necessária a inserção da empresa em níveis de governança para ela obter maior retorno. Verificou-se também que, em média, as empresas optantes pelo NM apresentam maior TAM em relação às companhias não optantes pelo nível mais elevado de GC (Tabela 1).

A Tabela 2 possibilita avaliar se há diferenças estatisticamente significativas entre os indicadores de desempenho das companhias optantes e não optantes pela estrutura de governança do NM, considerando o teste não paramétrico de medianas de Mann-Whitney. Verifica-se que não houve diferença significativa entre esses dois grupos, tendo em vista a capacidade de pagamento de obrigações em curto prazo, sem considerar os valores de estoque e despesas antecipadas (LS). Bem como não houve diferença significativa para o retorno dos preços das ações (RET). Logo, esses resultados sugerem que esses dois indicadores não foram afetados pela estrutura de governança, com 95% de confiança.

Tabela 2 – Comparação de desempenho dos indicadores (2009-2019) (Teste de Mann-Whitney).

Variável	Medianas		Valor_P	Tomada de decisão
	Optantes pelo NM	Não Optantes pelo NM		
LG	0,77	1,13	0,000	Rejeita-se H ₀
LC	1,47	1,67	0,032	Rejeita-se H ₀
LS	1,04	1,18	0,202	Aceita-se H ₀
ECT	121,12	97,83	0,038	Rejeita-se H ₀
CE	46,60	59,48	0,000	Rejeita-se H ₀
ML	1,94	6,37	0,005	Rejeita-se H ₀
ME	9,91	11,94	0,050	Rejeita-se H ₀
ROA	1,55	4,94	0,001	Rejeita-se H ₀
ROE	3,91	11,49	0,001	Rejeita-se H ₀
TAM	16,08	15,02	0,000	Rejeita-se H ₀
RET	6,78	6,93	0,877	Aceita-se H ₀

Fonte: Dados da pesquisa.

H₀: as medianas das duas amostras são iguais. Nível de significância de 5%.

Verifica-se que os indicadores LG, LC, ECT, CE, ML, ME, ROA, ROE e TAM foram afetados pela estrutura de governança. As empresas não optantes pelo NM apresentaram maior capacidade de pagamento em curto e longo prazo, com índices superiores ao parâmetro 1,00, indicando maior liquidez desse grupo. Quanto à estrutura de capital e ao perfil de endividamento,

o segmento NM apresentou maior dependência de capital de terceiros com menor proporção de endividamento em curto prazo. Com 95% de confiança, os índices de lucratividade (ML e ME) e rentabilidade (ROE e ROA) das empresas não optantes pelo NM apresentaram maiores valores, sugerindo que essas empresas obtiveram maior desempenho econômico-financeiro. As empresas não optantes pelo NM apresentaram menor tamanho, parametrizado pelo ativo total, conforme Tabela 2.

Maior lucratividade e rentabilidade das empresas não optantes pelo NM estão em conformidade com a pesquisa realizada por Miranda et al. (2016), que testaram a hipótese de que empresas mais arriscadas, e não as mais rentáveis, são mais propensas à opção pelo NM. O resultado obtido ratifica que empresas arriscadas, de grande porte e com menor endividamento, buscam sua legitimação no mercado por meio da sua inserção no NM, apresentando maior transparência, quantidade e qualidade de informações adicionais. No entanto, os resultados obtidos por Melo *et al.* (2013) divergem desta pesquisa, pois observaram que a estrutura de governança é relevante para o retorno dos acionistas e do ativo das empresas.

Não foi observada diferença estatisticamente significativa do RET, quando comparadas as medianas dos dois grupos, sugerindo que o retorno do preço das ações não foi afetado pelo nível mais elevado de GC. Em que pese às diferenças dos mercados de capitais do Brasil e da Indonésia, Karim e Purwanto (2020) observaram influências das variáveis representativas de nível de GC (qualidade da auditoria, dívidas contratadas no exterior e empresas de origem estrangeiras) sobre o RET.

A Tabela 3 tem por finalidade mostrar a relação entre o retorno esperado dos preços das ações e os demais indicadores contábeis de desempenho (liquidez, estrutura de capital, perfil de endividamento, lucratividade, rentabilidade e tamanho do ativo total) das empresas optantes pelo NM. Essa relação sugere que o desempenho econômico-financeiro está orientando os stakeholders na realização de seus investimentos. Verificou-se que LG, ECT, ME e TAM não apresentaram associação, conforme amostra e escala temporal.

Tabela 3 - Correlação (Spearman) empresas optantes pelo NM (2009-2019).

	RET	LG	LC	LS	ECT	EC	ML	ME	ROA	ROE	TAM
RET	1										
LG	0,047	1									
LC	,245*	0,562*	1								
LS	0,203*	0,445*	0,906*	1							
ECT	-0,004	-0,737*	-0,297*	-0,082	1						
EC	-0,185*	0,646*	-0,078	-0,213*	-0,753*	1					
ML	0,084*	0,431*	0,364*	0,272*	-0,472*	0,357*	1				
ME	0,044	0,375*	0,136*	0,026	-0,437*	0,424*	0,771*	1			
ROA	0,104*	0,448*	0,424*	0,346*	-0,430*	0,306*	0,958*	0,651*	1		
ROE	0,101*	0,342*	0,321*	0,257*	-0,347*	0,251*	0,883*	0,546*	0,960*	1	
TAM	0,037	-0,368*	0,134*	0,316*	0,595*	-0,583*	-0,055	-0,252*	0,038	0,084	1

Fonte: dados da pesquisa. Banco de dados composto por 66 observações. (*) nível de significância de 5%

O retorno do preço das ações apresentou-se associado de forma significativa e positiva com os indicadores de liquidez em curto prazo (LC, LS). Esse resultado sugere, com 95% de confiança, que o retorno do preço das ações apresenta comportamento crescente quando a liquidez em curto prazo aumenta, pois os stakeholders consideram informações sobre a solvência da companhia relevantes para tomada de decisão (BEUREN, 2019).

Já o perfil de endividamento apresenta associação significativa e inversa com o retorno dos preços das ações, sugerindo que empresa do NM, com maior retorno dos preços das ações, apresenta menor proporção de endividamento em curto prazo. Enquanto a lucratividade, representada pela ML e a rentabilidade (ROA e ROE), está correlacionada de forma significativa

e direta com o RET, conforme esperado, pois investidores observam esses indicadores quando da tomada de decisão de compra ou venda das ações (MELO *et al.*, 2013).

A Tabela 04 aborda a associação do retorno do preço das ações com os demais indicadores contábeis de desempenho e com o tamanho do ativo total, referentes às companhias não optantes pela estrutura de GC NM. Os indicadores de LG, LC, ECT e CE não apresentaram associação significativa (5%) com o retorno dos preços das ações.

Tabela 04 - Correlação (Spearman) empresas não optantes pelo NM (2009-2019)

	RET	LG	LC	LS	ECT	EC	ME	ML	ROA	ROE	TAM
RET	1										
LG	0,056	1									
LC	0,079	0,806*	1								
LS	0,157*	0,713*	0,835*	1							
ECT	-0,055	-0,469*	-0,244*	-0,354*	1						
EC	0,010	0,294*	-0,086*	0,208*	-0,596*	1					
ML	0,216*	0,006	-0,159*	0,132*	-0,577*	0,469*	1				
ME	0,110*	-0,070	-0,288*	-0,024	-0,514*	0,395*	0,901*	1			
ROA	0,230*	0,047	-0,102*	0,161*	-0,602*	0,456*	0,980*	0,863*	1		
ROE	0,217*	0,020	-0,110*	0,135*	-0,529*	0,395*	0,973*	0,857*	0,988*	1	
TAM	-0,090*	0,040	-0,238*	0,127*	-0,594*	0,621*	0,641*	0,689*	0,581*	0,546*	1

Fonte: dados da pesquisa. Banco de dados composto por 66 observações. (*) nível de significância de 5%

No entanto, observou-se associação significativa (5%) positiva do RET com LS, lucratividade e rentabilidade, e relação inversa com o tamanho da empresa. Esse resultado sugere que empresa não optante pelo NM tem maior retorno dos preços das ações quando o tamanho dela é menor, conjugado com maior liquidez de seus ativos circulantes, lucratividade e rentabilidade.

Ao analisar a associação do retorno do preço das ações para a amostra completa (doze companhias), conforme Tabela 05, verificou-se que não houve associação significativa entre o RET e a estrutura de governança (EG), ratificando que retorno mais elevado das ações pode ocorrer em empresas optantes ou não optantes pelo NM. Em geral, a ECT, também, não se mostrou significativamente associada ao RET. Ao analisar a associação entre EG com os demais indicadores, observou-se relação direta e significativa com ECT e o tamanho da empresa, sugerindo que as empresas optantes pelo NM são dependentes de capital de terceiros e apresentam maior ativo total, caracterizando-se como grande empresa.

Tabela 05 - Correlação do retorno dos preços das ações e estrutura de governança com os indicadores de desempenho da amostra (2009-2019).

Indicadores	RET	EG
RET	1	
EG	-0,013	1
LG	0,060*	-0,516*
LC	0,138*	-0,187*
LS	0,170*	-0,111*
ECT	-0,036	0,181*
CE	-0,089*	-0,498*
ML	0,152*	-0,246*
ME	0,065*	-0,171*
ROA	0,179*	-0,283*
ROE	0,169*	-0,279*
TAM	-0,016	0,353*

Fonte: dados da pesquisa. Banco de dados composto por 132 observações. (*) nível de significância de 5%

A estrutura de governança NM está associada de forma significativa e inversa com os

indicadores de liquidez, composição de endividamento, lucratividade e rentabilidade, sinalizando que essas companhias atuaram com menor eficiência, conforme escala temporal e amostra.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa tem por escopo avaliar se as empresas de capital aberto optantes pelo segmento NM apresentaram desempenhos (econômico-financeiro, retorno dos preços das ações e tamanho do ativo total) diferenciados em relação às empresas não optantes que atuam no setor de consumo cíclico e não cíclico da [B]³, no período de 2009 a 2019. A análise das estatísticas descritivas revela que o grupo NM apresentou média aritmética com menor desempenho econômico-financeiro, com menor endividamento em curto prazo e empresas com maior tamanho. No entanto, ressalta-se que a variabilidade em torno da média desses índices é maior para esse grupo.

Ao analisar a amostra segregada por grupo, observou-se que as empresas inseridas no setor de consumo não optantes pelo segmento NM apresentaram maior liquidez corrente e geral, conforme teste de médias de Mann-Whitney ($\alpha \leq 5\%$), sugerindo que esse grupo apresentou maior capacidade de pagamento de suas obrigações em curto e longo prazo. Por outro lado, com 95% de confiança o grupo NM apresentou maior dependência de capital de terceiros, com menor proporção de dívidas em curto prazo. Já as empresas não optantes pelo NM apresentaram rentabilidade e lucratividade superiores em relação às empresas optantes, demonstrando maior eficiência em geração de lucros e retornos sobre o ativo e o patrimônio líquido.

Ao analisar a relação do retorno dos preços das ações com os indicadores das empresas inseridas no NM, utilizando Spearman ($\alpha \leq 5\%$), verificou-se que houve associação significativa e positiva com liquidez (LC e LS), lucratividade e rentabilidade. Houve também associação significativa e inversa com a composição de dívidas em curto prazo. Esses resultados ratificam que os investidores demandam ações de companhias com lucratividade e rentabilidade, e são avessos às ações de empresas com elevada proporção de dívidas em curto prazo.

Já o grupo de empresas não optantes pelo NM mostra associação direta e positiva com LS, indicando que os retornos mais elevados dos preços das ações delas estão diretamente relacionados com maior liquidez de seus ativos. Também, constata-se associação positiva com o RET e a lucratividade e rentabilidade. No entanto, a associação com tamanho da empresa é significativa e inversa, sugerindo que empresas menores tiveram maior valorização de suas ações. Por fim, considerando a amostra total, observa-se que o retorno dos preços das ações não tem relação significativa com o mais alto nível de governança do setor de consumo da [B]³.

Esta pesquisa apresenta contribuições teóricas e gerenciais ao corroborar os resultados encontrados por Miranda, Melo e Martins (2016), pois reitera que a estrutura de GC não está relacionada com o retorno dos preços das ações. No entanto, o RET tem relação significativamente positiva com a rentabilidade, independentemente do nível de transparência da empresa, sugerindo que esse grupo de indicador contábil de desempenho é relevante para os investidores, ratificando a relevância do *disclosure* contábil para o mercado de capitais.

Este estudo teve como limitação: **a)** o tamanho da amostra, pois algumas empresas do setor de consumo se inseriram na [B]³ após 2009; **b)** foram utilizados apenas os subsetores de comércio; e tecidos, vestuário e calçados do setor de consumo cíclico; **c)** para maior contundência das análises seria necessário o uso de técnica estatística mais robusta, para controlar possíveis efeitos externos, como a regressão. Assim, sugere-se para pesquisas futuras reduzir a escala temporal com vista a ampliar a amostra e usar análise de dados utilizando, também, regressão em painel.

REFERÊNCIAS

- Almeida, H. S. (2014). *Risco e retorno das ações do novo mercado da BMF&Bovespa* [Tese]. Universidade de Brasília.
- Araujo, A. R., Oliveira, R. C., Silva, J. D., & Costa, W. P. L. B. (2023). Um estudo bibliométrico sobre governança corporativa: Destacando seus casos práticos e interfaces. *REVISTA FOCO*, 16(02), e1133. <https://doi.org/10.54751/revistafoco.v16n2-182>
- Arruda, G. S. D., Madruga, S. R., & Freitas Junior, N. I. D. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFMS*, 1(1). <https://doi.org/10.5902/19834659570>
- Assaf Neto, A. (2020). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2017). *Fundamentos de Administração Financeira*. Atlas.
- Barakat, S. R., Freitas, L. P., Boaventura, J. M. G., & MacLennan, M. L. F. (2016). Legitimidade: Uma análise da evolução do conceito na teoria dos stakeholders. *Revista de Ciências da Administração*, 66–80. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n44p66>
- Beuren, I. M. (1996). O gerenciamento da informação no processo da definição da estratégia empresarial. *Congresso Brasileiro de Gestão Estratégica de Custos*, 3, 1–14.
- Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976 108 (1976). <https://bit.ly/3A4bPL7>
- Brasil Bolsa e Balcão. (2022). *Classificação setorial*. B3. <https://bit.ly/3O8dwzq>
- Braune, E., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2020). Intangible capital, governance and financial performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 154, 119934. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.119934>
- Bressan, V. G. F., Coaguila, R. A. I., Sousa, E. P., & Lírio, V. S. (2007). Rentabilidade e assimetria de informação em empresas selecionadas da Bovespa. *Rev. Ciênc. Admin*, 13(2), 223–233.
- Comitê de Pronunciamento Contábil. (2011). *Pronunciamento Técnico CPC 26: Apresentação das demonstrações contábeis*. CPC. <https://bit.ly/3JeRJTh>
- Constantino, M., Mendes, D. R. F., Costa, R. B. D., & Pegorare, A. B. (2017). Performance das firmas do agronegócio listadas no novo mercado da Bovespa: Um estudo econométrico. *Multitemas*, 22(52), 143. <https://doi.org/10.20435/multi.v22i52.1458>
- Correia, L. F., & Amaral, H. F. (2008). Arcabouço teórico para os estudos de Governança Corporativa: Os pressupostos subjacentes à Teoria da Agência. *Revista de Gestão*, 15(3), 1–10. <https://doi.org/10.5700/rege334>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2020). *Manual de Análise de Dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata*. Atlas.
- Feijó, C. A., & Valente, E. (2004). A firma na teoria Econômica e como unidade de investigação estatística. *Revista Econômica Contemporânea*, 8(2), 351–376.
- Godoy, P., & Marcon, R. (2006). Teoria da Agência e os conflitos organizacionais: A influência das

transferências e das promoções nos custos de agência em uma instituição bancária. *Revista de Administração Mackenzie*, 7(4), 168–210.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2007). *Cadernos de Governança Corporativa: Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos*. <https://encr.pw/7H6Wu>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Karim, A., & Purwanto, A. (2020). The Relationship Between Good Corporate Governance and Performance of Most Liquid Stocks in Indonesia. *Research in World Economy*, 11(1), 137. <https://doi.org/10.5430/rwe.v11n1p137>

Lima, S. H. D. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. D. A., Santos, S. M. D., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: Uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da bmfbovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 187–204. <https://doi.org/10.5700/rege558>

Lopes, A. B., & Martins, E. (2007). *Teoria da contabilidade uma nova abordagem*. Atlas.

Marconi, M. de A., & Lakatos, E. M. (2017). *Técnicas de pesquisa*. Atlas.

Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas*. Atlas.

Martins, O. S., Paulo, E., & Albuquerque, P. H. M. (2013). Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBOVESPA. *Revista de Administração de Empresas*, 53(4), 350–362. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902013000400003>

Melo, R. S. D., Batista, P. C. D. S., Macedo, A. C. M. D., & Costa, R. B. L. D. (2013). A CONTRIBUIÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO. *Revista de Gestão*, 20(1), 79–92. <https://doi.org/10.5700/rege488>

Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 340(2), 340–363.

Miranda, K. F., Melo, J. R. do A., & Martins, O. S. (2016). Opção pelo Novo Mercado: Qual sua Relação com Risco e Retorno?. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, 16, 1–18.

Pandini, J., Stüpp, D. R., & Fabre, V. V. (2018). Análise do impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(51). <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2606>

Queiroz, C. D. A., Sousa, M. M. D., & Gomes, R. L. R. (2017). A contribuição da governança corporativa para desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana*, 1–12.

Santos, D. P. N., Olivo, R. L. D. F., Sales, G. A. W., & Silva, F. L. D. (2023). The corporate governance impact on brazilian stock exchange during the covid-19 crisis: Impacto da

governança corporativa na bolsa brasileira durante a crise do covid-19. *Concilium*, 23(1), 31–51. <https://doi.org/10.53660/CLM-739-23A03>

Santos, J. G. C. dos, Calíope, T. S., & Coelho, A. C. (2015). Teorias da Firma como fundamento para formulação de teorias contábeis. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v9i1.1182>

Santos, L. M. D. S., Araújo, R. A. D. M., Medeiros, D. N. D., & Lucena, W. G. L. (2019). Níveis diferenciados de governança corporativa: Impacto no valor de mercado e desempenho econômico-financeiro das empresas. *Revista Capital Científico - Eletrônica*, 17(2), 70–85. <https://doi.org/10.5935/2177-4153.20190013>

Silva, R. L. M. D., Nardi, P. C. C., & Pimenta Junior, T. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFES*, 5(2), 222–242. <https://doi.org/10.5902/198346592599>

Silveira, A. D. M. D. (2015). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática* (2ª ed). Elsevier.

Soschinski, C. K., & Kroenke, A. (2023). Governança Corporativa e Desempenho Econômico de Empresas Brasileiras em período de Crise e Prosperidade Econômica. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 15, e2122. <https://doi.org/10.9771/rcufba.v15i0.43804>

Stevenson, W. J. (2001). *Estatística aplicada à administração*. Harbra.

Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de Governança Corporativa da B3: Interesse e Desempenho das Empresas – uma Análise por meio de Redes Neurais Artificiais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40–62. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a3

Woodward, D. G., Edwards, P., & Birkin, F. (1996). Organizational Legitimacy and Stakeholder Information Provision1. *British Journal of Management*, 7(4), 329–347. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.1996.tb00123.x>