

Indicadores Financeiros e Governança Corporativa de Companhias Brasileiras: uma Análise sob a Ótica da Restrição Financeira

Financial Indicators and Corporate Governance of Brazilian Firms: An Analysis from the Perspective of Financial Constraint

*Breno Augusto de Oliveira Silva*¹

*Elizabeth Krauter*²

Resumo

Em mercados caracterizados por assimetria informacional e conflitos de agência em diferentes níveis, boas práticas de governança corporativa tornam-se essenciais na tentativa de minimizar os impactos das restrições financeiras e propiciar às empresas maior acesso a recursos externos com custos menores. O objetivo deste estudo foi verificar se alguns indicadores financeiros convencionais das empresas listadas nos principais segmentos da B3 (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional) suportam o status de governança atribuído a elas pelo respectivo segmento, de modo a efetivamente classificá-las como mais ou menos restritas financeiramente. Para isso, um painel de dados de uma amostra de 266 companhias abertas brasileiras, durante o período de 2009 a 2014, foi analisado por meio de testes de hipóteses. Os resultados demonstraram que empresas pertencentes a algum nível diferenciado de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) apresentaram, para todos os indicadores, valores significativamente maiores do que aquelas listadas no segmento Tradicional. Dentre os níveis diferenciados de governança corporativa, o Novo Mercado foi o que mais se diferenciou do segmento Tradicional, apresentando valores significativamente maiores para todos os indicadores financeiros. A situação econômico-financeira mais sólida e favorável das empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa, analisadas no presente estudo, parece respaldar seu status de governança, identificando-as como mais seguras a novos investimentos externos e, portanto, menos restritas financeiramente.

Palavras-Chave: Governança corporativa. Restrição financeira. Indicadores financeiros.

Abstract

In markets characterized by informational asymmetry and agency conflicts at different levels, good corporate governance practices become essential in an attempt to minimize the impacts of financial constraints and provide companies with greater access to external resources at lower costs. This study aimed to verify whether some conventional financial indicators of firms listed in the main segments of B3 (New Market, Level 2, Level 1 and Traditional Market) support the governance status attributed to them by

¹ Instituto Federal do Triângulo Mineiro – IFTM, Brasil. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3077-5395> E-mail: breno.silva@iftm.edu.br

² Universidade de São Paulo – USP, Brasil. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2615-5620> E-mail: ekrauter@usp.br

the respective segment in order to effectively classify them as more or less financially constrained. For this purpose, panel data from a sample of 266 Brazilian public companies were analyzed through hypothesis testing from 2009 to 2014. The results showed that companies belonging to a differentiated level of corporate governance (New Market, Level 2, Level 1) presented significantly higher values to all indicators than those listed in Traditional segment. Among the differentiated levels of corporate governance, New Market was the one, which differed more from the Traditional segment, presenting significantly higher values for all financial indicators. The most solid and more favorable economic and financial situation of companies with differentiated corporate governance practices analyzed in the present study seems to support their governance status, confirming them as more secure to new external investments and therefore less financially constrained.

Keywords: Corporate governance. Financial constraint. Financial indicators.

* * *

1 Introdução

Durante muito tempo, a dinâmica das decisões financeiras esteve amparada pela hipótese de mercados perfeitos de Modigliani e Miller (1958). Essa abordagem ampara-se nos pressupostos da economia clássica, na qual o mercado opera de forma eficiente e os agentes econômicos dispõem de igual acesso ao mercado de capitais e de todas as informações necessárias para a tomada de decisão. Sob esse enfoque, a estrutura financeira torna-se irrelevante para a decisão de investimento, dado que em mercados eficientes e ambientes de certeza, recursos internos e externos são perfeitos substitutos.

Quando os recursos internos são insuficientes, empresas com oportunidades de investimento rentáveis são compelidas a recorrer aos recursos externos (Myers & Majluf, 1984). Mas, ao contrário do que supunham Modigliani e Miller (1958), os mercados possuem ineficiências. As imperfeições do mercado, caracterizadas pela assimetria informacional, custos de agência, seleção adversa e custos de transação, elevam o custo do financiamento externo e, conseqüentemente, desestimulam a concessão de crédito e a emissão de novas ações.

Dessa forma, evidencia-se a existência de restrições financeiras que afetam as decisões de investimento, na medida em que condiciona a

implementação do projeto à disponibilidade de recursos gerados internamente, supostamente mais baratos em relação aos externos. Tal suposição é baseada na teoria de *pecking order*, de Myers e Majluf (1984). A princípio, toda forma de capital próprio, inclusive recursos internos, teria custos mais elevados do que os capitais de terceiros em virtude do risco inerente ao próprio negócio. Entretanto, na presença de assimetria informacional ou conflitos de agência em qualquer nível (acionistas majoritários *versus* minoritários, acionistas *versus* gestores, acionistas *versus* credores, etc.), Myers e Majluf (1984) consideram que a emissão de dívida ou de novas ações tende a se tornar mais onerosa para a empresa.

Há basicamente duas razões para essa diferença de custos entre recursos internos e externos. Primeiro, a presença de assimetria informacional e custos de transação leva à probabilidade de seleção adversa, o que, por sua vez, faz com que os fornecedores de capital demandem prêmios maiores para compensar sua “ignorância” (Myers & Majluf, 1984, p.188) em relação às informações não disponíveis e aos custos para monitorar as ações dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). Esse prêmio pode elevar o custo de novas dívidas e emissões de ações de empresas (recursos externos) acima do custo de oportunidade do financiamento interno pelos acionistas já existentes. Segundo, na presença de conflitos de agência, principalmente entre gestores e acionistas, os recursos internos, sabidamente mais baratos, tendem a ficar à mercê da discricionariedade dos gestores, que os empregam de maneira inadequada em projetos não rentáveis. Jensen (1986) discute tal fato em sua teoria do fluxo de caixa livre.

Diante de um mercado caracterizado por assimetria informacional e conflitos de agência em diferentes níveis, boas práticas de governança corporativa tornam-se essenciais na tentativa de minimizar os impactos das restrições financeiras e propiciar às empresas maior acesso aos recursos externos com custos menores.

A governança corporativa consiste em um conjunto de mecanismos e de princípios que governam o processo decisório de uma organização e refletem a forma pela qual elas são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Tendo como princípios básicos a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa, as boas práticas de governança visam obter e garantir a confiabilidade em uma determinada empresa, de forma a preservar e otimizar o seu valor, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua longevidade (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC, 2015).

Com a finalidade de incentivar boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, a Brasil, Bolsa, Balcão (B3), antiga BM&FBovespa, criou, em 2000, os segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) como opções de listagem, complementando o segmento Tradicional já existente. Cada um dos segmentos reflete um grau diferente de governança adotado pelas empresas. De acordo com critérios preestabelecidos pela B3, o Novo Mercado compreende as ações das empresas com melhores práticas de governança, seguido pelo Nível 2 e, por último, o Nível 1.

Em tese, empresas com melhores níveis de governança corporativa oferecem uma proteção mais forte aos seus investidores, por meio de uma gestão mais profissional, responsável, transparente e justa para todas as partes interessadas (acionistas majoritários, minoritários, executivos e terceiros). Esses mecanismos seriam capazes de minimizar os impactos das restrições financeiras, reduzindo o grau de assimetria informacional e de conflitos de agência e, conseqüentemente, tornando a fonte de recursos externos mais acessível às empresas (Francis, Hasan, Song & Waisman, 2013). Supondo-se que seja esta a realidade, empresas pertencentes ao Novo Mercado teriam menos restrições financeiras do que as empresas do Nível 2 e estas, por sua vez, menos restrições do que empresas do Nível 1, visto que teriam maior acesso aos recursos externos com custos menores.

Contudo, o potencial de captação de recursos externos a custos mais baixos não deveria ser analisado somente sob o prisma do status de governança. Espera-se, também, que indicadores econômico-financeiros que retratem a performance operacional da empresa demonstrem condições favoráveis para o acesso ao crédito, seja via emissão de dívida ou de novas ações. Diante disso, torna-se relevante analisar se os indicadores econômico-financeiros das empresas pertencentes a cada um dos níveis de governança da B3 corroboram seu status de governança e permitem, de fato, maior acesso às fontes de recursos externos menos onerosos.

Assim, o objetivo deste artigo foi verificar se indicadores financeiros convencionais das empresas pertencentes aos principais segmentos de listagem da B3 (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional) suportam seu status de governança atribuído pelo respectivo segmento, de modo a efetivamente classificá-las como mais ou menos restritas financeiramente.

O artigo está estruturado em cinco partes. Além da introdução, na segunda parte encontra-se a fundamentação teórica, que aborda a assimetria de informações e os conflitos de agência como principais causadores das restrições financeiras, bem como o papel da governança corporativa na mitigação dos impactos dessas restrições. A terceira parte apresenta a metodologia do estudo e os procedimentos de pesquisa. Na quarta parte são apresentados e discutidos os resultados e, por fim, a última parte contém as conclusões do trabalho.

2 Fundamentação Teórica

2.1 Assimetria de Informações, Conflitos de Agência e Restrições Financeiras

Os estudos sobre a influência das decisões de financiamento nas decisões de investimento têm como marco o trabalho de Modigliani e Miller (1958). Os autores defendem que, sob certas condições, a estrutura de capital é irrelevante para as decisões de investimento, sendo o valor da empresa mensurado pela qualidade dos seus projetos e não pela forma como são financiados. A teoria de Modigliani e Miller (1958) afirma que o valor da

empresa não depende da proporção de capital próprio e de terceiros utilizada para financiar seus investimentos, posto que o custo médio ponderado de capital sempre permanece inalterado frente às variações da estrutura de capital. Sob esse enfoque, a decisão de investir fica condicionada aos projetos que apresentem um valor presente líquido positivo em seus fluxos de caixa (quando descontados a uma determinada taxa de juros que representa esse custo médio ponderado de capital). Essa será totalmente independente do tipo de recurso – interno ou externo – captado para realizar o investimento (Modigliani & Miller, 1958). Entende-se como recursos internos os lucros retidos na empresa pelos acionistas já existentes, enquanto os recursos externos referem-se a dívidas com terceiros ou novas emissões de ações.

As condições de mercado a que os autores se referem para que isso aconteça são, todavia, fortemente contestadas. Dentre elas, ressaltam-se: (a) todos os agentes econômicos dispõem de igual acesso às informações necessárias à realização das transações (racionalidade plena); e (b) qualquer investidor é capaz de captar recursos no mercado financeiro às mesmas taxas de juros que as empresas (possibilidade de arbitragem).

Essas características de mercado perfeito e eficiente, assumidas por Modigliani e Miller (1958), tornam os recursos internos e externos perfeitos substitutos (Fazzari, Hubbard & Petersen, 1988) e a oferta de fundos no mercado financeiro perfeitamente elástica. “Sendo a oferta de fundos perfeitamente elástica, a empresa tem como custo de oportunidade a taxa de juros de mercado, pela qual pode emprestar e tomar emprestado qualquer montante...” (Aldrighi & Bisinha, 2010, p.26), o que significa dizer que as decisões de investimento não dependem da forma de financiamento interno ou externo. Tanto um instrumento de dívida, uma emissão de ações ou a própria retenção de lucros terão seus custos atrelados à uma taxa de juros de mercado que reflete o custo de oportunidade dos proprietários do capital.

Esse cenário é improvável no mundo real (Stein, 2003). Ao contrário do que supunham Modigliani e Miller (1958), os mercados possuem imperfeições e, para empresas que atuam nesses mercados e enfrentam

ambientes de incerteza, a estrutura financeira pode ser determinante nas decisões de investimento. Imperfeições dos mercados como conflitos de agência e assimetria de informações podem elevar o custo do financiamento externo e provocar racionamento quantitativo do crédito (Jensen & Meckling, 1976; Myers & Majluf, 1984; Jensen, 1986), expondo as empresas a diferentes graus de restrição financeira. Quanto maior a defasagem entre o custo dos recursos externos e internos ou a dificuldade de acesso ao crédito externo, maior o grau de restrição financeira.

Considerando-se a existência de possíveis restrições financeiras, as decisões de investimento podem depender de fatores financeiros, tais como a disponibilidade de recursos gerados internamente, o nível de endividamento e o grau de acesso às fontes de recursos externos (Fazzari *et al.*, 1988). Demarzo, Fishman, He e Wang (2012) e Francis *et al.* (2013) mencionam que as restrições financeiras decorrem basicamente de dois fatores: assimetria informacional e conflitos de agência.

A assimetria de informações foi inicialmente discutida por Akerlof (1970) para explicar de que forma a incerteza dos agentes econômicos sobre a qualidade dos bens transacionados nos mercados tende a prejudicar o seu bom funcionamento. De maneira geral, a assimetria informacional resulta do fato de que nem todos os participantes do mercado têm acesso à mesma informação necessária para a tomada de decisão. Geralmente, os gestores ou *insiders* possuem informações privadas em relação aos fluxos de caixa da empresa ou às suas oportunidades de investimento, o que torna muito difícil, ou até mesmo impossível, a avaliação da qualidade dos projetos de investimento das empresas pelos fornecedores de recursos externos (Fazzari *et al.*, 1988).

Myers e Majluf (1984) argumentam que os investidores externos, cientes de seu desconhecimento da qualidade dos projetos da empresa, tendem a demandar prêmios maiores para compensar o nível de risco assumido. Esse prêmio pode elevar o custo dos recursos externos acima do custo de oportunidade do financiamento interno. Essa ideia é corroborada

por Fazzari *et al.* (1988, p.142), que afirmam que, como resultado da assimetria de informações, “o custo de uma nova dívida ou emissão de ações pode diferir substancialmente do custo de oportunidade do financiamento interno gerado por meio de fluxo de caixa e lucros retidos”. A defasagem de custos entre financiamento interno e externo causada pela assimetria informacional é explicada por Aldrighi e Bisinha (2010), da seguinte forma:

. . . dado que os riscos dos projetos e as habilidades e intenções do empresário são informações privadas a ele, o potencial financiador só se dispõe a emprestar à taxa de juros de mercado o montante passível de ser coberto por garantias. Qualquer captação de fundos de terceiros excedendo essas garantias sofreria um acréscimo em seu custo como prêmio pelo risco, acréscimo este que aumentaria com o grau de imperfeição do mercado financeiro (o grau de assimetria informacional) (Aldrighi & Bisinha, 2010, p. 26).

Além de provocar diferenças de custos entre os recursos internos e externos, o problema dos gaps de informações entre os participantes do mercado pode levar, também, ao racionamento de capital em mercados competitivos. Quanto maior o risco da empresa em termos de disponibilidade de informações relativas às suas oportunidades de investimento, menor a sua capacidade de novos endividamentos. Isso faz com que empresas com maiores disponibilidades de recursos internos (mais baratos) dependam menos de financiamento externo (mais caro) para implementar seus projetos de investimento, sendo vistas pelos credores e investidores como de menor risco.

Outra imperfeição dos mercados de capitais e que provoca o surgimento de restrições financeiras são os conflitos de agência, com destaque para os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986). Os problemas de agência decorrem do desalinhamento de interesses entre os diversos agentes envolvidos em uma organização (acionistas, executivos e credores).

Harris e Raviv (1991) relatam dois tipos de conflitos de interesses que podem impactar na forma como uma empresa financia seus investimentos.

O primeiro é o conflito entre acionistas e gestores, que surge quando os gestores transferem os recursos internos da empresa para projetos de interesse próprio, muitas vezes sacrificando o objetivo de maximização de valor da empresa. Sob o ponto de vista dos gestores, os recursos gerados internamente são demasiadamente baratos e, por isso, os gestores tendem a gastá-los mais do que o esperado em projetos não rentáveis (Francis *et al.*, 2010). Jensen (1986) denomina esse problema como o custo de agência do fluxo de caixa livre. A alocação inadequada do fluxo de caixa livre reduz a disponibilidade de fundos internos mais baratos e obriga a empresa a recorrer a recursos externos com custos mais altos, expondo-a a situações de restrições financeiras. Uma das maneiras de minimizar o custo de agência do capital próprio seria aumentar o endividamento a fim de reduzir o fluxo de caixa disponível para uso arbitrário dos gestores (Jensen, 1986). Entretanto, o aumento da dívida pode levar à empresa outro tipo de custo: o custo de agência da dívida.

O custo de agência da dívida decorre do conflito de interesses entre os acionistas e os credores e surge porque os contratos de dívida incentivam os acionistas a investirem em projetos mais arriscados, com probabilidade de retornos mais altos, mas com baixa probabilidade de sucesso (Jensen & Meckling, 1976). Isso porque o sucesso do projeto proporciona ganhos maiores aos acionistas, enquanto o seu fracasso implica em custos maiores para os credores. Consequentemente, quanto maior for a participação de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa, maior o incentivo dos acionistas em aceitar investimentos com maior risco, pois estarão sujeitos a maiores retornos e menores custos. Isso enfraquece o credor, dado que rende lucros maiores aos acionistas e mantém inalterado o pagamento de juros ao credor. Em suma, o conflito surge porque o sucesso do investimento arriscado beneficia diretamente o acionista, enquanto o seu fracasso implica em perdas maiores para os credores.

O custo de agência da dívida é um subproduto da assimetria de informações entre os agentes. Como os credores não possuem as informações

adequadas sobre os investimentos das empresas, eles podem antecipar esse tipo de comportamento por parte dos acionistas, elevando o risco da empresa e, conseqüentemente, demandando prêmios maiores para o seu capital (Harris & Raviv, 1991). Os prêmios maiores exigidos pelos terceiros visam, ainda, compensá-los dos custos de monitoramento e controle dos acionistas e gestores na alocação dos recursos de investimento (Jensen & Meckling, 1976). Dessa forma, o custo da dívida eleva-se acima do custo dos recursos internos, expondo a empresa a situações de restrições financeiras.

Vale ressaltar que, partindo do princípio de que quanto maior o risco assumido, maior o custo do capital, inicialmente, a dívida (recurso externo) teria um custo menor do que os recursos internos (capital próprio na forma de lucros retidos). Isso porque esses recursos envolvem uma dinâmica de risco bastante distinta. Enquanto o credor possui diretamente um risco de crédito, o acionista assume o risco de negócio, o qual tende a ser maior do que o risco de crédito. Entretanto, os argumentos de Jensen e Meckling (1976) e Myers e Majluf (1984) são de que na presença de assimetria de informações e conflitos de agência em diferentes níveis (acionistas majoritários *versus* acionistas minoritários, acionistas *versus* gestores, acionistas *versus* credores etc.), os custos dos recursos externos se elevam de forma mais acentuada do que os custos dos recursos internos.

2.2 Governança Corporativa e Restrições Financeiras

Diante de um mercado imperfeito, caracterizado por assimetria de informações e conflitos de agência, boas práticas de governança corporativa assumem um papel importante para as decisões financeiras. Segundo Francis *et al.* (2013), mecanismos de governança podem minimizar os impactos das restrições financeiras enfrentadas pelas empresas, reduzindo o grau de assimetria informacional e de conflitos de agência e, conseqüentemente, tornando o mercado de capitais mais acessível. De fato, diversos estudos apresentam evidências de que a qualidade da governança facilita o acesso das organizações à fontes de recursos externos com custos

mais baixos e eleva o nível de seus investimentos (Cicogna, Toneto & Valle, 2007; Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Chen, Huang & Chen, 2009; Leuz, Lins & Warnock, 2010; Claessens & Yurtoglu, 2013; Albanez & Valle, 2009; Francis *et al.*, 2013; Barros, Silva & Voese, 2015).

Conceitualmente, a governança corporativa possui inúmeras definições. Embora não seja um tema relativamente novo, ganhou mais importância com o surgimento das modernas corporações, nas quais há a separação entre propriedade e gestão. Shleifer e Vishny (1997) consideram a governança corporativa sob a perspectiva de proteção dos investidores, na qual os mecanismos de governança têm a finalidade de assegurar que os fornecedores de capital obtenham um retorno adequado aos seus investimentos. Melhores práticas de governança implicam em menores riscos para os credores e, portanto, possibilitam às empresas a captação de capital externo com o menor custo possível. Claessens e Yurtoglu (2013) adicionam ainda a preocupação da governança corporativa com a resolução de problemas coletivos dos diversos investidores e com a minimização dos conflitos de interesses entre os diversos detentores de direitos.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p.1), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, define governança corporativa como um “conjunto de práticas que visam otimizar o desempenho da empresa por meio da proteção dos direitos de todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015) a define como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, caracterizado fundamentalmente pela equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, objetivando maximizar o valor da empresa e facilitar seu acesso ao capital externo.

Em síntese, governança corporativa pode ser descrita como o conjunto de princípios e práticas que orientam o processo decisório das empresas, de forma a atender adequadamente os interesses dos diversos agentes envolvidos nas corporações (acionistas controladores, acionistas

minoritários, gestores, empregados, credores, fornecedores etc.). Essa convergência de interesses visa minimizar potenciais conflitos entre eles e maximizar o valor da empresa.

Santana (2001) destaca os benefícios que as práticas de governança corporativa proporcionam às empresas e aos investidores. Para as empresas, ressalta-se a melhoria da imagem institucional, maior visibilidade, maior acesso aos recursos externos e menor custo de capital. Para os investidores, a maior precisão na precificação dos ativos, o maior e melhor acompanhamento e a fiscalização das ações das empresas, maior segurança quanto aos seus direitos societários, investimentos mais seguros e diversificados, empresas mais fortes e competitivas, redução de risco para o país e dinamização da economia.

Tendo isso em vista e com a finalidade de incentivar boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, a B3 criou, em 2000, três novos segmentos de listagem para companhias que se comprometem, voluntariamente, a ir além das exigências mínimas da legislação brasileira cumpridas pelo atual segmento Tradicional. Para essas empresas, classificadas como detentoras de níveis diferenciados de governança corporativa, passaram a estar disponíveis o Novo Mercado (NM), o Nível 2 e o Nível 1. Empresas que pertencem ao Novo Mercado compreendem o padrão mais elevado de governança, seguidas pelas empresas do Nível 2 e, por último, do Nível 1.

Os objetivos principais desses novos segmentos são diminuir a assimetria informacional e os conflitos de agência entre investidores e empresas, por meio da maior transparência quanto às informações divulgadas, reduzir o custo de capital das empresas e elevar o nível dos seus investimentos. Diversos estudos demonstram que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 está associada à captação de volumes maiores de recursos externos (Cicogna, Toneto & Valle, 2007) e ao aumento do desempenho e do valor de mercado das organizações (Silveira, Barros & Famá, 2006; Lameira, Ness, Silva, Motta & Klotze, 2010; Correia,

Amaral & Louvet, 2011; Catapan & Colauto, 2014). Alguns estudos apresentam, ainda, evidências de maiores níveis de liquidez das ações para empresas que migram para os segmentos diferenciados de governança corporativa (Martins, Silva & Nardi, 2006; Camargos & Barbosa, 2006; Michalischen & Paiva, 2009; Procianoy & Verdi, 2009).

Em tese, empresas com melhores níveis de governança corporativa oferecem uma proteção mais forte aos seus investidores, por meio de uma gestão mais profissional, responsável, transparente e justa para todas as partes interessadas (acionistas majoritários, minoritários, executivos e terceiros). Os segmentos diferenciados de governança corporativa da B3, por exigirem padrões mais rígidos de gestão e transparência, procuram retratar as empresas que têm maiores possibilidades de minimizar o impacto da assimetria informacional e dos conflitos de agência, permitindo, *a priori*, maior acesso aos recursos externos com custos mais baixos, e reduzindo, assim, o grau de restrição financeira a que estão sujeitas.

Mesmo com todo o esforço em direção ao maior engajamento das companhias brasileiras na adoção de melhores práticas de governança, há relatos na literatura de que a adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 não parece influenciar a qualidade da governança das empresas (Silveira & Barros, 2008). Dentre vários possíveis determinantes da qualidade da governança das empresas brasileiras, a adesão aos níveis diferenciados da B3 não se mostrou significativa em nenhum dos modelos testados pelos autores. Os autores sugerem ainda que o tamanho das empresas e a estrutura de controle são os principais determinantes do nível da governança. Ressalta-se que o estudo de Silveira e Barros (2008) foi realizado a partir de dados do ano de 2002, quando a adesão aos níveis diferenciados de governança ainda era bastante incipiente.

Assim sendo, espera-se que o status de governança dessas empresas, respaldado pela própria B3 e que possibilitaria o maior acesso ao capital externo e maiores investimentos, esteja amparado por indicadores

financeiros sólidos que atestem sua performance operacional e sua capacidade de crescimento e corroborem esse status diferenciado de gestão.

3 Metodologia

Com o intuito de verificar o comportamento de alguns indicadores financeiros de empresas listadas em diferentes segmentos de governança da B3, foram analisados dados em painel (*panel data*) durante o período de 2009 a 2014. A amostra do estudo foi formada pelas empresas brasileiras abertas listadas em cada um dos principais segmentos da B3 – Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2), Nível 1 (N1) e Tradicional (TRAD). Foram consideradas todas as empresas que se encontravam listadas nesses segmentos no ano-base 2015, época da coleta dos dados para a pesquisa. As empresas financeiras foram excluídas da amostra devido às suas peculiaridades operacionais, financeiras e regulatórias. Após as exclusões, a amostra compreendeu 266 empresas, distribuídas em quatro grupos: Novo Mercado (114 empresas), Nível 2 (13 empresas), Nível 1 (21 empresas) e Tradicional (118 empresas).

Os dados financeiros das empresas analisadas, necessários aos cálculos das variáveis utilizadas nos testes estatísticos, foram coletados no banco de dados do Economática e correspondem aos seguintes indicadores: Endividamento Oneroso (DivFin); Índice de Cobertura de Juros (CobJur); Liquidez Corrente (LiqCor); Folga/Slack (Folga); Margem Líquida (MarLiq); e Crescimento das Vendas (CreVen) (Tabela 1).

Cleary (1999) julga que a classificação da posição de restrição financeira de acordo com índices financeiros tradicionais tem apelo intuitivo, pois representa uma medida direta do prêmio pago por empréstimos bancários. O presente trabalho assume, em decorrência de boas práticas de governança corporativa, que o grau de restrição financeira das empresas pertencentes ao Novo Mercado é potencialmente menor do que as empresas no Nível 2, e estas, menor do que as empresas do Nível 1, e estas, menor do

que as empresas do Tradicional (Grau de restrição financeira: $NM < N2 < N1 < TRAD$).

Tabela 1. Indicadores utilizados na pesquisa

Indicador	Cálculo	Comportamento esperado entre os segmentos de listagem	Relação com o grau de restrição financeira
Endividamento oneroso (DivFin)	[dívida financeira ÷ ativo total]	$NM < N2 < N1 < TRAD$	Quanto maior o endividamento oneroso, maior o grau de restrição financeira.
Índice de cobertura de juros (CobJur)	[lucro operacional ÷ despesas financeiras]	$NM > N2 > N1 > TRAD$	Quanto maior o índice de cobertura de juros, menor o grau de restrição financeira.
Liquidez corrente (LiqCor)	[ativo circulante ÷ passivo circulante]	$NM > N2 > N1 > TRAD$	Quanto maior a liquidez corrente, menor o grau de restrição financeira.
Folga/Slack – acesso ao crédito (Folga)	[(caixa + aplicações financeiras curto prazo + 0,5 estoques + 0,7 contas a receber – dívida financeira curto prazo) ÷ ativo fixo líquido] O índice é uma medida da linha de crédito não utilizada e o cálculo é baseado na apuração tradicional de linha de crédito, a qual permite à empresa contrair dívida com terceiros de até 50% dos seus estoques e 70% de “boas” contas a receber (Cleary, 1999). O ativo fixo líquido é utilizado para ajuste de escala.	$NM > N2 > N1 > TRAD$	Quanto maior a folga (maior acesso ao crédito), menor o grau de restrição financeira.
Margem líquida (MarLiq)	[lucro líquido ÷ vendas líquidas]	$NM > N2 > N1 > TRAD$	Quanto maior a margem líquida, menor o grau de restrição financeira.
Crescimento das vendas (CreVen)	[variação percentual das vendas líquidas]	$NM > N2 > N1 > TRAD$	Quanto maior o crescimento nas vendas líquidas, menor o grau de restrição financeira.

As variáveis constantes na Tabela 1 foram selecionadas por serem indicadores financeiros convencionais que estão diretamente relacionados à capacidade da empresa de captar recursos externos e que, possivelmente, influenciam o grau de restrição financeira a que está sujeita.

Dessa forma, considerando-se os dois extremos de governança, sendo o Novo Mercado o maior e o Tradicional o menor, espera-se que as empresas listadas no Novo Mercado apresentem melhores indicadores financeiros do que aquelas listadas no Tradicional. Essa hipótese confirmaria o melhor status de governança do Novo Mercado, de forma a classificar a empresa pertencente a este segmento como mais segura e, portanto, mais acessível a novos investimentos externos em relação às empresas listadas no N2, N1 e Tradicional.

A análise dos dados foi realizada por teste de hipóteses a fim de verificar se há diferenças de cada indicador financeiro entre os grupos. Essas diferenças foram analisadas por meio de testes não paramétricos, uma vez que os dados não apresentaram distribuição normal quando analisados pelos testes de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk. Por essa razão, os valores testados referem-se às medianas observadas para cada indicador.

Primeiramente, analisou-se o comportamento de cada variável entre as empresas com níveis diferenciados de governança e as empresas do segmento Tradicional. Assim, as empresas pertencentes ao Novo Mercado, N2 e N1 foram agrupadas em um único grupo (GOV) e comparadas em conjunto com o grupo Tradicional (TRAD). As diferenças entre os dois grupos foram analisadas por meio do teste de Mann-Whitney (Hair, Black, Babin, Anderson & Tatham, 2009). Posteriormente, os grupos foram comparados separadamente (NM x N2 x N1 x TRAD) a fim de verificar quais segmentos mais se diferenciavam uns dos outros. As diferenças entre os quatro grupos foram analisadas por meio do teste de Kruskal-Wallis e pós-teste de comparação múltipla entre pares de Dunn (Hair *et al.*, 2009).

Todos os procedimentos estatísticos foram realizados no software SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*, versão 20). Para todas as análises, valores de $p < 0,05$ foram considerados estatisticamente significativos. Para cada variável analisada, foram estabelecidas as seguintes hipóteses:

$H_0: mdGOV = mdTRAD;$

$H_1: mdGOV \neq mdTRAD$

$H_0: mdNM = mdN2 = mdN1 = mdTRAD$

$H_1: \text{ao menos um grupo possui } md \text{ diferente de outro grupo}$

sendo md a mediana; GOV os níveis diferenciados de governança associados (NM + N2 + N1); NM o Novo Mercado; N2 o Nível 2; N1 o Nível 1 e TRAD o segmento Tradicional.

4 Resultados e Discussão

A análise dos indicadores financeiros demonstrou diferenças significativas entre os grupos analisados. De acordo com os resultados demonstrados no Painel B da Tabela 2, a comparação entre os três segmentos diferenciados de governança (GOV), que representam as empresas listadas em qualquer nível diferenciado de governança corporativa (NM + N2 + N1) e o segmento Tradicional (TRAD), demonstrou que houve diferença significativa ($p < 0,001$) para todos os indicadores financeiros analisados. Esses resultados também foram encontrados quando comparados os segmentos Novo Mercado (NM) e Tradicional (TRAD), que consistem nos segmentos de melhor e pior governança, respectivamente.

A Tabela 2 demonstra os valores de mediana e interquartil obtidos dos indicadores financeiros das empresas nos diferentes segmentos (Painel A) e os resultados dos testes estatísticos de comparação de cada indicador financeiro entre os diferentes segmentos de listagem (Painel B).

As empresas que adotam práticas diferenciadas de governança (GOV) apresentaram valores significativamente maiores para todos os indicadores quando comparadas às empresas listadas no segmento Tradicional (Figura 1).

Tabela 2. Indicadores financeiros e resultados dos testes estatísticos

Painel A	Mediana (IQR 25%-75%)				
	NM	N2	N1	GOV (NM + N2 + N1)	TRAD
DivFin	29,5 (17,7– 40,7)	40,1 (24,4– 47,7)	25,6 (14,6– 37,7)	29,6 (17,8– 41,2)	23,3 (7,9– 39,0)
LiqCor	1,8 (1,2–2,3)	1,3 (1,0–2,0)	1,7 (1,1–2,4)	1,7 (1,1–2,3)	1,2 (0,7–1,9)
CobJur	1,7 (0,6–3,8)	1,7 (0,8–3,2)	1,5 (0,7–3,0)	1,6 (0,3–3,6)	0,9 (-0,1– 2,8)
Folga	1,0 (0,2–5,1)	0,6 (0,1–3,5)	0,4 (0,1–1,0)	0,7 (0,1–3,3)	0,3 (-0,1– 1,1)
MarLiq	7,6 (1,0– 13,9)	6,0 (1,0– 14,4)	5,9 (1,5–11,9)	7,1 (1,1–13,7)	3,8 (-4,6– 10,9)
CreVen	13,3 (2,4– 28,3)	9,9 (2,4– 20,9)	9,4 (-0,5–17,3)	12,2 (2,1– 25,0)	6,4 (-4,1– 17,0)

Painel B	Medianas (Sig. <i>p</i>)					
	DivFin	LiqCor	CobJur	Folga	MarLiq	CreVen
TRAD x GOV	23,3 x 29,6 (0,000)***	1,2 x 1,7 (0,000)***	0,9 x 1,6 (0,000)***	0,3 x 0,7 (0,000)***	3,8 x 7,1 (0,000)***	6,4 x 12,2 (0,000)***
TRAD x NM	23,3 x 29,5 (0,000)***	1,2 x 1,8 (0,000)***	0,9 x 1,7 (0,000)***	0,3 x 1,0 (0,000)***	3,8 x 7,6 (0,000)***	6,4 x 13,3 (0,000)***
TRAD x N2	23,3 x 40,1 (0,000)***	1,2 x 1,3 (0,551)	0,9 x 1,7 (0,042)*	0,3 x 0,6 (0,084)	3,8 x 6,0 (0,115)	6,4 x 9,9 (0,179)
TRAD x N1	23,3 x 25,6 (1,000)	1,2 x 1,7 (0,000)***	0,9 x 1,5 (0,166)	0,3 x 0,4 (1,000)	3,8 x 5,9 (0,143)	6,4 x 9,4 (1,000)
NM x N2	29,5 x 40,1 (0,004)**	1,8 x 1,3 (0,038)*	1,7 x 1,7 (1,000)	1,0 x 0,6 (1,000)	7,6 x 6,0 (1,000)	13,3 x 9,9 (1,000)
NM x N1	29,5 x 25,6 (0,913)	1,8 x 1,7 (1,000)	1,7 x 1,5 (1,000)	1,0 x 0,4 (0,003)**	7,6 x 5,9 (1,000)	13,3 x 9,4 (0,015)*
N2 x N1	40,1 x 25,6 (0,001)**	1,3 x 1,7 (0,602)	1,7 x 1,5 (1,000)	0,6 x 0,4 (1,000)	6,0 x 5,9 (1,000)	9,9 x 9,4 (1,000)

Valores de mediana e interquartil (Painel A) e níveis de significância obtidos nos testes estatísticos de Mann-Whitney (GOV x TRAD) e Kruskal-Wallis/Dunn (NM x N2 x N1 x TRAD) (Painel B) para os indicadores financeiros de 266 empresas listadas em diferentes segmentos da B3: Novo Mercado – NM (n = 114); Nível 2 – N2 (n = 13); Nível 1 – N1 (n = 21); Segmentos diferenciados de governança associados – GOV (n = 148) e Tradicional – TRAD (n = 118). DivFin: Endividamento oneroso; LiqCor: Liquidez corrente; CobJur: Índice de cobertura de juros; Folga: Acesso ao crédito (Slack); MarLiq: Margem líquida; CreVen: Crescimento das vendas. * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

Com relação especificamente ao indicador Endividamento Oneroso, o comportamento esperado era de que os valores das empresas com níveis

diferenciados de governança fossem menores em relação às empresas do segmento Tradicional. Isso porque o baixo nível de endividamento pode refletir maior liquidez e menor risco financeiro. Com exceção do indicador Endividamento Oneroso, esses resultados corroboram o comportamento esperado de que empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam uma situação econômico-financeira mais sólida.

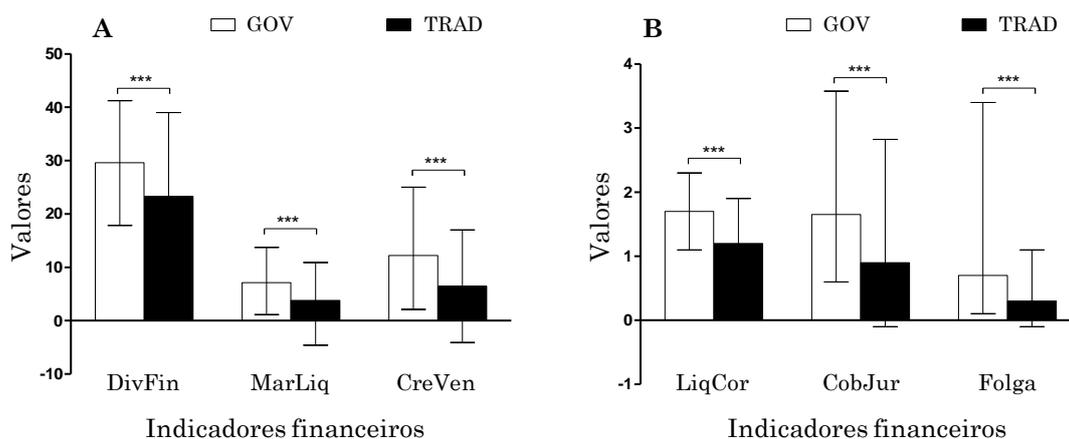


Figura 1. Práticas de Governança e Segmento Tradicional

Perfil dos indicadores financeiros de 266 empresas listadas em diferentes segmentos da B3: Segmentos de governança associados (Novo Mercado + Nível 2 + Nível 1) – GOV (n = 148) e Tradicional – TRAD (n = 118).

DivFin: Endividamento oneroso; MarLiq: Margem líquida; CreVen: Crescimento das vendas; LiqCor: Liquidez corrente; CobJur: Índice de cobertura de juros; Folga: Acesso ao crédito (Slack). As barras representam mediana e interquartil (25%-75%). *** $p < 0,001$.

Entretanto, embora o alto endividamento possa significar maior risco de dificuldades financeiras, visto que o fluxo de caixa da empresa torna-se mais comprometido com o pagamento de despesas financeiras fixas. Alguns estudos consideram que um grau mais elevado de dívida pode expressar maior acesso aos recursos externos e, portanto, menor grau de restrição financeira (Cicogna, Toneto & Valle, 2007; Aldrighi & Bisinha, 2010), o que é condizente com a situação das empresas com melhores práticas de governança corporativa (GOV).

Para os indicadores Liquidez Corrente, Cobertura de Juros, Folga, Margem Líquida e Crescimento das Vendas, os maiores valores apresentados pelas empresas dos segmentos diferenciados de governança indicam, respectivamente, maior capacidade de pagamento de curto prazo,

maior geração de caixa para pagamento de juros, maior acesso às linhas de crédito (novos endividamentos), maior rentabilidade e maior crescimento. Esse desempenho superior reflete uma situação econômico-financeira mais favorável que confirma o status de governança dessas empresas, ratificando-as como mais seguras a novos investimentos externos e, portanto, menos restritas financeiramente. Para verificar quais dos segmentos de governança corporativa (NM, N2 ou N1) têm mais impacto nas diferenças observadas em relação ao segmento Tradicional (TRAD), a comparação foi realizada separadamente entre os quatro grupos de segmentos (Figura 2).

Para todos os indicadores financeiros, o segmento Novo Mercado apresentou valores significativamente maiores do que o segmento Tradicional, demonstrando ser o segmento que mais se destaca entre os três níveis diferenciados de governança e o que mais se diferencia do segmento Tradicional. Com exceção do indicador Endividamento Oneroso, esses resultados também corroboram o comportamento esperado de que as empresas do Novo Mercado apresentam indicadores financeiros mais sólidos do que as empresas do segmento Tradicional, classificando-se, portanto, como mais seguras, mais acessíveis ao mercado e potencialmente menos restritas financeiramente.

Contrariamente ao esperado, o indicador Endividamento Oneroso novamente apresentou valores maiores para o segmento Novo Mercado em relação ao Tradicional. Contudo, esse resultado pode ser interpretado como uma sinalização de maior acesso aos recursos externos das empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa (Cicogna, Toneto & Valle, 2007; Aldrighi & Bisinha, 2010). O Nível 1 foi o segmento de governança que mais se assemelhou ao segmento Tradicional em todos os indicadores financeiros analisados, exceto para a Liquidez Corrente, cujo valor foi significativamente maior para as empresas do Nível 1. Para os indicadores Endividamento Oneroso, Cobertura de Juros, Folga, Margem Líquida e Crescimento das Vendas, não houve diferenças significativas entre o Nível 1 e o Tradicional.

Esses resultados permitem refletir que o cumprimento de exigências adicionais do Nível 1, principalmente as exigências relacionadas à melhoria da divulgação de informações e à maior dispersão acionária, talvez não sejam suficientes, sob o ponto de vista econômico-financeiro, para diferenciá-las das empresas pertencentes ao segmento Tradicional, cujas práticas resumem-se ao exigido pela legislação brasileira.

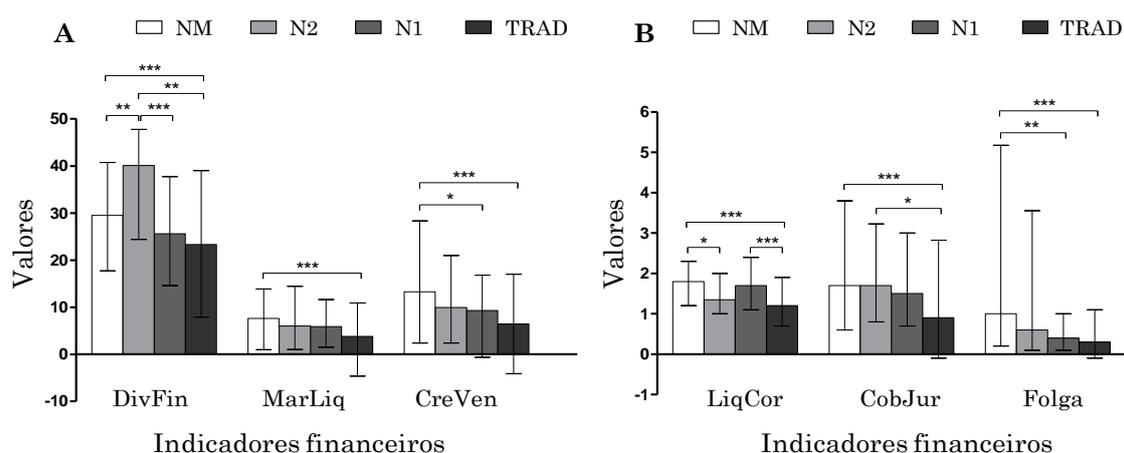


Figura 2. Segmento Novo Mercado e Segmento Tradicional

Perfil dos indicadores financeiros de 266 empresas listadas em diferentes segmentos da B3: Novo Mercado – NM (n = 114); Nível 2 – N2 (n = 13); Nível 1 – N1 (n = 21) e Tradicional – TRAD (n = 118).

DivFin: Endividamento oneroso; MarLiq: Margem líquida; CreVen: Crescimento das vendas; LiqCor: Liquidez corrente; CobJur: Índice de cobertura de juros; Folga: Acesso ao crédito (Slack). As barras representam mediana e interquartil (25%-75%). * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

De todos os indicadores financeiros analisados, quatro (Margem Líquida, Crescimento das Vendas, Cobertura de Juros e Folga) apresentaram comportamento aproximado ao esperado, com valores decrescentes entre os segmentos (NM > N2 > N1 > TRAD), embora diferenças significativas mais expressivas tenham sido observadas apenas entre os extremos, enquanto diferenças significativas pontuais ocorreram entre os segmentos intermediários.

5 Conclusões

O objetivo do presente trabalho foi o de identificar possíveis diferenças de comportamento em alguns indicadores financeiros convencionais para as empresas pertencentes a diferentes segmentos de

listagem da B3 (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional). Os indicadores escolhidos foram Endividamento Oneroso, Liquidez Corrente, Cobertura Juros, Folga, Margem Líquida e Crescimento das Vendas. Os dados foram analisados por meio de teste de hipóteses organizados em uma estrutura de painel (período de 2009 a 2014).

Os resultados demonstraram que as empresas pertencentes a algum nível diferenciado de governança corporativa da B3 apresentaram, para todos os indicadores, valores significativamente maiores do que aquelas listadas no segmento Tradicional. Esse desempenho superior reflete uma situação econômico-financeira mais sólida e favorável, que respalda o status de governança dessas empresas, ratificando-as como mais seguras a novos investimentos externos e, portanto, menos restritas financeiramente.

Dentre os níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), o Novo Mercado foi o que mais se diferenciou do segmento Tradicional, apresentando valores significativamente maiores para todos os indicadores financeiros. Os resultados permitem concluir que o menor grau de restrição financeira esperado para as empresas com melhores práticas de governança corporativa, em virtude da maior possibilidade de mitigar os problemas de assimetria informacional e conflitos de agência, é amparado pelo melhor status financeiro dessas empresas, ratificando seu potencial de acessar recursos externos com custos menos onerosos e minimizar o grau de restrição financeira ao qual estão sujeitas.

Referências

Akerlof, G. (1970). The markets for 'lemons': quality uncertainly and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>

Albarez, T., & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6-27. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300002>

Aldrighi, D. M., & Bisinha, R. (2010). Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. *Revista Brasileira de Economia*, 64(1), 25-47. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402010000100002>

Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 7-26.

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2006). Evidência empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa. *Anais do EnANPAD*, Salvador, BA, Brasil, 30.

Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)

Chen, Y., Huang, Y., & Chen, C. (2009). Financing constraints, ownership control, and cross-border M&As: evidence from nine east Asian economies. *Corporate Governance: an International Review*, 17(6), 665-680. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00770.x>

Cicogna, M. P. V., Toneto, R. Junior, & Valle, M. R. (2007). O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 42(1), 52-63.

Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15(C), 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>

Cleary, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673-692. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00121>

Comissão de Valores Mobiliários (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>.

Correia, L. F., Amaral, H. F. C., & Louvet, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>

Demarzo, P. M., Fishman, M. J., He, Z., & Wang, N. (2012). Dynamic agency and the q theory of investment. *The Journal of Finance*, 67(6), 2295-2340. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01787.x>

Fazzari, S., Hubbard, R., & Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206. <https://doi.org/10.2307/2534426>

Francis, B., Hasan, I., Song, L., & Waisman, M. (2013). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*, 15(C), 57-71. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.08.002>

Hair, J. F. Junior, Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman.

Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holding in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>

Harris, M. F., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Governança Corporativa (2015)*. Recuperado de <https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>.

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency cost and ownership structure. *The 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)

Lameira, V. J., Ness, W. L. Junior, Silva, P. P., Motta; L. F. J., & Klötzle, M. C. (2010). Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. *Revista de Economia e Administração*, 9(1), 17-76.

Leuz, C., Lins, K. V., & Warnock, F. E. (2010). Do foreigners invest less in poorly governed firms? *The Review of Financial Studies*, 23(3), 3245-3285. <https://doi.org/10.11132/rea.2009.242>

Martins, V. A., Silva, R. L. M., & Nardi, P. C. C. (2006). Governança corporativa e liquidez das ações. *Anais do EnANPAD*, Salvador, BA, Brasil, 30.

Michalischen, F., & Paiva, E. V. S. (2009). Evidências de migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa: um estudo de evento. *Anais do EnANPAD*, São Paulo, SP, Brasil, 33.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958) The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1), 107-136. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n1.2009.1429>

Santana, M. H. (2001). O novo mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, São Paulo, Dez., 4-8.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v4n1.2006.1153>

Silveira, A. D. M., & Barros, L. A. B. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540.

Stein, J. (2003). Agency, information, and corporate investment. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Ed.) *Handbook of the Economics of Finance* (pp.111-124). Amsterdam: Elsevier Science.

Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press.

Recebido 29.08.2018.

Aprovado 30.05.2019.