

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

GABRIEL ALVES PINTO

**Análise da Liquidez Dinâmica entre os níveis de Governança Corporativa em
empresas listadas na BM&FBovespa.**

**GOIÂNIA
2017**

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Kleber Domingos Araújo
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

GABRIEL ALVES PINTO

**Análise da Liquidez Dinâmica entre os níveis de Governança Corporativa
em empresas listadas na BM&FBovespa.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Ercilio Zanolla

GOIÂNIA
2017

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

ALVES PINTO, GABRIEL
ANÁLISE DA LIQUIDEZ DINÂMICA ENTRE OS NÍVEIS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA [manuscrito] / GABRIEL ALVES PINTO. - 2017.
xxix, 29 f.

Orientador: Prof. Dr. ERCILIO ZANOLLA.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2017.
Bibliografia. Anexos.
Inclui siglas, abreviaturas, tabelas, lista de tabelas.

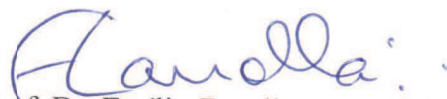
1. Liquidez Dinâmica. 2. Governança Corporativa. I. ZANOLLA,
ERCILIO, orient. II. Título.

CDU 657

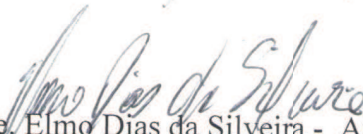
GABRIEL ALVES PINTO

ANÁLISE DA LIQUIDEZ ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA EM EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA.

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Ercílio Zanolla - Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Me. Elmo Dias da Silveira - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dra. Camila Araújo Machado - Avaliadora
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 05 de dezembro de 2017.

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo analisar o grau de liquidez dinâmica entre os níveis de Governança Corporativa (Novo Mercado e Mercado Tradicional). Para tanto, a literatura foi revisada em busca de pesquisas empíricas sobre desempenho econômico-financeiro e níveis de Governança. Também foram utilizados subsídios teóricos para justificar o uso do modelo de Liquidez Dinâmica em detrimento dos indicadores tradicionais, como o fato de a LD observar a dinâmica do capital de giro, diferente dos índices tradicionais. Para analisar o grau de liquidez entre os níveis de Governança, utilizou-se os testes de diferença entre médias. Os resultados apontam, mesmo que de forma parcial, que há diferença no grau de liquidez entre as empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional, destacando maior liquidez nas empresas do Mercado Tradicional (empresas que não adotam boas práticas de Governança Corporativa). A presente pesquisa contribui com a discussão da literatura sobre desempenho e Governança Corporativa e a validação da liquidez dinâmica no meio acadêmico.

Palavras-chave: Liquidez Dinâmica. Capital de Giro. Governança Corporativa.

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Comparativo dos Segmentos e Listagem.....	7
Tabela 2: Quantitativo das Empresas por Setor.....	14
Tabela 3: Teste de Normalidade dos Dados	15
Tabela 4: Apresentação dos Resultados da Pesquisa.....	16

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Problema de Pesquisa	2
1.2. Objetivo Geral	2
1.3. Justificativa	2
2. REFERENCIAL TEÓRICO	3
2.1. Governança Corporativa.....	3
2.1.1. Conceitos de Governança Corporativa	4
2.1.2. <i>Proxys</i> de Governança Corporativa no Brasil	5
2.2. Liquidez	7
2.3. Pesquisas anteriores sobre GC e Desempenho Econômico-Financeiro no Brasil ...	9
3. METODOLOGIA.....	11
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	13
4.1. Resumo quantitativo por setor e Teste de normalidade dos dados	13
4.2. Apresentação e Interpretação dos Resultados da Pesquisa	15
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	17
6. REFERÊNCIAS	18
Anexo A – Listagem das empresas da amostra.....	21

1. Introdução

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG), a governança corporativa (GC) “é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. Apesar de não ser um conceito novo, a GC se tornou um tema importante apenas nos últimos anos em diversos países (SILVA, 2004).

Segundo Catapan, Colauto e Barros (2013), as boas práticas de GC contribuem para a expansão e crescimento da empresa, o que pode afetar diretamente no seu desempenho econômico-financeiro. Silveira (2002) destaca que conforme o senso comum, empresas que possuem melhores estruturas de governança tendem a ter resultados mais satisfatórios.

Nesse sentido, Assaf Neto (2012), afirma que os indicadores de Liquidez são fundamentais para se conhecer a situação e desempenho econômico-financeiro da empresa, sobretudo a situação financeira, pois medem a capacidade da empresa de pagar suas dívidas principalmente no curto prazo. A Liquidez é um dos pilares da análise financeira de uma entidade, assim, pode ser utilizada como *proxy* do desempenho ou de gestão financeira mais eficaz. Uma das características da liquidez é a disponibilidade, ou seja, a possibilidade de um estoque ou moeda ser utilizado em algum momento oportuno (VILLAÇA, 1969). Tal afirmação reforça a ideia de que a liquidez é fundamental em uma gestão financeira mais eficaz.

No Brasil, a classificação das empresas conforme sua GC segue os níveis definidos pela Bolsa de Valores BM&FBovespa, seja, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). As empresas devem seguir rígidas e crescentes regras de evidenciação, conforme o índice almejado. Ademais, esses segmentos diferem das empresas do Mercado Tradicional (MT), que não seguem regras diferenciadas de GC.

Um dos objetivos da Governança Corporativa é tornar informações privadas em públicas, princípio da GC, a prestação de contas (*accountability*). Nesse sentido, conforme Amorim *Et al.* (2010), o conflito de interesse entre o agente e o proprietário provoca a necessidade de monitorar os recursos sob gestão dos agentes. Como a contabilidade tem por função precípua gerar informações úteis, os números contábeis podem estar relacionados aos níveis de GC da Bovespa.

A Governança Corporativa também está presente nas relações externas da empresa, com os *stakeholders*. Percebe-se que a Governança não possui um conceito que abrange toda a sua importância. Assim, o conceito depende do problema posto e da relação entre os diversos agentes. No presente artigo, cabe destacar a figura dos credores, visto que a liquidez está relacionada com a capacidade de pagamento da empresa. Conforme Borges e Serrão (2005, p.115): “a pouca proteção ou mesmo a demora que os credores possam ter em fazer valer seus direitos torna o crédito mais caro” e, nesse sentido, a empresa tende a ter mais dificuldade em solver suas dívidas, seja no curto ou no longo prazo, situação evidenciada pelos indicadores de Liquidez. Problemas de liquidez também podem prejudicar acionistas, pois uma empresa com problemas de liquidez teria dificuldades em pagar dividendos aos acionistas.

1.1. Problema de Pesquisa

Conforme LIMA Et al. (2015, p.189): “Já foi evidenciado que os indicadores de desempenho econômico das empresas presentes no mercado diferenciado são mais relevantes”. No entanto, também podem ocorrer variações de desempenho entre os níveis de GC. Assumindo como premissa que, a liquidez é uma *proxy* de desempenho econômico-financeiro e relevante, o presente artigo busca analisar a liquidez contábil das empresas listadas em seus respectivos níveis de GC. Diante do exposto, postula a seguinte pergunta: **Há diferença de liquidez entre as empresas dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa ?**

1.2. Objetivo Geral

A pesquisa tem como objetivo observar e analisar o grau de liquidez entre os níveis de GC (Novo Mercado e Mercado Tradicional na presente pesquisa) em empresas de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa, buscando verificar se empresas com níveis mais altos de GC possuem maiores índices de liquidez contábil.

1.3. Justificativa

Já foi abordada através de diversas pesquisas no meio acadêmico (as mais notórias e recentes serão expostas no referencial teórico) uma possível relação positiva entre o

desempenho econômico-financeiro e o nível de governança. Na presente pesquisa se verificará uma possível relação positiva entre o nível de governança e a liquidez contábil.

Quando os índices de liquidez são satisfatórios, a empresa possui uma “folga financeira”, ou seja, existe um equilíbrio financeiro no que diz respeito à capacidade de solvência (ASSAF NETO, 2012). Tal afirmação de Assaf Neto respalda a ideia de que a liquidez é uma boa Proxy de situação e desempenho econômico-financeiro, sobretudo financeiro. Por outro lado, é importante destacar que a relação entre liquidez e desempenho é fundamentada pela teoria do *trade off* que, conforme Koshio e Nakamura (2011, p.2): “na literatura se apresenta como negativa, liquidez diminuindo com o aumento da rentabilidade”. Trata-se de um problema no qual o agente precisa encontrar a estrutura ideal de liquidez (KOSHIO E NAKAMURA, 2011). Assim, pode-se inferir que a teoria do *trade off* se confirma em empresas mais transparentes, como as do novo mercado da Bovespa.

Como será abordado no referencial teórico, os índices tradicionais de liquidez não observam a dinâmica do capital de giro da entidade, logo, o modelo ideal para mensurar a liquidez nesta pesquisa é a Liquidez Dinâmica (LD), que capta a importância da gestão do capital de giro da empresa, o que é vital para uma gestão financeira mais eficiente (ZANOLLA, 2014).

As possíveis contribuições teóricas se situam na exploração do modelo de mensuração da liquidez dinâmica. Essa discussão é essencial para o progresso da ciência contábil, do meio empresarial e da sociedade, pois com os possíveis resultados a serem encontrados, a pesquisa se inserirá na literatura que aborda a relação entre GC e desempenho econômico-financeiro, preenchendo a lacuna deste que trata da liquidez contábil, porém com a utilização de um índice de Liquidez não convencional (Liquidez Dinâmica).

2. Referencial Teórico

2.1. Governança Corporativa

A governança corporativa busca aumentar a chance de os fornecedores de recursos obterem retorno sobre seu investimento, através de vários mecanismos (SILVEIRA, 2002). A Governança surgiu com vários objetivos, entre os quais o de colocar o Mercado de Capitais “nos trilhos”, criando mecanismos e formas de fazer com que as empresas e os acionistas majoritários não prejudiquem os acionistas minoritários e os *stakeholders*, através de um bom

nível de transparência. De uma forma ampla, pode-se afirmar que a Governança e seus mecanismos só existem devido à existência do problema de agência. Conforme Okimura (2003), na ausência de problemas de agência, não seria necessária a existência das estruturas de governança corporativa, já que, pelo menos teoricamente, um desacordo entre partes interessadas e agentes não existiria.

2.1.1. Conceitos de Governança Corporativa

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Governança Corporativa surgiu após o dinamismo do Comércio Internacional, por volta do início do século XX. As organizações se tornaram cada vez mais complexas, exigindo transformações em sua gestão, em decorrência principalmente da separação clara entre propriedade e a gestão da entidade, onde entra o papel dos agentes, que administram a entidade de fato, apesar de não serem os proprietários. A partir disso, começaram a surgir conflitos de interesses entre proprietários e gestores (agentes), logo, a Governança Corporativa surgiu como mecanismo para mitigar tais conflitos, buscando alinhar os interesses entre as partes.

O estudo da Governança Corporativa foi impulsionado principalmente pela Teoria da Agência. A Teoria da Agência preocupa-se com problemas que podem surgir da relação entre agente e proprietário, como o conflito de interesse e o monitoramento das ações dos agentes, que devem ser íntegras (EISENHARDT, 1989).

Siffert (1998), define Governança Corporativa como um mecanismo para monitorar os gestores no sentido de trabalharem alinhados com os interesses dos proprietários. Percebe-se que é uma conceituação bastante simétrica em relação ao motivo da origem da Governança conforme divulgado pelo IBGC. Borges e Serrão (2005, p.113), destacam que, “Embora o agente deva agir em benefício do outro, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista”. O gestor (agente) também visa suas finanças pessoais, e não a colocará em segundo lugar de forma alguma.

Cabe também destacar o caráter social da Governança Corporativa, não apenas nas relações entre agente e proprietário, mas também nas relações com acionistas minoritários e credores. A proteção aos acionistas minoritários deve ser assegurada, pois são eles que mantêm a liquidez das ações de uma empresa, o que torna os benefícios da abertura de capital algo real (CARVALHO, 2002). Já em relação aos credores, a pouca proteção legal aos credores faz com que haja problemas para os mesmos terem seus direitos assegurados, o que torna o crédito mais caro, prejudicando até a própria empresa em si, o que exige mecanismos

da GC que ajude a garantir o direito dos credores. Por esses motivos, Carvalho (2002, p.21) conceitua Governança corporativa como: “Conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos”. É notório destacar que Carvalho não se refere apenas aos acionistas, mas sim aos fornecedores de capital, o que também engloba os credores.

No Brasil, a criação do Novo Mercado, a Lei de Recuperação de Empresas (Lei nº 11.101/05), a alteração da Lei das Sociedades Anônimas e o Novo Código Civil são iniciativas que demonstram que a Governança Corporativa se tornou a principal preocupação para as empresas, investidores, órgãos reguladores e governo (Borges e Serrão, 2005).

Conforme o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2015, p.20), a GC é respaldada em quatro princípios: Transparência, Equidade, Prestação de Contas (*accountability*) e Responsabilidade Corporativa. A Transparência se refere à disposição dos agentes em prestar informações pertinentes aos interessados, informações que vão além das regulamentações, englobando diversos fatores da organização. Equidade se refere ao tratamento isonômico de todas as partes interessadas. A Prestação de contas preza que os agentes devem prestar contas de modo íntegro, assumindo suas responsabilidades. Por fim, a Responsabilidade Corporativa se refere ao compromisso dos agentes com o zelo da viabilidade econômico-financeira da organização.

2.1.2. Proxys de Governança Corporativa no Brasil

Segundo Silveira (2002, p. 36), “Os níveis diferenciados de Governança Corporativa buscam destacar as empresas que possuem um maior comprometimento com a transparência e as boas práticas de Governança”. Conforme Carvalho (2002, p.27): “A criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que o setor privado toma a liderança no processo de promover reformas”.

Srouf (2005) destaca que, mesmo sabendo que uma boa proteção aos acionistas minoritários seria vantajosa para o desenvolvimento do Mercado de Capitais, o Brasil encontrava diversos obstáculos para desenvolver mecanismos e legislações para cumprir tal função com eficácia. Sendo assim, a BM&FBOVESPA criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, em especial o Novo Mercado, onde só seriam listadas as empresas que aderirem às melhores práticas de Governança.

Conforme exposto anteriormente, a classificação das empresas de acordo com seu nível de Governança Corporativa no Brasil é feita pela BM&FBovespa, por meio da

divulgação dos seus Segmentos de Listagem, onde existem os segmentos especiais (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Em relação aos segmentos especiais, cabe destacar o Novo Mercado, que estabelece um nível de Governança diferenciado e conduz as empresas ao mais elevado padrão, (BM&FBovespa). Segundo LIMA *Et al.* (2015, p.192): “Quanto mais próximo do Novo Mercado, melhores e mais rigorosos serão os mecanismos de governança adotados pelas empresas, o que reflete a quantidade de exigências e o grau de transparência exigidos pela BM&FBOVESPA”.

O Novo Mercado, nível mais alto de Governança entre os segmentos de listagem, consolidou-se como um segmento de listagem onde são negociadas ações de empresas que possuem um nível de Governança que vai além do exigido pela legislação brasileira, (BM&FBOVESPA). A adesão ao Novo Mercado aumenta de uma forma considerável a credibilidade das entidades perante aos terceiros, pois conforme veremos na Tabela 1, a listagem nesse nível exige uma série de requisitos que englobam vários fatores como divulgação de informações corporativas e financeiras e outras obrigações.

O segmento de listagem Nível 2 vem imediatamente abaixo do Novo Mercado, com algumas peculiaridades (ver tabela 1). O segmento Nível 1 é o menos exigente entre os três, porém as empresas que estão nesse nível devem facilitar a transparência e o acesso à informação pelos investidores, conforme site da BM&FBOVESPA. Já o segmento Bovespa Mais é relativamente novo, foi criado para contribuir com o desenvolvimento do mercado acionário, dando suporte no crescimento de pequenas e médias empresas no mercado de capitais. Esse segmento possui uma peculiaridade, as empresas inseridas nele podem ser listadas sem realizar o IPO (Oferta Pública Inicial).

A seguir será exposta a tabela nº 1, que demonstra os principais requisitos e características que as empresas necessitam cumprir para serem listadas no segmento do Novo Mercado em relação ao Mercado Tradicional, com destaque aos requisitos que se referem à divulgação de informações, sejam financeiras ou não. Serão apresentadas apenas as características dos dois segmentos, pois a pesquisa não trabalhará com os demais níveis de Governança, conforme será explicado na parte metodológica.

Tabela 1: Comparativo dos segmentos de listagem

Características	Novo Mercado	Mercado Tradicional
Características das ações emitidas	Permite existência somente de ações ON	Permite ações ON e PN
Percentual mínimo de ações em circulação	No mínimo 25 %	Não há regra

Obrigação do conselho de administração	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisição de a�o es	Não há regra
Demonstra�es Financeiras	Traduzidas para o inglês	Conforme legisla�o
Divulga�o adicional de informa�es	Política de negocia�o de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Oferta pública de a�o es no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migra�o do novo mercado para o nível 2	Conforme legisla�o
Adesão � camara de arbitragem do mercado	Obrigatória	Facultativa

Fonte: Próprio Autor (2017)

Como pode ser observado na tabela, há uma série de requisitos para adesão ao nível mais alto de GC. O cumprimento ou não cumprimento desses requisitos pode influenciar no desempenho econômico-financeiro das entidades, pois empresas mais transparentes e com menos conflitos de interesses podem ter uma melhor gestão, o que poderia refletir no desempenho.

Outra Proxy bastante utilizada em diversas pesquisas no Brasil, um  ndice amplo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), que   composto por diversas variáveis referentes   presença ou não de características específicas de governança em cada entidade, como por exemplo características referentes   transparência, composi o e funcionamento do conselho, controle e conduta, e por fim, direito dos acionistas.

2.2. Liquidez

Conforme Assaf Neto (2012), a análise da liquidez serve para demonstrar a situa o financeira da empresa em rela o às obriga es e compromissos financeiros com terceiros, medindo a capacidade da entidade de solver suas d vidas de curto e longo prazo. Conforme Villaça (1969), no âmbito empresarial, a liquidez   medida pela quantidade de caixa disponível e por alguns ativos mais líquidos.

Nesse sentido, Amado (2004, p.502) destaca que: “A liquidez de um ativo   definida como a propriedade de transforma o do referido ativo em outra mercadoria qualquer instantaneamente”. A liquidez contábil   determinada por valores reconhecidos no balanço e cabe destacar a origem e aplica o de recursos. O financiamento do investimento (ativo) que

determina a liquidez tem sua origem em capital de terceiros (passivo) e capital próprio (patrimônio líquido) (ZANOLLA e SILVA, 2017). Assim, existem diversas métricas para mensurar a liquidez contábil, utilizando a razão ou a diferença entre o investimento e a origem em capital de terceiros.

Em relação aos índices tradicionais de liquidez, é relevante destacar a liquidez corrente, que, conforme Assaf Neto (2012), “indica o quanto existe de ativo circulante para cada 1 real de dívida a curto prazo”, ou seja, é um índice que mede a segurança financeira da empresa a curto prazo. Visto que a liquidez corrente é a razão entre ativo circulante e passivo circulante, é pertinente destacar outra forma de mensurá-la, o Capital Circulante Líquido (CCL), que é a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante e pode ser conceituado como o montante das aplicações que estão no curto prazo que excedem às fontes de recurso também do curto prazo. No entanto, essa métrica avalia a solvência, ou seja, a capacidade de pagamento de obrigações de curto prazo, e não a liquidez dos ativos quer seja a capacidade de realizar ativos de curto prazo em disponível.

Para melhor compreensão, é preciso abordar a essência do conceito genuíno de Liquidez, conforme Villaça (1969, p.36): “Uma das características do conceito de liquidez é a disponibilidade, isto é, a possibilidade que um estoque de bens duráveis ou moeda apresenta de ser utilizado quando necessário”. Amado (2004, p.502), destaca que “a liquidez mede a flexibilidade que um ativo ou mercadoria dá ao seu detentor”.

Por outro lado, apesar de vários autores destacarem a importância da Liquidez na situação financeira das entidades, há que se considerar um dos pressupostos básicos da Teoria de Finanças, onde, conforme Perobelli, Pereira e David (2006, p. 01): “Uma empresa dificilmente conseguirá manter grandes excedentes de ativos líquidos e, ao mesmo tempo, proporcionar alto retorno contábil e de mercado a seus acionistas”. Isso significa que para alguns autores, existe uma relação inversamente proporcional entre Liquidez e Rentabilidade.

A análise da liquidez no curto prazo baseada nos índices tradicionais não observa a necessidade de capital de giro da empresa, como também não considera a dinâmica dos ativos e passivos cíclicos da entidade. Para, Martins *et al.* (2012) essa análise deveria ser precedida pela análise do ciclo operacional financeiro da entidade e ainda considera que ativos e passivos financeiros não refletem fielmente a liquidez contábil da empresa. Conforme Zanolla (2014, p.76) “Os modelos tradicionais avaliam o capital de giro na abordagem do CCL ou LC, ou seja, consideram apenas, na sua composição, o AC e PC pela diferença ou relação”. Os índices tradicionais de liquidez não consideram a sincronia e a dinâmica dos principais componentes do capital de giro (clientes, fornecedores e estoque) (ZANOLLA, 2014).

Para tanto, Zanolla (2014), propôs um novo índice de Liquidez que observa a sincronia e a dinâmica dos principais componentes do capital de giro (clientes, fornecedores e estoque), chamado Liquidez Dinâmica (LD). Conforme o mesmo autor (2014, p.82) “teoricamente, a LD é o modelo que mensura com mais fidedignidade a liquidez, pois a lógica de avaliação está na dinâmica e intensidade da atividade da empresa e não na descontinuidade”. A fórmula utilizada para o cálculo da LD é a seguinte:

Equação 01

$$LD = \frac{\left(C - \frac{C}{gc}\right) + \left(E - \frac{E}{ge} - \frac{E}{gc}\right)}{F - \frac{F}{gf}}$$

Onde: *C* é clientes; *gc* é o giro dos clientes; *E* é estoques; *ge* é o giro dos estoques; *F* é fornecedores; *gf* é o giro de fornecedores.

Conforme pode ser observado na fórmula, a liquidez está sendo influenciada pelo valor contábil das contas clientes, estoques e fornecedores, e também pela movimentação dessas contas, através do giro desses elementos. Considerando a dinâmica das contas através dos índices de giro, a LD é determinada pelo investimento em clientes e estoque e pelo financiamento de fornecedores, ponderados pelo respectivo giro. Ainda conforme Zanolla (2014), o item do capital de giro (cliente, estoque ou fornecedor) dividido pelo seu respectivo giro, representa o montante não movimentado no período, fazendo com que o montante líquido do item do capital de giro seja seu valor nominal subtraído pelo montante não movimentado. Observando tais premissas a respeito do valor líquido de cada componente do capital de giro, e partindo da ideia de que a liquidez é medida pela relação entre investimentos e financiamentos (isso também pode ser observado nos índices tradicionais de liquidez), a equação 01, que mede a Liquidez Dinâmica (LD) foi desenvolvida.

2.3. Pesquisas anteriores sobre GC e Desempenho Econômico-Financeiro no Brasil

No presente tópico, serão abordadas as principais pesquisas que relacionam GC e desempenho econômico-financeiro desenvolvidas no Brasil recentemente, bem como seus respectivos resultados e conclusões.

Lima et al. (2015) buscaram observar se empresas em níveis mais altos de GC possuem melhor desempenho econômico em relação ao nível inferior. Foram testadas duas hipóteses. H1: O desempenho econômico das organizações está relacionado positivamente com seu nível de governança. H2: O desempenho econômico das organizações, por tipo de setor (regulado VS não regulado), está relacionado positivamente com seu nível de governança. Utilizaram como *proxy* de GC os três níveis diferenciados de GC da BM&FBOVESPA (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), e como *proxy* de *performance* utilizou a variação anual média do Valor de Mercado das empresas, que representa o desempenho econômico. Como metodologia, foi utilizada a diferença entre médias, e no fim, ficou constatado que empresas do Novo Mercado possuem melhor desempenho em relação ao Nível 2, e empresas do Nível 2 possuem melhor desempenho em relação ao Nível 1.

Chiappin (2016) também buscou observar se empresas listadas nos níveis de GC possuem melhor desempenho econômico-financeiro em relação ao nível inferior, porém limitando apenas para 3 segmentos (Papel e Celulose, Material Rodoviário e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados). O problema de pesquisa está fundamentado em verificar se a adoção de boas práticas de GC está relacionada com melhor desempenho econômico-financeiro das empresas. Utilizou como Proxy de GC os níveis diferenciados da BM&FBOVESPA e o Mercado Tradicional, e como Proxy de desempenho econômico-financeiro utilizou o ROA (Retorno sobre o Ativo), ROI (Retorno sobre o Investimento) e margem EBITDA (Lucro operacional acrescido da depreciação). Como metodologia, foi utilizada a diferença entre médias, e por fim, ficou observado que apenas no segmento de Material Rodoviário existe diferença significativa entre as médias dos níveis, sendo que nos níveis mais altos de GC as empresas apresentaram melhor desempenho. Cabe destacar que a amostra da pesquisa ficou limitada à apenas 3 segmentos.

Catapan, et.al. (2013) buscaram examinar o efeito da Governança Corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado em empresas brasileiras. O problema de pesquisa ficou fundamentado na ideia de buscar a relação entre GC e desempenho econômico-financeiro. Diferente das pesquisas citadas anteriormente, utilizaram como Proxy de GC um índice obtido através de entrevistas com as empresas da amostra, chamado índice de práticas de Governança Corporativa (IGC), bem como o tamanho da empresa, e a alavancagem, sendo os três as variáveis independentes. Como Proxy de desempenho econômico-financeiro, adotou o ROA, a margem EBITDA e o Q de Tobin, todos variáveis dependentes. Como metodologia, foi utilizada a regressão com dados em painel, e por fim, foi destacada a impossibilidade de tomar conclusões gerais, pois as *proxys* de

Governança Corporativa e desempenho utilizadas limitaram a pesquisa e dificultaram a mensuração do nível de GC.

Cunha (2016) procurou investigar a influência da governança corporativa no desempenho econômico-financeiro das companhias. Seu problema de pesquisa consiste em verificar se o desempenho econômico e financeiro de uma empresa é influenciado pelo nível de governança corporativa adotado. Utilizou como Proxy de GC um índice obtido através de entrevistas com as empresas da amostra, chamado índices de práticas de Governança Corporativa (IGC), e como *proxy* de desempenho utilizou a taxa de lucro econômico (retorno do acionista menos o custo de capital próprio) e o Q de Tobin. Como metodologia, foram utilizadas alguns tipos de regressão. Quanto aos resultados, ao analisar as regressões, verificou-se que o desempenho da empresa é dependente do nível de governança adotado pelas empresas.

3. Metodologia

Quanto ao tipo, trata-se de pesquisa quantitativa e de natureza descritiva, pois busca-se descrever características de uma população, na presente pesquisa, as empresas do listadas no segmento especial de Governança e as não listadas (COLLINS E HUSSEY,2005).

A população da pesquisa é composta pelas empresas brasileiras de capital aberto que negociam ações na BM&FBOVESPA. Já a amostra consiste em empresas não financeiras listadas nos seguintes segmentos: Novo Mercado e Mercado Tradicional. Cabe destacar que as empresas listadas nos segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 não incluem a amostra pois ainda não fizeram oferta pública inicial de ações, conforme site da BM&FBovespa. Também foram excluídas as empresas listadas nos Níveis 1 e 2, pois são empresas em transição de nível e não estão em nenhum extremo (MT e NM), além de serem dois níveis que possuem poucas empresas em relação ao MT e NM (15 empresas somadas). Pelo fato de utilizar como *proxy* de desempenho a Liquidez Dinâmica (LD), que capta a dinâmica dos componentes cíclicos do capital de giro (estoque, fornecedores e clientes), além das empresas financeiras, também foram excluídas da amostra empresas que prestam serviços referentes à consultoria, educação, engenharia, agências de viagens, telefonia, gestão, entre outros. Empresas desse tipo foram excluídas pois não possuem estoque para fins comerciais, o que inviabilizaria a aplicação da Liquidez Dinâmica nesses tipos de empresa. Por fim, a amostra corresponde a 126 empresas (ver Anexo A). Conforme pode ser observado na Equação 01 constante no referencial teórico e referente ao cálculo da LD, é possível que

empresas que possuem giros (tanto de estoque quanto de clientes e fornecedores) menores que 1 apresentem o índice de LD com o sinal negativo, o que pode comprometer a análise. Tendo em vista tal impasse, também foram excluídas as empresas que apresentaram tal situação de forma predominante ao longo do período analisado.

A listagem das empresas conforme seu nível de GC foi obtida através do site da BM&FBOVESPA. Os dados para o cálculo da Liquidez Dinâmica (LD) foram coletados do banco de dados Economatica® das demonstrações financeiras dos anos de 2011 a 2016 das empresas da amostra. Para tanto, coletou-se os saldos das contas de estoque, fornecedores e clientes dos anos de 2011 a 2016, bem como os prazos médios dessas contas (ou o saldo das contas de receita líquida, custo das mercadorias/produtos vendidos e estoque de 2010) para o cálculo dos giros de estoque, fornecedores e clientes. Como prosseguimento, os dados coletados foram tabulados de acordo com o período e empresa referente no programa Microsoft Excel, onde também foi calculada a Liquidez Dinâmica (LD) para cada empresa durante cada período da análise (2011 a 2016). Para uma melhor análise, as empresas da amostra foram divididas por setores econômicos da BM&FBOVESPA, sendo eles o de Utilidade Pública, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos, Bens Industriais, Saúde, e PG&B (Petróleo, Gás e Biocombustíveis). Essa divisão foi feita para evitar outros fatores que podem influenciar o indicador econômico-financeiro utilizado (Liquidez Dinâmica). Dentro de cada setor, as empresas foram divididas conforme sua classificação da Governança Corporativa (Novo Mercado ou Mercado Tradicional). Após, foi realizada a estatística descritiva dos dois grupos (NM e MT) dentro de cada setor, considerando o período analisado como um todo (2011 a 2016) para melhor compreensão da distribuição dos dados no período analisado.

Em seguida, após o cálculo da Liquidez Dinâmica de todas as empresas da amostra, conforme a figura 01, os dados relativos ao período da análise foram empilhados e foram realizados os seguintes testes com uso do programa estatístico SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*): teste de normalidade dos dados Shapiro-Wilk, em seguida foi realizado o teste t entre as médias do Novo Mercado e o Mercado Tradicional (nos setores onde a distribuição dos dados foi tida como normal) e o teste U de Mann-Whitney (nos setores onde a distribuição dos dados não foi tida como normal), afim de verificar estatisticamente se o principal segmento especial (Novo Mercado) possui melhores índices de Liquidez Dinâmica em relação ao Mercado Tradicional, respondendo o problema de pesquisa proposto.

4. Análise dos Resultados

No presente tópico busca-se apresentar e analisar os resultados da pesquisa. Na primeira parte, é analisada a representatividade da amostra, como também o resultado do teste de normalidade da série de dados das empresas de cada setor. Na segunda parte apresentar-se-á a estatística descritiva e também o resultado do teste de diferença entre médias das empresas de cada setor (Teste t nos setores onde a distribuição dos dados foi normal, e o teste U de Mann-Whitney nos setores onde a distribuição dos dados não foi normal).

4.1. Resumo quantitativo por setor e teste de normalidade

Como pode ser observado na tabela 2 abaixo, o número de empresas da amostra é bem menor em relação à população, 37,8% (126 empresas de 333 da população). Isso se deve à dois fatores; a) algumas empresas foram excluídas por não apresentarem dados recorrentes, ou seja, em alguns anos faltavam dados; b) O cálculo da Liquidez Dinâmica requer que as empresas tenham investimentos em ativos cíclicos, no caso em clientes e estoques. Parte das empresas de determinados setores não possui estoque no período analisado e, portanto, foram excluídas da análise.

Tabela 2 - Quantitativo das empresas por setor

Resumo quantitativo das empresas por setor		
Setor	Quantidade	%
Utilidade Pública	30	24%
Consumo Cíclico	36	29%
Consumo não Cíclico	18	14%
Materiais Básicos	17	13%
Bens Imóveis	14	11%
Saúde	6	5%
Petróleo, Gás e Biocombustível	5	4%
Total da amostra	126	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2017)

Como pode ser observado na Tabela 2, os setores de Utilidade Pública e Consumo Cíclico juntos correspondem a uma parte significativa da amostra (53%). Também cabe destacar os setores de Saúde e Petróleo, que possuem apenas 6 e 5 empresas, respectivamente. Os demais setores se encontram em uma situação intermediária. Os Setores de Consumo não Cíclico, Materiais Básicos e Bens Imóveis representam 14%, 13% e 11% da amostra, respectivamente.

Na tabela 03, apresenta-se o resultado do teste de normalidade dos dados, com o propósito de definir qual teste de diferença de média deve ser utilizado. A coluna de significância será observada, pois é a significância em cada setor que irá demonstrar qual teste de média deve ser utilizado.

Tabela 3 - Teste de normalidade dos dados

Teste de Normalidade Shapiro-Wilk		
Setor	Estat.	Sig.
Utilidade Pública	0,885	0,03
Consumo Cíclico	0,632	0,00
Consumo não Cíclico	0,92	0,132
Materiais Básicos	0,928	0,176
Bens Imóveis	0,861	0,013
Saúde	0,709	0,00
Petróleo, Gás e Biocombustível	0,909	0,08

Fonte: Dados da Pesquisa (2017)

O teste realizado foi de Shapiro-Wilk, feito no programa SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*) e foi adotado um nível de significância de 5% (0,05). Como pode ser observado na Tabela 3, apenas os setores de Consumo não Cíclico, Materiais Básicos e Petróleo, Gás e Biocombustível possuem nível de significância maior que 0,05 (0,132; 0,176; e 0,08 respectivamente). Isso significa que nesses setores, a distribuição dos dados é normal, o que implica em dizer que para comparar e testar as médias entre as empresas do Novo Mercado e Mercado Tradicional será utilizado o teste t. Nesses setores, a distribuição dos dados é normal e, assim, aplica-se o teste t de Student. Nos demais setores (Utilidade Pública, Consumo Cíclico, Saúde, e Bens Imóveis) a distribuição dos dados é não normal, logo, o teste a ser utilizado será o teste U de Mann-Whitney.

4.2 Apresentação e Interpretação dos Resultados da Pesquisa

A presente pesquisa se embasou em pesquisas anteriores sobre temas similares ao abordar Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro. Cabe frisar que a pesquisa tem por objetivo apenas um dos pilares do desempenho econômico-financeiro, a liquidez, sendo utilizada a Liquidez Dinâmica, porém lembrando que a Liquidez é um pilar de situação financeira que está relacionado com o risco, o que torna necessário um equilíbrio

entre liquidez e rentabilidade, conforme a teoria do *trade off* abordada na justificativa da pesquisa.

A seguir, os resultados serão apresentados através da estatística descritiva (média, desvio padrão e variância), juntamente com o p-valor (probabilidade de significância) dos testes estatísticos de cada setor (teste t nos setores onde a distribuição dos dados foi normal e teste U de Mann-Whitney nos setores onde a distribuição não foi normal) e, ambos, com nível de significância de 5%.

Tabela 4: apresentação dos resultados da pesquisa

Setor	Estatística Descritiva						Teste de média	P Valor
	Novo Mercado			Mercado Tradicional				
	Média	DP	Variância	Média	DP	Variância		
Consumo Cíclico	5,35	5,34	28,67	6,43	4,9	24,07	1	0,21
Consumo não Cíclico	2,68	2,04	4,2	3,56	2,34	5,49	2	0,02
Materiais Básicos	2,76	1,6	2,57	4,11	1,78	3,19	2	0,01
Bens Industriais	3	1,8	3,24	5,41	4,3	18	1	0,06
Utilidade Pública	1,66	1,98	3,9	7,53	12,09	146,4	1	0,39
Saúde	1,93	0,175	0,031	2,45	0,568	0,323	1	0,02
Pet., Gás e Biocomb.	2,26	1,23	1,52	1,58	2	4	2	0,11

Fonte: Dados da Pesquisa (2017). 1 - U de Mann-Whitney; 2 - t de Student; DP – Desvio-Padrão

Analisando somente a estatística descritiva da Tabela 4, pode-se observar que nos setores de Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico, Materiais Básicos, Bens Industriais, Utilidade Pública e Saúde, as empresas do Mercado Tradicional apresentam melhores índices de Liquidez Dinâmica. Esse resultado, *a priori*, significa que as empresas do Mercado Tradicional apresentam maiores valores nominais nas contas dos ativos cíclicos (Clientes e Estoque) ou, maiores giros das respectivas contas, o que pode ser captado pelo modelo da LD. Todavia, como verifica-se na parte inferencial, em apenas alguns setores a diferença de média é estatisticamente significativa. Ademais, cabe destacar o alto desvio-padrão (12,09) no setor de Utilidade Pública nas empresas do Mercado Tradicional, devido, *a priori*, alta média de Liquidez Dinâmica (7,53).

A estatística descritiva dos dados por si só nos permite afirmar que os resultados da pesquisa divergem dos esperados. Conforme visto na revisão da literatura e, *a priori*, as boas práticas de Governança Corporativa tendem a apresentar melhores índices econômicos financeiros em relação às empresas do mercado tradicional. Todavia, a gestão das empresas no novo mercado visa atender os investidores com mais transparência e no sentido de melhor

divulgar o desempenho por meio de variáveis contábeis. As empresas do mercado tradicional possuem uma estrutura e gestão mais voltada para as políticas operacionais.

Em relação aos resultados dos testes de diferença de médias da LD, observa-se que apenas os setores de Materiais Básicos ($p=0,01$), Saúde ($p=0,02$) e Consumo não Cíclico ($p=0,02$) apresentaram diferença significativa entre o Novo Mercado e o Mercado Tradicional.

Os setores de Consumo Cíclico ($p=0,21$), Bens Industriais ($p=0,06$) e Utilidade Pública ($p=0,39$) não apresentaram diferença de médias da LD estatisticamente significativa. No entanto, destaca-se o setor de Utilidade Pública por apresentar desvio-padrão elevado como pode ser observado pela grande diferença entre as médias da LD do Mercado Tradicional (7,53) e do Novo Mercado (1,66); todavia, o p-valor do teste U de Mann-Whitney não é estatisticamente significativo devido, provavelmente ao elevado desvio-padrão.

Cabe destacar de forma individual o setor de Petróleo, Gás e Biocombustível, que, ao contrário dos demais setores, apresenta maior índice de LD para as empresas que adotam boas práticas de governança, Novo Mercado. Porém, conforme a probabilidade de significância (p valor = 0,11) teste t de Student, percebe-se que não há diferença significativa entre as médias dos dois grupos (Novo Mercado e Mercado Tradicional).

Levando em consideração que, pelo fato de a Governança Corporativa se tratar de um mecanismo fundamental na gestão das empresas, visto que contribui na redução da assimetria informacional e também para o alinhamento de interesses entre investidores e agente, podemos afirmar que o nível de Governança pode afetar o desempenho econômico-financeiro das entidades. Todavia, os resultados evidenciam que em grande parte dos setores analisados, as empresas do Mercado Tradicional apresentaram melhores índices de Liquidez Dinâmica, sendo os setores de Materiais Básicos, Saúde e Consumo não Cíclico (apenas nos três houve diferença de média estatisticamente significativa). Porém, os resultados podem ser explicados pelo dilema Liquidez x Rentabilidade, existente na área de Finanças, conforme será aprofundado nas considerações finais. Conforme diversos autores da área, empresas com grande quantidade de ativos líquidos têm grandes dificuldades em gerar retorno para o acionista, pois ativos líquidos possuem baixa rentabilidade.

5. Considerações Finais

Os resultados da pesquisa apontam, de forma parcial, que a Liquidez Dinâmica – LD, entre os níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA analisados (Mercado Tradicional e Novo Mercado), é estatisticamente diferente. Esse resultado responde o problema e objetivo de pesquisa propostos. Apenas nas empresas dos setores de Consumo Cíclico, Bens Industriais, Utilidade Pública e Petróleo, Gás e Biocombustível, apurou-se que a LD é estatisticamente igual no mercado tradicional e o novo mercado.

Nos setores de Consumo não Cíclico, Material Básico e Saúde, as empresas do Mercado Tradicional tem LD maior do que as empresas do Novo Mercado. Conforme discutido brevemente na revisão da literatura, existe uma relação inversa entre liquidez e desempenho, ou seja, alta liquidez gera um desempenho (em termos de rentabilidade) menor, apesar de ser um dos pilares da situação financeira da entidade. Todavia, cabe destacar que essa relação Liquidez-Rentabilidade é algo bastante discutido no meio acadêmico, causando divergências entre pesquisas. Apesar de existir teoricamente essa relação inversa entre Liquidez e Rentabilidade, deve-se destacar uma questão. Conforme fundamentado no Referencial Teórico, vários autores consideram os indicadores de Liquidez fundamentais para medir situação financeira das entidades, pois medem a capacidade da entidade de solver suas dívidas de curto e longo prazo. Partindo desse pressuposto, e também partindo da ideia de que melhor Governança Corporativa imprime melhores indicadores econômico-financeiros (também compostos pela liquidez), os resultados encontrados chamam atenção.

Também, cabe destacar que em parte das pesquisas que relacionam Governança com desempenho econômico-financeiro essa relação não é confirmada. Conforme demonstrado no referencial teórico, parte das pesquisas mais recentes no Brasil encontraram uma relação não positiva. Isso também pode ser explicado pelo uso de métodos e índices de desempenho diferentes. No presente estudo, utilizou-se a Liquidez Dinâmica, que tem foco na eficiência da gestão do capital de giro como também no desempenho operacional.

Como limitações da pesquisa, destaca-se a divisão de nível de Governança Corporativa feita pela BM&FBOVESPA entre os segmentos de listagem, pois pode não ser algo que retrate fielmente a Governança Corporativa das entidades, por tratar de uma classificação para atender certos parâmetros e requisitos corporativos. E existem diversas pesquisas que utilizaram diferentes parâmetros de Governança, como o índice amplo de GC, calculado com base na adequação das empresas aos princípios definidos pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

De um modo geral, pode-se concluir que o problema de pesquisa foi respondido. Para alguns setores, existe diferença de Liquidez entre as empresas do Novo Mercado e do Mercado Tradicional.

Como contribuições para a área, a pesquisa se insere na literatura que trata da relação entre Governança e desempenho, com o uso de uma variável não convencional por ser recente. Assim, recomenda-se para pesquisas futuras o aprofundamento em outras empresas, setores e segmentos, com a utilização de outros indicadores financeiros.

6. Referências

ANTUNES, Gustavo Amorim; TEIXEIRA, Aridélmo José C.; COSTA, Fábio Moraes da; NOSSA, Valcemiro. Efeitos da Adesão aos Níveis de Governança da Bolsa de Valores de São Paulo na Qualidade da Informação Contábil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.3 n.1, p.109-138, 2010.

AMADO, Adriana Moreira. Preferência pela liquidez: o novo contexto financeiro internacional inviabiliza a teoria ? **Revista de Economia Política**, v.24, n.4(96), pg.500-513. Out/dez. 2004.

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

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, p. 112 – 148, dez, 2005. BM&FBOVESPA, Segmentos de Listagem, Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em 05 de janeiro de 2017.

BRAGA, Roberto, VALCEMIRO, Nossa, MARQUES, José. UMA PROPOSTA PARA A ANÁLISE INTEGRADA DA LIQUIDEZ E RENTABILIDADE DAS EMPRESAS. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, Edição Especial, p.51-64, junho, 2004.

CAPATAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas; BARROS, Cláudio Marcelo Edward. A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Revista de Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, p. 16 – 30, mai/ago, 2013.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, p.19-32, julho/setembro, 2002.

Carvalho-da-Silva, A., Leal, R. P. C. (2005, Fall). Ownership, Control Valuation and Performance of Brazilian Corporation. **Virtus Enterprise**, 4 (1), 300-308.

CHIAPPIN, Márcia Almeida. **Relação entre Governança Corporativa e Desempenho Econômico-Financeiro: Uma Análise em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA.** Dissertação de Mestrado. Universidade de Caxias do Sul , 2016.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CUNHA, Márcio Augusto Miguel. **O Efeito da Governança Corporativa no Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas: Uma Análise Empírica no Mercado Brasileiro.** Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo , 2016.

EISENHARDT, K.M. Agency Theory: an assessment and review. **The Academy of Management Review**, vol.14, nº 1. Jan. 1989, p. 57-74.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 5ª edição, São Paulo: IBGC, 2015.

KOSHIO, Senichiro; NAKAMURA, Wilson Toshiro. **Relação Liquidez-Rentabilidade em Empresas: Por Que o Sinal Não é Negativo ?.** ANPAD, Rio de Janeiro, setembro, 2011.

LIMA, Sérgio Henrique; OLIVEIRA, Francisco Durval; CABRAL, Augusto César de Aquino; SANTOS, Sandra Maria dos; PESSOA, Maria Naiula Monteiro. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DOS INDICADORES DE DESEMPENHO ENTRE OS TRÊS NÍVEIS DO MERCADO DIFERENCIADO DA BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão**, São Paulo, v.22, p. 187 – 204, abr/jun, 2015.

MARTINS, Eliseu, Josedilton Alves DINIZ, and Gilberto José MIRANDA. "**Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica.**" *São Paulo: Atlas* (2012).

OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil.** Dissertação. FEA-USP, São Paulo, 2003.

PEROBELLI, Fernanda, PEREIRA, Jonas, DAVID, Marcus. Relação Liquidez-Retorno: Existiria também uma “Estrutura de Liquidez” Ideal para cada Perfil de Empresa ?. **EnANPAD**, Salvador/BA, set. 2006.

SIFFERT, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, p.348-361, out/nov/dez, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di M. **Governança Corporativa e Valor da Empresa no Brasil.** Dissertação FEA/USP, São Paulo, 2002.

SROUR, Gabriel. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, p. 636-674, out/dez, 2005.

VILLAÇA, Maria José. O conceito de liquidez. **Revista de Administração de Empresas**, Rio de Janeiro, .9(1), p.33-53, jan/mar. 1969.

ZANOLLA, Ercilio. **Liquidez: Efeito do Dinamismo e da Sincronia dos Elementos do Capital de Giro no Desempenho das Empresas Brasileiras**. Tese de Doutorado. Universidade de Brasília, 2014.

ZANOLLA, Ercilio; GARTNER, Ivan Ricardo; SILVA, César Augusto Tibúrcio; SCALCO, Paulo Roberto. Indicadores de Liquidez e o Fluxo de Caixa Operacional: Um Estudo nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, p.137-151, mai/ago, 2014.

Anexo A – Listagem das empresas da amostra

NM - Novo Mercado

MT – Mercado Tradicional

Setor: Utilidade Pública (30 empresas)		Setor: Consumo Não Cíclico (18 empresas)	
NM	MT	NM	MT
Empresa	Empresa	Empresa	Empresa
COPASA	AFLUENTE	BIOSEV	AMBEV S/A
CPFL ENERGIA	AFLUENTE T	BRASILAGRO	BOMBRIL
ENERGIAS BR	AMPLA ENERG	BRF SA	EXCELSIOR
ENEVA	CASAN	HYPERMARCAS	J.MACEDO
ENGIE BRASIL	CEB	JBS	JOSAPAR
EQUATORIAL	CEG	M.DIASBRANCO	-
LIGHT S/A	CELGPAR	MARFRIG	-
SABESP	CELPA	MINERVA	-
-	CELPE	NATURA	-
-	CEMIG DIST	POMIFRUTAS	-
-	CEMIG GT	SAO MARTINHO	-
-	COELBA	SLC AGRICOLA	-
-	COELCE	TERRA SANTA	-
-	COMGAS	Setor: Saúde (6 empresas)	
-	COSERN	NM	MT
-	CPFL GERACAO	Empresa	Empresa
-	ELEKTRO	BR PHARMA	CREMER
-	EMAE	OUROFINO S/A	DIMED
-	ENERGISA MT	PROFARMA	-

-	LIGHT	RAIADROGASIL	-
-	REDE ENERGIA	-	-
-	RIO GDE ENER	Setor: Bens Industriais (14 empresas)	
Setor: Consumo Cíclico (36 empresas)		NM	MT
NM	MT	Empresa	Empresa
Empresa	Empresa	ETERNIT	ALCO ALTONA
AREZZO CO	BIC MONARK	INDS ROMI	HAGA S/A
B2W DIGITAL	CAMBUCI	METALFRIO	INEPAR
CIA HERING	COTEMINAS	PORTOBELLO	KEPLER WEBER
GRENDENE	DOHLER	TUPY	LIBRA T RIO
IOCHP - MAXION	ENCORPAR	-	METISA
LE LIS BLANC	ESTRELA	-	MINASMAQUINA
LOJAS MARISA	GRAZZIOTIN	-	SCHULZ
LOJAS RENNER	GUARARAPES	-	WLM IND COM
MAGAZ LUIZA	IND CATAGUAS	Setor: Petróleo, gás e biocombust. (5 empresas)	
METAL LEVE	KARSTEN	NM	MT
MRV	LOJAS AMERIC	Empresa	Empresa
SPRINGS	LOJAS HERING	LUPATECH	NOVA OLEO
TECHNOS	NADIR FIGUEI	QGEP PART	PETROBRAS
UNICASA	PETTENATI	ULTRAPAR	-
VIVER	PLASCAR PART	Setor: Materiais Básicos (17 empresas)	
-	SANTANENSE	NM	MT
-	TECTOY	Empresa	Empresa
-	TEKA	DURATEX	CELUL IRANI
-	TEX RENAUX	FER HERINGER	CRISTAL
-	VULCABRAS	FIBRIA	ELEKEIROZ
-	WHIRLPOOL	MAGNESITA SA	FIBAM
-	-	MMX MINER	GPC PART
-	-	PARANAPANEMA	MANGELS INDL
-	-	-	METAL IGUACU
-	-	-	SANSUY
-	-	-	SANTHER
-	-	-	SUZANO HOLD
-	-	-	TEKNO

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).