



INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO EMPRESARIAL: UM ESTUDO NAS EMPRESAS QUE ADERIRAM AO NOVO MERCADO DA B3 EM 2013.

RESUMO

No Brasil, a B3 é uma das maiores instituições em questão de promover a Governança Corporativa e visando atrair investidores e mitigar o risco de assimetria informacional, criou segmentos diferenciados de governança corporativa que trazem regras que vão além das exigidas pela Lei das Sociedades por Ações. Dentre os segmentos diferenciados, destaca-se o Novo Mercado que desde a sua criação atua como um padrão de governança corporativa altamente diferenciado, se tornando o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. Nesse contexto, o artigo objetivou analisar o comportamento dos índices de rentabilidade e do valor de mercado, durante o período de 2010 a 2016, das empresas que aderiram ao Novo Mercado no ano de 2013 e por meio do Coeficiente de Correlação Bisserial verificar se tal comportamento é influenciado ou não pela adesão das empresas ao Novo Mercado. Trata-se de uma pesquisa descritiva e quantitativa, pois utilizou-se de dados numéricos e técnicas estatísticas para realizar a classificação e a análise dos dados obtidos e, posteriormente, alcançar o objetivo desta pesquisa. Os dados foram coletados por meio do software Economática e pelos Demonstrativos Financeiros emitidos pelas empresas no site da B3, para assim fazer a comparação do Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Valor de Mercado antes e depois da adesão ao Novo Mercado e calcular o Coeficiente de Correlação Bisserial. O estudo mostrou que existia uma correlação fraca entre o desempenho econômico-financeiro e aderir ao Novo Mercado. Apontou ainda que após a adesão ao Novo Mercado algumas empresas melhoraram seus índices de rentabilidade e de Valor de Mercado, enquanto outras não.

Palavras chave: Governança Corporativa. Novo Mercado. Rentabilidade e Valor de Mercado.

1. INTRODUÇÃO

Em um mercado cada vez mais competitivo, as empresas que ainda desejam se manterem atrativas e relevantes devem estar sempre dispostas a adequar seus objetivos estratégicos à realidade em que estão inseridas. Conseqüentemente a toda essa competitividade, consumidores tornam-se mais exigentes com o diferencial e a qualidade das atividades que as empresas se propõem a exercer, enquanto os investidores, tanto os existentes quanto os em potencial, tornam-se mais exigentes quanto à performance e a forma de gestão que as entidades estão submetidas.

Dessa forma, para Giacomini, Mezzaroba & Mohr (2018) a responsabilidade de aderir a mecanismos que estimulem, sustentem e garantam a eficiência da gestão por meio de procedimentos transparentes e que coíbam fraudes, tornando a relação com os *stakeholders* mais justa, seria dos gestores. E a contabilidade pode ser uma aliada fundamental durante esse processo, pois cada vez mais ela tem deixado de se restringir apenas ao controle do patrimônio, passando também a subsidiar informações relevantes e tempestivas ao processo decisório (Santos & Casagrande, 2009).

Lopes (2010), em sua dissertação de mestrado, aponta que pelo fato da realidade do mercado de capitais brasileiro ainda ser distante da realidade dos mercados mais desenvolvidos, em relação ao público poupador, surge-se a necessidade de gerar um nível maior de



confiabilidade, principalmente ao acesso à informação confiável. E complementa afirmando que diante dessa questão é que emerge a governança corporativa, constituindo-se como um processo que busca minimizar a distância existente entre controladores da empresa e os acionistas minoritários.

A adoção das boas práticas desse tipo de governança resulta em um maior alinhamento entre os interesses dos investidores e das organizações, agregando um maior valor econômico a elas, pois eleva a qualidade da gestão, melhorando assim o processo decisório e minimizando a ocorrência de fraudes, além de impactar diretamente na longevidade da organização. É importante salientar que as práticas de boa governança corporativa não são restritas a tipos específicos de organização, sendo passível de adoção por qualquer tipo de organização, independente do porte, do tipo de controle ou natureza jurídica (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015).

No Brasil, uma das maiores instituições em questão de promover a governança corporativa é a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). A instituição apresenta três (03) níveis diferenciados de governança corporativa disponíveis: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Dentre eles, o Novo Mercado é o nível que apresenta o mais alto padrão de governança corporativa. Cada segmento apresenta regras de governança corporativa diferentes, cabendo às empresas escolherem o que melhor se adaptar ao seu perfil. Os segmentos disponíveis propõem regras que vão além das exigidas pela Lei das Sociedades Anônimas, o que é um atrativo para os investidores.

A adesão das empresas aos níveis de governança corporativa da B3 fornece ao mercado acionário brasileiro um modelo de atuação mais comparável aos padrões internacionais, pois alinha os interesses das empresas com os dos investidores, combatendo a má conduta dos gestores e possíveis casos de fraudes que venham ocorrer, além de passar uma maior segurança para os investidores existentes e em potencial (Avelar, Carmargo & Pereira, 2016).

Kitagawa e Ribeiro (2006) complementam dizendo que uma maior transparência, prestação de contas e igualdade no tratamento dos acionistas, resultam em uma maior valoração das ações, aumento do volume de negociações e aumento na liquidez das empresas adotantes das boas práticas. Todas essas variáveis acabam por tornar as empresas mais competitivas e, conseqüentemente, melhoram os seus desempenhos financeiros.

O uso de indicadores econômico-financeiros é uma das maneiras de se avaliar esse desempenho. Para esse estudo escolheu-se os indicadores de rentabilidade como os medidores de desempenho, pois eles, segundo Bandeira (2017), analisam a situação econômica da empresa, demonstrando a existência ou não da capacidade da mesma em gerar lucro/retorno sobre o capital investido, além de possibilitar a análise das variações do patrimônio líquido.

Diante do exposto, a pretensão desse estudo é analisar o comportamento dos índices de rentabilidade e do valor de mercado, durante o período de 2010 a 2016, das empresas que aderiram ao Novo Mercado no ano de 2013 e por meio do Coeficiente de Correlação Bisserial verificar se tal comportamento é influenciado ou não pela adesão das empresas ao Novo Mercado.

Sendo assim, a questão-problema que norteará essa pesquisa é: O comportamento dos índices de rentabilidade e do valor de mercado, durante o período de 2010 a 2016, das empresas da amostra sofreu influência pela adesão das empresas ao Novo Mercado?

O estudo realizado por Knapp (2015) apontou que a governança corporativa é um fator importante, porém não determinante para os índices de rentabilidade das empresas. Já Ventura, Santos, Júnior & Firmino (2012) em sua pesquisa, obtiveram resultados indicando que



independente dos níveis de governança que as empresas sejam adeptas, eles não influenciariam nos índices de retorno da empresa. Villa (2009) concluiu que as empresas pertencentes aos níveis diferenciados apresentaram um melhor desempenho em seu valor de mercado comparado as empresas do mercado tradicional.

A pesquisa se justifica pela relevância que a Governança Corporativa tem tido cada vez mais nas empresas, pois o mercado investidor tem se tornado cada vez mais exigente e interessado no modo de gestão em que elas estão submetidas e no nível de transparência na divulgação de informações, servindo como um instrumento contra fraudes e má conduta da gestão. O período escolhido é justificado pelo interesse em observar se há mudanças significativas nos índices após a adesão das empresas ao segmento ou se o desempenho segue a tendência de anos anteriores, além do ano de 2013 ter tido um número considerável de empresas aderindo ao Novo Mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG (2015) define governança corporativa como um sistema que estimula e envolve os relacionamentos entre sócios, conselho administrativo, diretoria e as demais partes interessadas, para dirigir, monitorar e incentivar as empresas e organizações em geral.

Para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002), a governança corporativa deriva de um conjunto de ações que tem por objetivo melhorar o desempenho de uma organização por meio de um tratamento mais igualitário a todas as partes interessadas, facilitando o acesso ao capital, além de proteger contra desvios de ativos por parte de pessoas com elevado grau de influência e poder de decisão.

Portanto, após essas definições, pode-se dizer que a governança corporativa é uma forma que as organizações gerem seus negócios a partir de um conjunto de práticas que visam melhorar o desempenho e agregar valor a entidade, reduzindo o custo de capital, influenciando na forma que se dá o relacionamento com investidores e demais partes interessadas, além de minimizar as diferenças no tratamento entre os investidores, garantindo um retorno de investimento mais igualitário e protegendo-os de riscos de espoliação.

Na década de 90, após graves escândalos contábeis, as discussões envolvendo acadêmicos, legisladores e investidores aumentaram significativamente na intenção de entender como os escândalos ocorreram e maneiras de evitá-los futuramente, o que culminou na criação de teorias e marcos regulatórios. Em 1992 foi publicado na Inglaterra o primeiro código de boas práticas de governança, o Relatório Cadbury, que visava uma prestação de contas mais responsável e transparente (IBGC, 2019).

Em 1999, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) desenvolveu uma lista com princípios básicos abrangendo recomendações de práticas de governança. São eles: direito dos acionistas, tratamento equitativo dos acionistas, relacionamento com stakeholders, evidenciação e transparência, responsabilidades dos conselhos de administração, melhoria no cumprimento de leis e sua exequibilidade e, por último, cooperação regional (Kitagawa & Ribeiro, 2009). Tal lista é considerada um dos pilares da governança corporativa por ser uma referência internacional das práticas a serem adotadas por parte das entidades.



Porém, foi na primeira década do século 21 que o tema se tornou ainda mais relevante após grandes corporações dos Estados Unidos adulterarem as demonstrações contábeis e utilizarem de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários (Neto & Martins, 2019). Esse escândalo acabou por levantar o debate a respeito da confiabilidade das informações emitidas pelas entidades, a credibilidade das empresas de auditoria – visto que as informações antes de serem divulgadas devem ser auditadas –, e o nível de proteção dos investidores, pois muitos tiveram seus investimentos lesados.

Em resposta a essas fraudes fiscais, os Estados Unidos instituíram a Lei Sarbanes-Oxley, também considerada um dos pilares da governança corporativa. Ela obriga que conjuntamente aos relatórios financeiros das empresas com ações em bolsa norte-americanas tenha uma declaração do presidente e do diretor financeiro se responsabilizando pelas informações que estão sendo divulgadas, podendo assim, em eventuais fraudes, serem responsabilizados (Uzeda & Monteiro, 2014).

2.2 Governança Corporativa no Brasil

O Brasil visando se adaptar ao novo cenário resultante da internacionalização e expansão comercial que marcou as últimas décadas do século XX, realizou mudanças estruturais, como as privatizações, a abertura comercial e a liberalização financeira, para alcançar um maior nível de desenvolvimento, além de oferecer vantagens às multinacionais para que se instalassem no país. Tais medidas, principalmente as privatizações, fizeram com que algumas práticas de governança, antes ignoradas, fossem adotadas pelas organizações por conta dos novos acionistas, quem em sua maioria eram estrangeiros (Meireles, 2009).

E é durante esse período que a Governança Corporativa se apresenta mais ativamente no país. Com todas essas mudanças e exigências dos novos acionistas por melhores práticas de gestão, abriu-se a discussão a respeito da criação de um órgão regulador que teria a responsabilidade de definir padrões passíveis de adoção pelos conselhos de administração, com o intuito de torná-los mais eficientes e transparentes (Oliveira, Moraes, Neto & Lima, 2017).

Em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), cujo foco era os conselhos de administração das companhias. Nos anos seguintes, o instituto expandiu suas atividades, deixando de se dedicar exclusivamente aos conselhos de administração e passou a focar na propriedade como um todo, incluindo diretoria, conselho fiscal e auditoria independente, passando a se chamar em 1999 de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (Oliveira, Moraes, Neto & Lima, 2017). Nesse mesmo ano, o instituto lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que traz recomendações que intencionam provocar reflexão das práticas que devem ser adotadas, levando em consideração a estrutura e realidade da organização.

O código elenca alguns princípios que norteiam as boas práticas de governança. São eles: transparência, que se refere à divulgação de informações adicionais às exigidas por lei, abarcando todos os fatores que norteiam a ação gerencial; equidade, caracterizado por dar um tratamento justo e isonômico aos sócios e demais *stakeholders*; prestação de contas, que diz que os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação com clareza, concisão, compreensibilidade e tempestividade; e responsabilidade corporativa, onde é de responsabilidade dos agentes de governança zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações. As boas práticas de governança conjuntamente a esses princípios preservam e otimizam o valor econômico de longo prazo da organização (IBGC, 2015).



Outra instituição importante é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei 6.385/76, que a princípio deveria atuar como um órgão regulador, porém não tinha independência suficiente para atuar como tal. Apenas em 2001, com a Lei 10.303 e o Decreto 3.995, a autarquia passou a ter autonomia suficiente para cumprir com suas funções regulatórias e ter condições favoráveis para designar regras eficientes que pudessem estimular o desenvolvimento do mercado financeiro do país (Meireles, 2009).

Até 2001 ocorreu também alterações em uma das principais leis que rege o mercado acionário brasileiro, a Lei das Sociedades por Ações, influenciadas por todas as mudanças que o cenário econômico brasileiro vinha sofrendo. As principais mudanças na lei foram trazer maneiras de minimizar as discrepâncias entre os direitos dos acionistas ordinários e preferenciais, além de obrigar as companhias a adotarem mecanismos que as tornassem mais transparentes e que determinassem obrigações aos administradores (Meireles, 2009).

Pode-se notar que houve um esforço por parte das instituições e governo brasileiro em trazer melhorias no âmbito de gestão empresarial, colaborando com as práticas de governança das empresas locais, visando atrair mais capital externo. Além das medidas já citadas – criação do IBGC, manutenção da Lei das Sociedades por Ações e independência da CVM –, se pode citar também a emissão da Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa pela CVM, criação do Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança pela B3 e lançamento pelo IBGC do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa como as principais medidas de promoção da Governança Corporativa no Brasil.

Filho (2006) aponta que, mesmo com essas medidas de estímulo ao desenvolvimento de boas práticas de governança, o modelo geral de governança corporativa das companhias brasileiras se mostra distante do ideal, pois apresenta como principais características a existência de estrutura de propriedade com forte concentração de ações ordinárias e alta emissão de ações nominiais, acionistas não controladores passivos e com interesses ainda não reconhecidos em sua totalidade, alta sobreposição entre propriedade e gestão, Conselho e Diretoria com papéis mal divididos, carência de conselheiros profissionais no Conselho de Administração e baixo nível de transparência das empresas.

Dessa forma, a adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras é de grande relevância para um bom desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Um mercado de capitais sólido e desenvolvido é crucial para o crescimento e competitividade internacional das próprias empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico brasileiro. Dessa forma, o aperfeiçoamento das práticas de governança deve ser tema obrigatório entre as políticas governamentais (Senhoras; Takeuchi & Takeuchi, 2006).

2.3 B3 e Níveis de Governança Corporativa

A B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) é a bolsa de valores oficial do Brasil e é uma instituição autorreguladora que atua no mercado de capitais, imobiliário, de títulos financeiros e derivativos sob a supervisão da CVM. Pode-se dizer que ela é uma das principais instituições no Brasil que incentivam a adoção de boas práticas de governança.

Para Senhoras, Takeuchi & Takeuchi (2006), o mercado acionário brasileiro é bastante tímido em relação ao nível de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos e as principais razões para a existência desse cenário são a falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados a supervisão de companhias, o que facilita a multiplicação



de riscos. Tudo isso acaba por resultar em investidores exigindo altas taxas de descontos para a aquisição de ações de empresas pouco transparentes e com risco potencial, o que ocasiona em uma distorção entre o valor das companhias e o preço das ações, desencorajando as empresas a utilizarem o mercado de capitais e conseqüentemente a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Tentando modificar esse cenário, em 2000 a B3, na época apenas BOVESPA, criou segmentos diferenciados de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, que trazem regras que vão além das exigidas pela Lei das Sociedades por Ações. O objetivo era atrair investidores e mitigar o risco de assimetria informacional por meio da divulgação de informações mais completa e transparente e assegurando os direitos dos acionistas (B3, 2019).

O Novo Mercado é recomendado para companhias que pretendem realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor e desde a sua criação atua como um padrão de governança corporativa altamente diferenciado, se tornando o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. As empresas que decidam adotar esse segmento devem seguir um conjunto de regras que ampliam os direitos dos acionistas, exige a divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle, além de poder emitir apenas ações ordinárias (B3, 2019). Para Lopes (2010) a premissa básica do Novo Mercado é que a qualidade das informações prestadas pelas companhias influencia positivamente na liquidez e valorização das ações.

No Nível 1 as empresas devem divulgar informações adicionais às exigidas pela legislação brasileira, por exemplo a elaboração de um calendário anual de eventos corporativos, o que propicia a transparência e o acesso às informações pelos investidores, possibilitando-os avaliarem o valor da empresa. Já o Nível 2, se assemelha bastante ao Novo Mercado, porém com algumas exceções. No caso de venda de controle da empresa, os acionistas ordinários e preferenciais têm o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo o recebimento de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador. Além disso, ao contrário do Novo Mercado, as empresas podem manter ações preferenciais, que em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações, dão direito a voto aos detentores (B3, 2019).

A B3 considera que as práticas de governança corporativa têm bastante importância por conta da garantia de proteção a todos os investidores. O risco de investimento é menor quando os investidores têm condições de fazerem uma análise mais correta, o que gera uma valorização no valor das ações e incentiva novas empresas a participarem do mercado de capitais e as que já tem atuação a emitirem mais ações. Ou seja, um melhor tratamento aos investidores e uma maior transparências são fatores que levam a um fortalecimento geral do mercado acionário (Senhoras; Takeuchi & Takeuchi, 2006).

Silva, Nunes e Almeida (2015) comentam que, por mais que a criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa pela B3 tenha representado um avanço para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, algumas pesquisas têm apontado que a adesão das empresas a esses níveis, principalmente ao Novo Mercado, não garantem por si só que elas apresentarão uma maior rentabilidade ou maior qualidade das informações contábeis.

2.4 Indicadores e Rentabilidade Empresarial

As técnicas mais comuns para se fazer a análise de demonstrativos contábeis são a análise horizontal, a análise vertical e a análise por índices, sendo essa última a que será utilizada na presente pesquisa.



Os índices podem evidenciar dois tipos de situações: 1) situação financeira, que inclui os índices de estrutura de capital e de liquidez, e permite conhecer as fontes que financiam os recursos, suas aplicações e a capacidade da empresa de quitar suas dívidas no curto ou longo prazo; 2) situação econômica, com uso dos índices de rentabilidade, que permitem avaliar o êxito econômico que a entidade obteve (Santos & Casagrande, 2009). Para esta pesquisa o foco será a situação econômica.

Os índices de rentabilidade indicam o quanto de retorno a empresa gerou aos seus investidores em termos financeiros/operacionais, além de apontar se as estratégias adotadas pela entidade têm agregado valor, corroborando com a viabilidade econômica e, conseqüentemente, com a continuidade dos negócios (Oliveira, Moraes, Neto & Lima, 2017).

Para esse artigo foram estudados e analisados o índice de Retorno sobre o Ativo (ROA), o índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Valor de Mercado das empresas, justificados pela relevância desses índices e por serem mais comuns em pesquisas dessa área.

O Retorno sobre o Ativo (ROA) indica o quanto a empresa teve de lucro líquido com relação aos seus ativos. Ele mostra o desempenho da empresa sob uma ótica mais global, pois leva em conta todos os fatores e por isso que ele é um dos indicadores mais importantes da Análise de Balanços por Índices e para os analistas de mercado e acionistas. Por ser um índice que demonstra a capacidade da empresa de gerar lucro, quanto maior ele for, melhor pra empresa e mais atrativo para os investidores. Ele é calculado da seguinte forma:

$$ROA = (\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}) \times 100$$

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) demonstra o quanto de retorno a empresa teve sobre o capital próprio, ou seja, o quanto o capital aplicado pelos acionistas rende. Provavelmente, é o índice que mais desperte interesse nos acionistas, já que mostra o retorno do investimento que foi feito. Esse índice também aponta a capacidade que a entidade tem de agregar valor a si mesma com a utilização do seu próprio capital. Segue a mesma lógica do ROA, quanto maior, melhor. Ele é calculado conforme fórmula abaixo:

$$ROE = (\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}) \times 100$$

2.5 Coeficiente de Correlação Bisserial

O coeficiente de Correlação Bisserial, segundo Guilford (1950) e citado por Lira (2004), é comumente utilizado em situações onde uma das variáveis é reduzida a duas categorias, geralmente por ser a única forma de se obter dados, e a outra é uma variável contínua, embora, em tese, as duas variáveis correlacionadas possam ser medidas como contínuas.

Para este estudo, o coeficiente foi usado para indicar o grau de relação entre o desempenho dos índices de rentabilidade das empresas – ROE, ROA e Valor de Mercado – da amostra em relação a adesão delas ao mais alto segmento de Governança Corporativa da B3, o Novo Mercado. Dessa forma a variável dicotômica é a adesão ao Novo Mercado, sendo utilizado 0 utilizado para o período em que as empresas não participavam do segmento e 1 utilizado para o período em que eles eram participantes e variável contínua são os índices de rentabilidade.

O coeficiente de Correlação Bisserial interpreta-se parecidamente com a interpretação do Coeficiente de Correlação de Pearson. O Coeficiente de Correlação de Pearson é uma medida de associação linear entre duas variáveis, e, estatisticamente, essa associação ocorre quando há semelhanças na distribuição de seus *scores*, podendo variar de -1 a 1. Quando o coeficiente for negativo, está indicando que as variáveis se relacionam negativamente, ou seja, quando uma aumenta espera-se que a outra diminua. Porém, quando ele for positivo indicará a



existência de um relacionamento positivo entre as variáveis, ou seja, quando uma aumentar o esperado é que a outra acompanhe o aumento. Já o valor do coeficiente sugere a força da relação entre as variáveis, quanto mais perto de 1 maior é a força da relação, quanto mais próximo de zero, menor é o grau de dependência estatística linear entre as variáveis (Filho & Júnior, 2009).

3. METODOLOGIA

A pesquisa conta com uma abordagem quantitativa e é classificada como descritiva quanto aos seus objetivos, pois pretende comparar a evolução do Valor de Mercado e dos Índices de Rentabilidade das empresas que aderiram ao Novo Mercado em 2013, em períodos anteriores e posteriores ao referido ano.

Para Praça (2015), a abordagem quantitativa usa dados numéricos e técnicas estatísticas para realizar a classificação e a análise dos dados obtidos. E Gil (2008) explica que a pesquisa descritiva se caracteriza por ter como principal objeto a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou pelo estabelecimento de relação entre variáveis.

Empregou-se ainda neste trabalho, a pesquisa bibliográfica e documental, por meio do uso de artigos científicos, dissertações, livros, sites da internet e relatórios financeiros de empresas. A pesquisa bibliográfica usa substancialmente de materiais dos diversos autores sobre determinado assunto existente e tem como principal vantagem permitir ao pesquisador uma cobertura mais ampla de fenômenos do que a que ele diretamente pesquisaria (Gil, 2008). O autor prossegue explicando que a pesquisa documental se desenvolve de maneira parecida à bibliográfica, diferenciando apenas a natureza das fontes dos materiais usados.

O universo da presente pesquisa são as empresas listadas na B3 que também estão listadas no Novo Mercado. Utilizou-se como amostra as empresas que aderiram a esse segmento de mercado especificamente no ano de 2013, por ter sido um ano com uma quantidade considerável de empresas aderindo ao segmento. A tabela abaixo demonstra as empresas que compõem a amostra utilizada neste estudo:

Tabela 1: Empresas da Amostra

Empresas que aderiram ao Novo Mercado em 2013
ANIMA HOLDING S.A.
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.
BIOSEV S.A.
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.
LINX S.A.
SER EDUCACIONALCIONAL S.A.
SMILES FIDELIDADE S.A.
TUPY S.A.

Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Em relação aos procedimentos de coleta de dados, usou-se dados secundários obtidos por meio do *software* Economática® e pelos demonstrativos financeiros, Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, disponibilizados no site da B3. Em seguida, realizou-se a tabulação dos dados no *software* Microsoft® Excel 2016 para calcular os índices de Retorno sobre o Ativo e Retorno sobre o Patrimônio Líquido, listar o Valor de Mercado das empresas e demonstrar a evolução desses três índices durante o período de 2010 a 2016 por meio de gráficos e, posteriormente, fez-se a análise dos dados por meio de estatística descritiva.



Ainda no Microsoft® Excel 2016, calculou-se o Coeficiente de Correlação Bisserial entre os índices e a participação ou não da empresa no Novo Mercado.

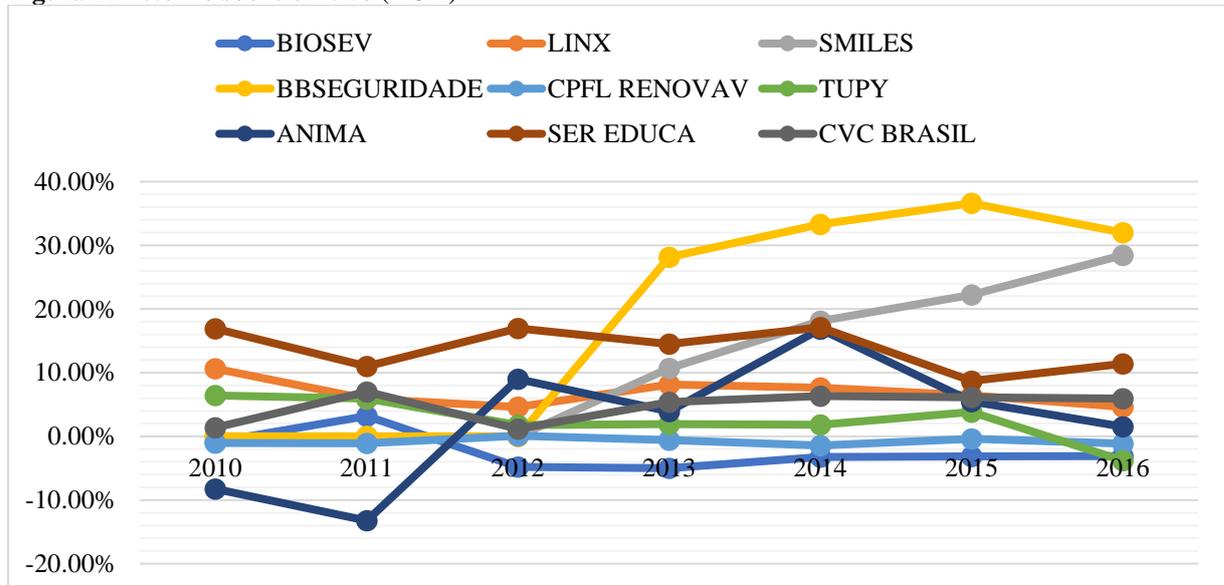
É importante explicitar que a ausência de dados em alguns anos para cálculo dos índices e de informações a respeito do Valor de Mercado das empresas no período anterior ao de adesão ao Novo Mercado foram fatores de limitação da pesquisa.

4. RESULTADOS

4.1 Retorno sobre o Ativo (ROA)

A Figura 1 contém a evolução do ROA de cada empresa da amostra no período de 2010 a 2016. É válido salientar que para as empresas SMILES e BB SEGURIDADE só foram encontrados dados referentes ao período de 2013 a 2016, portanto, apenas os dados desse período serão analisados.

Figura 1: Retorno sobre o Ativo (ROA)



Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Conforme gráfico 1, analisando os anos anteriores ao ano de 2013, que foi o ano em que as empresas aderiram ao Novo Mercado, é possível afirmar que a SER EDUCACIONAL foi a empresa que apresentou o melhor Retorno sobre o Ativo, apresentando uma média de 14,95% no período de 2010 a 2012, seguida das empresas LINX, TUPY e CVC, que apresentaram, respectivamente, um retorno médio de 7,05%, 4,70% e 3,18%. Embora com um retorno positivo, a CPFL teve no período um retorno médio inexpressivo de apenas 0,04%. As empresas BIOSEV e a ANIMA, foram as que tiveram o pior desempenho durante esse período, apresentando, respectivamente, um ROA médio de -0,82% e -4,18%, o que aponta uma incapacidade de gerar lucro com os ativos. É durante esse período, especificamente em 2011, que se encontra o ROA mais baixo de toda a amostra: -13,24%, da empresa ANIMA. Em relação ao ano de adesão das empresas ao Novo Mercado (2013), a maior parte das empresas novamente apresentaram um ROA positivo, sendo as empresas BIOSEV e CPFL as únicas a apresentarem um retorno negativo: -5% e -0,58%, respectivamente. As empresas BB SEGURIDADE e SER EDUCACIONAL foram as que tiveram melhor desempenho, apresentando, nessa ordem, 28,16% e 14,48% de Retorno sobre o Ativo.



Comparando o ano de adesão com o ano imediatamente anterior (SMILES e BB SEGURIDADE não entraram nessa comparação por conta da ausência de dados), no caso 2012, foi possível constatar que apenas 03 das 07 empresas, aproximadamente 43% da amostra, tiveram um crescimento no ROA, são elas: LINX, TUPY e CVC. As demais tiveram queda no desempenho.

Quando se comparou o índice obtido em 2013 com a média do ROA de 2010 a 2012, obteve-se o mesmo resultado, ou seja, as mesmas três empresas apresentaram um desempenho superior à média do período anterior à adesão ao Novo Mercado, enquanto as demais tiveram uma piora no desempenho.

No tocante ao período pós-adesão ao Novo Mercado, leia-se 2014 a 2016, que é o mais importante para esta pesquisa, a empresa que teve o melhor desempenho foi a BB SEGURIDADE que apresentou um ROA médio de 33,97%, tendo em 2015 obtido o melhor ROA de toda a amostra: 36,60%. Já a empresa BIOSEV foi a que demonstrou o pior desempenho, tendo um ROA médio de -3,16% no período. As demais empresas, exceto a CPFL, apresentaram um desempenho positivo.

Comparando o ROA do ano de 2014 com o do ano de 2013, constatou-se que seis das nove empresas da amostra apresentaram uma melhora no desempenho, tendo destaque a empresa ANIMA que teve um crescimento de 329,47% de um ano para o outro, saindo de 3,92% em 2013 para um ROA de 16,85% em 2014. Já a empresa CPFL foi a de pior desempenho, em termos percentuais, com uma queda de 148,24%, saindo de -0,58% para -1,44%.

Outro ponto que chamou atenção foi o fato de que das seis empresas que melhoraram o desempenho, apenas duas, BIOSEV e SMILES, mantiveram essa melhora nos anos seguintes. Das outras quatro, duas, BB SEGURIDADE e SER EDUCACIONAL, apresentaram oscilações no desempenho: a primeira crescendo em 2015 e diminuindo em 2016, enquanto a segunda diminuindo em 2015 e voltando a crescer em 2016; já as duas restantes, ANIMA e CVC, demonstraram um desempenho decrescente nos anos seguintes, tendo a primeira exibido um ROA de 1,50% em 2016, o que é uma queda de desempenho impressionante comparado ao ROA de 16,85% em 2014.

Fazendo a comparação entre a média do ROA dos anos de 2014 a 2016 com o ROA de 2013, percebeu-se que a melhora dos índices não foi unanimidade na amostra, pois quatro das nove empresas tiveram uma piora no desempenho em relação ao ano de adesão ao Novo Mercado. São elas: LINX, CPFL, TUPY e SER EDUCACIONAL. As demais tiveram um desempenho melhor após a adesão.

Por fim, confrontou-se a média do ROA do período antes da adesão ao Novo Mercado com a média do ROA do período posterior à adesão. A tabela abaixo apresenta a variação do índice das empresas no período anterior e posterior a adesão:

Tabela 2: Variação do ROA após a adesão ao Novo Mercado em relação ao período antes da adesão

Empresa	Varição ROA*
BIOSEV	-285,37%
LINX	-11,59%
SMILES**	166,16%
BB SEGURIDADE**	13,66%
CPFL	-2457,16%
TUPY	-87,10%



ANIMA	289,99%
SER EDUCACIONAL	-16,97%
CVC	93,05%

*Variação do ROA médio de 2014-2016 em relação ao ROA médio de 2010-2012.

**Para a empresa a comparação foi entre o ano da adesão e o período após a adesão.

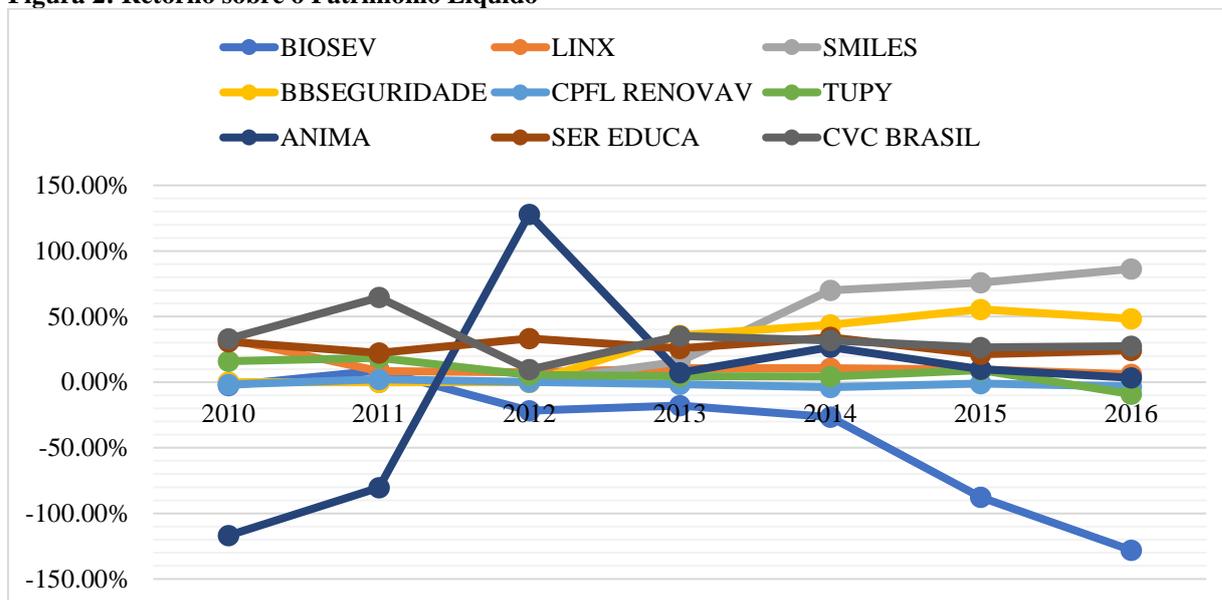
Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Analisando a Tabela 2, conclui-se que a entrada no Novo Mercado resultou em um impacto mais negativo do que positivo na amostra, pois, excluindo-se a SMILES e BB SEGURIDADE por não ter dados referentes ao período anterior à adesão, apenas as empresas ANIMA e CVC tiveram melhora nos seus ROA. As demais empresas tinham índice de Retorno sobre o Ativo melhor antes de entrar no Novo Mercado.

4.2 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

A Figura 2 abaixo demonstra a evolução do Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas da amostra. O ROE é um dos indicadores mais importantes para os investidores e acionistas. Assim como no ROA, a análise das empresas SMILES e BB SEGURIDADE só ocorrerá para os anos de 2013 a 2016 por conta da ausência de dados dos anos anteriores.

Figura 2: Retorno sobre o Patrimônio Líquido



Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Para as empresas SMILES, BB SEGURIDADE, CPFL, TUPY e ANIMA o ROE acompanhou, de forma geral, o comportamento do ROA no período anterior a adesão, de adesão e posterior a adesão. Para as empresas BIOSEV, LINX, SER EDUCACIONAL e CVC, em algum desses três períodos o ROE e o ROA variaram em sentidos diferentes.

Por meio da análise dos dados do Gráfico 2, em relação ao período de 2010 a 2012, que, como já mencionado anteriormente, é o período anterior à adesão ao Novo Mercado pelas empresas da amostra, constatou-se que, assim como no ROA, as empresas SER EDUCACIONAL, LINX, TUPY E CVC foram as que obtiveram os melhores índices, enquanto a BIOSEV e a ANIMA foram as que tiveram os piores desempenhos. Nesse período, a empresa CVC foi a que teve a melhor performance, apresentando um ROE médio de 35,70%, seguida das empresas SER



EDUCACIONAL, LINX e TUPY que tiveram, nessa ordem, um ROE médio de 28,83%, 16,26% e 13,35%. A empresa CPFL, da mesma forma que no ROA, teve um desempenho inexpressivo apresentando um ROE médio de 0,21%. Já as empresas BIOSEV e ANIMA tiveram os piores desempenhos ao apresentar, respectivamente, um ROE médio de -5,10% e -23,07%. Durante esse período, a empresa ANIMA em 2010 apresentou o melhor ROE da amostra: 128,03%, o que não impediu que ela registrasse no período, conforme explicado antes, uma performance ruim.

Em relação ao ano de adesão ao Novo Mercado, leia-se 2013, apenas as empresas BIOSEV e CPFL apresentaram índices negativos, -17,93% e -1,54%, respectivamente. Ou seja, nessas duas empresas está ocorrendo uma incapacidade de agregar valor em si mesma utilizando-se do seu próprio capital e, conseqüentemente, pelo menos em tese, os acionistas não estão tendo um retorno em relação aos investimentos realizados. As demais, como se vê no Gráfico 2, tiveram um Retorno sobre o Patrimônio Líquido positivo, tendo destaque as empresas BB SEGURIDADE e CVC que apresentaram, respectivamente, um ROE de 35,64% e 35,31%, o que demonstra que a maior parte das empresas da amostra, pelo menos nesse período, conseguiram agregar valor em si mesmas.

Ao comparar o ano de 2013 com o ano de 2012 (SMILES e BB SEGURIDADE não entraram nessa comparação por conta da ausência de dados), percebeu-se que apenas as empresas BIOSEV, LINX e CVC apresentaram uma performance superior em 2013, o que não garante ser uma boa performance, como é o caso da BIOSEV que tinha um ROE de -21,73% em 2012 e passou para -17,93% em 2013. Essas três empresas apresentaram, respectivamente, uma melhora de 17,49%, 43,59% e 269,74% no ROE de um ano para o outro. As demais empresas apresentaram um desempenho pior, tendo destaque a CPFL que em 2012 apresentou ROE de 0,21% e de -1,54% em 2013, o que em termos percentuais representa uma redução de 716%.

Quando se fez a comparação do índice de 2013 com a média do período de 2010 a 2012, o resultado foi bem diferente do ocorrido com o ROA, pois apenas uma empresa da amostra, a ANIMA, teve índice melhor em 2013. As demais empresas tiveram um desempenho inferior ao registrado no período anterior à adesão ao Novo Mercado, sendo a CPFL a com o pior desempenho, saindo de um ROE médio de 0,21% para um ROE de -1,54%, o que mostra uma redução, em termos percentuais, de 833,33%.

No que concerne ao período de 2014 a 2016, que, também já dito anteriormente, é o período após a adesão das empresas ao Novo Mercado, o melhor desempenho foi da empresa SMILES que apresentou no período um ROE médio de 77,35%, seguido das empresas BB SEGURIDADE, CVC e SER EDUCACIONAL, que apresentaram, nessa ordem, ROE médios de 49,18%, 28,59% e 26,55%. A LINX e a TUPY também apresentaram retornos positivos, porém bem abaixo dos índices dessas empresas. A BIOSEV e a CPFL foram as que apresentaram as piores performances do período: -80,80% e -2,74%, respectivamente.

Contrastando o ROE do ano de 2014 com o do ano de 2013, é possível afirmar que a maior parte da amostra demonstrou ter uma performance melhor em 2014, com exceção das empresas BIOSEV, CPFL, TUPY e CVC que apresentaram índices inferiores aos alcançados no ano de 2013. A SMILES foi a que apresentou o maior crescimento nesse período, melhorando em 347,12% seu ROE. Já a CPFL apresentou o pior desempenho, tendo um decréscimo de 150% nesse indicador.



Observou-se também que das cinco empresas que tiveram melhora na performance de 2013 para 2014, apenas uma, a SMILES, manteve a melhora do índice nos anos posteriores. Das demais, duas, BB SEGURIDADE e SER EDUCACIONAL, apresentaram oscilações no desempenho: a primeira crescendo em 2015 e diminuindo em 2016, enquanto a segunda diminuindo em 2015 e voltando a crescer em 2016. Já as duas restantes, LINX e ANIMA, demonstraram um desempenho decrescente nos anos que se sucederam.

Confrontando a média do ROE no período de 2014 a 2016 com o ROE de 2013, reparou-se que as empresas SMILES, BB SEGURIDADE, ANIMA e SER EDUCACIONAL tiveram uma performance superior em relação a 2013 – melhora de 394,54%, 38%, 86,82% e 3,03%, respectivamente –, ou seja, após essas empresas aderirem ao Novo Mercado, o ROE delas, de forma geral, melhorou em relação ao ROE do ano de adesão. Para as empresas BIOSEV, LINX, CPFL, TUPY e CVC a realidade foi diferente, pois essas empresas viram uma piora de desempenho nesse indicador, elas tiveram, nessa ordem, uma redução de 350,64%, 17,95%, 77,92%, 67,03% e -19,04%.

Por fim, comparou-se a ROE médio obtido nos anos de 2014 a 2016 com o ROE médio dos anos de 2010 a 2013, isto é, confrontou-se o ROE médio do período pós adesão com o do período anterior. A tabela abaixo apresenta a variação resultante dessa comparação:

Tabela 3: Variação do ROE após a adesão ao Novo Mercado

Empresa	Varição ROE*
BIOSEV	-1483,28%
LINX	-46,30%
SMILES**	394,54%
BB SEGURIDADE**	38%
CPFL	-1404,76%
TUPY	-88,79%
ANIMA	157,73%
SER EDUCACIONAL	-7,91%
CVC	-19,93%

*Variação do ROE médio de 2014-2016 em relação ao ROE médio de 2010-2012.

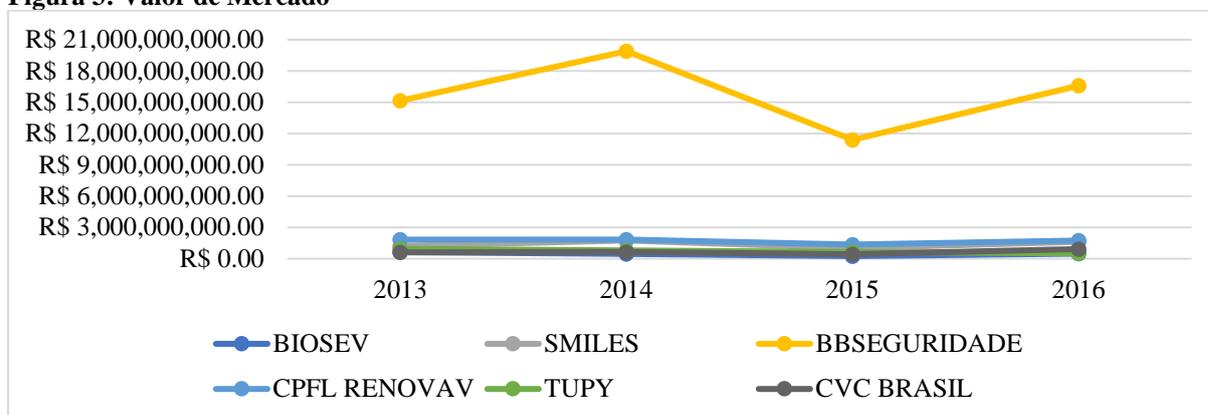
**Para a empresa a comparação foi entre o ano da adesão e o período após a adesão.

Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Analisando a Tabela 3, conclui-se que a entrada no Novo Mercado resultou em um impacto mais negativo do que positivo na amostra, pois, excluindo-se a SMILES e BB SEGURIDADE por não ter dados referentes ao período anterior à adesão, apenas a empresa ANIMA teve melhora no seu ROE. As demais empresas tinham Retorno sobre o Patrimônio Líquido melhor antes de entrar no Novo Mercado.

4.3 Valor de Mercado

O Gráfico 3 abaixo apresenta a evolução do Valor de Mercado das entidades que compõem a amostra. O Valor de Mercado é importante para avaliar o preço da empresa perante o mercado. Salienta-se que, diferente das análises para o ROA e ROE, a análise do Valor de Mercado só levará em conta o momento da adesão das empresas e o momento posterior por conta da ausência de dados referentes ao período anterior. É ressaltado ainda que as empresas LINX, ANIMA e SER EDUCACIONAL não serão analisadas por ausência de dados.

**Figura 3: Valor de Mercado**

Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Para as empresas SMILES, BB SEGURIDADE, CPFL e TUPY o Valor de Mercado médio das empresas no período de 2014 a 2016, acompanhou no mesmo período, de forma geral, o comportamento dos indicadores de rentabilidade. Ou seja, se no período os indicadores de rentabilidade aumentaram ou diminuíram, o mesmo ocorreu com o valor de mercado da empresa. Para a BIOSEV e CVC essa situação não ocorreu.

Analisando o Gráfico 2, em relação a 2013, que, conforme mencionado anteriormente, foi o ano de adesão das empresas ao Novo Mercado, a empresa com o maior Valor de Mercado é a BB SEGURIDADE com R\$ 15.161.360.190,00, enquanto a com o menor é a CVC que tinha um Valor de Mercado de R\$ 614.144.527,99.

Comparando-se o ano de adesão com o ano imediatamente posterior, ou seja, 2013 com 2014, observou-se que metade das empresas presentes na amostra dessa análise apresentaram um aumento em seu Valor de Mercado, enquanto a outra metade apresentou uma redução. As empresas SMILES, BB SEGURIDADE e CVC apresentaram, nessa ordem, um acréscimo de 42,08%, 31,22% e 2,63% no Valor de Mercado. Enquanto as empresas BIOSEV, CPFL e TUPY viram seus Valor de Mercado reduzirem em -27,96%, -0,48% e -15,03%, respectivamente.

Também foi possível observar que das três empresas que tiveram aumento no Valor de Mercado de 2013 para 2014, nenhuma delas manteve esse aumento nos anos seguintes, pois apresentaram uma redução no ano de 2015 e voltaram a crescer no ano de 2016.

Em relação ao período de 2014 a 2016, novamente a empresa BB SEGURIDADE foi a que teve os maiores Valores de Mercado: R\$19.895.357.521,00 em 2014, R\$ 11.398.820.175,00 em 2015, e R\$ 16.577.856.261,00 em 2016, tendo assim, no período, um Valor de Mercado médio de R\$ 15.957.344.652,33. Já a empresa com os menores Valores de Mercado foi a BIOSEV: R\$ 452.243.174,76 em 2014, R\$ 252.116.406,81 em 2015 e R\$ 479.414.100,67 em 2016, tendo assim, no período, um Valor de Mercado médio de R\$ 394.591.227,41.

Por fim, comparou-se a ROE médio obtido nos anos de 2014 a 2016 com o ROE médio dos anos de 2010 a 2013, isto é, confrontou-se o ROE médio do período pós adesão com o do período anterior. A tabela abaixo apresenta a variação resultante dessa comparação:

Tabela 4: Variação do Valor de Mercado após a adesão ao Novo Mercado

Empresa	Variação Valor de Mercado*
BIOSEV	-37,14%
SMILES**	18,62%
BB SEGURIDADE**	5,25%
CPFL	-10,67%



TUPY	-31,11%
CVC	7,36%

*Variação do Valor de Mercado médio de 2014-2016 em relação ao Valor de Mercado de 2013.

**Para a empresa a comparação foi entre o ano da adesão e o período após a adesão.

Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

Analisando a Tabela 4, é possível afirmar que a entrada no Novo Mercado teve um impacto positivo no Valor de Mercado de metade da amostra usada nessa análise e impacto negativo para a outra metade da amostra. Logo, assim como nos outros indicadores estudados, o impacto da adesão ao Novo Mercado não foi unânime em todas as empresas. Dessa forma, não se pode generalizar para essa amostra o impacto que o Novo Mercado causou.

4.4 Coeficiente de Correlação Bisserial

A tabela abaixo apresenta os coeficientes de correlação de Person das variações da rentabilidade e Valor de Mercado em relação a adesão ao Novo Mercado pelas empresas:

Tabela 5: Coeficiente de Correlação Bisserial

Indicadores	Correlação Bisserial
ROE	0,2713
ROA	0,0507
VALOR DE MERCADO	0,2931

Fonte: Elaborado pelo o Autor (2019).

Para os três indicadores utilizados neste estudo, o Coeficiente de Correlação Bisserial indicou uma relação fraca por terem apresentados índices abaixo de 0,30. Sendo assim, pode-se dizer que a relação entre o desempenho nos indicadores e a presença da empresa no Novo Mercado é fraca. O coeficiente indicou ainda que, como para os três o sinal foi positivo, o relacionamento entre o desempenho e a presença no Novo Mercado é positivo, ou seja, espera-se que quando a empresa adote esse segmento como modelo de governança a performance dos seus indicadores melhore, mesmo que de forma fraca.

5. CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi analisar o comportamento dos índices de rentabilidade e do valor de mercado, durante o período de 2010 a 2016, das empresas que aderiram ao Novo Mercado no ano de 2013 e por meio do Coeficiente de Correlação Bisserial verificar se tal comportamento é influenciado ou não pela adesão das empresas ao Novo Mercado.

Para isto, por meio do *software* Economática e pelos relatórios financeiros das empresas disponibilizados na B3, coletou-se dados do período de 2010 a 2016 referentes ao Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio (ROE) e Valor de Mercado de nove empresas que aderiram ao Novo Mercado em 2013, para acompanhar o comportamento desses índices no período anterior à adesão (2010 a 2012), no ano da adesão (2013) e no período posterior a adesão (2014 a 2016) e apurar se existe uma relação entre o desempenho da rentabilidade e a adoção ao Novo Mercado.

Após a análise dos dados, constatou-se que para os três indicadores estudados, o impacto da adesão ao Novo Mercado não foi o mesmo para todas as empresas, pois os índices do ROA, ROE e Valor de Mercado aumentaram para algumas, enquanto para outras houve uma diminuição. No Retorno sobre o Ativo (ROA) as empresas SMILES, BB SEGURIDADE e ANIMA tiveram valorização em seus índices, enquanto a BIOSEV, LINX, CPFL, TUPY e SER EDUCACIONAL apresentaram desvalorização. No Retorno sobre o Patrimônio Líquido



(ROE) o resultado foi o mesmo, as mesmas empresas que tiveram índices melhores pós-adesão no ROA também tiveram no ROE, enquanto as que tiveram ROA menor também apresentaram ROE menor. As empresas SMILES, BBSEGURIDE e CVC tiveram um aumento no Valor de Mercado após entrarem para Novo Mercado, enquanto as empresas BIOSEV, CPFL e TUPY apresentaram redução (as empresas LINX, SER EDUCACIONAL e ANIMA não puderam ser avaliadas por falta de dados).

Por meio do Coeficiente de Correlação Bisserial foi possível concluir também que há uma relação fraca entre o desempenho dos indicadores e do Valor de Mercado e o fato da empresa aderir ao Novo Mercado, o que explica o caso de para umas empresas os indicadores terem melhorado enquanto para outras o oposto ter ocorrido e também explica que as melhoras/pioras nos índices não ocorreram unicamente pela adesão ao Novo Mercado.

Por isso, sugere-se para pesquisas futuras o uso de procedimentos estatísticos mais elaborados pra explicar essa relação com uma amostra maior e outros indicadores financeiros.

6. REFERÊNCIAS

- Avelar, I. E.; Carmargo, C. & Pereira, N. A. (2016). Empresas que Ingressaram no Novo Mercado BM&FBOVESPA: uma Análise do Preço Médio das Ações. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade, Minas Gerais: UNIFUCAMP*, v. 4, n. 17, p. 122-132.
- Bandeira, L. S. (2017). Indicadores de Rentabilidade: Estudo de Caso com Empresas Listadas na Bm&Fbovespa. *Revista Científica Semana Acadêmica*, n. 99.
- Brasil, Bolsa, Balcão – B3. Segmentos de Listagem. Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/.
- Comissão De Valores Mobiliários (2002). Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.
- Filho, F. T. (2006). Rentabilidade e Valor das Companhias no Brasil: Uma Análise Comparativa das Empresas que Aderiram aos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA. Recuperado de: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-09012007-115112/pt-br.php>.
- Filho, D. B. F. & Júnior, J. A. Da S. (2009). Desvendando os Mistérios do Coeficiente de Correlação de Pearson (r). *Revista Política Hoje, PE: UFPE*, v. 18, n. 1, p. 115-146.
- Giacomin, J.; Mezzaroba, C. C. & Mohr, J. (2018). Governança Corporativa: Análise do desempenho econômico-financeiro das empresas listadas nos Níveis I e II de Governança Corporativa da B3 no período de 2015 e 2016. In: Congresso de Contabilidade da UFRGS. Porto Alegre. Recuperado de: <https://www.ufrgs.br/congressocont/index.php/IIIContUFRGS/IIIContUFRGS/paper/download/86/53>.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 6. ed. São Paulo: Atlas.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2015. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. São Paulo.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. O que é Governança Corporativa. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>.
- Kitagawa, C. H. & Ribeiro, M. S. (2006). Estudo comparativo das práticas de Governança Corporativa recomendados pela OECD para a América Latina às empresas listadas nos segmentos especiais da Bovespa – Níveis 1, 2 e Novo Mercado. In: 6º Congresso USP de



- Controladoria e Contabilidade, São Paulo. Recuperado de: https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos62006/an_resumo.asp?cod_trabalho=17.
- Kitagawa, C. H. & Ribeiro, M. S. Governança corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 51, p. 61-76.
- Knapp, L. T. & Velho, C. O. (2015). Análise de rentabilidade de empresas listadas no novo mercado de governança corporativa da BM&F BOVESPA. Recuperado de: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/140745>.
- Lira, S. A. (2004). Análise de Correlação: Abordagem Teórica e de Construção Dos Coeficientes com Aplicações. [Dissertação de Pós-Graduação não publicada]. Universidade Federal do Paraná. Recuperado de: <https://repositorio.unesp.br/handle/11449/93624>.
- Lopes, E. C. (2010). Governança corporativa em empresas de capital aberto: uma contribuição da Ciência da Informação para a análise da informação estratégica. [Dissertação de Mestrado não publicada]. Universidade Estadual de São Paulo. Recuperado de: <https://repositorio.unesp.br/handle/11449/93624>.
- Meiros, A. L. C. (2009). Governança Corporativa e Mercado Financeiro: O Caso Petrobrás S.A.. Recuperado de: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/5083/1/ALCMeiros.pdf>.
- Neto, N. K. V & Martins, V. F. (2019). Adequações na Governança Corporativa da Petróleo Brasileiro S.A. para evitar a Prática de Atos Lesivos Descritos Na Lei Nº 12.846. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade, Minas Gerais: UNIFUCAMP*, v. 7, n. 29, p. 154-171.
- Oliveira, M. C. S., Morais, H. A. R. de, Neto, M. O. de S. & Lima, J. H. de. (2017). Governança Corporativa: Uma Análise do Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras Listadas nos Níveis da Bm&Fbovespa. *Revista de Administração de Roraima*, v. 7, n. 2, p. 402-425.
- Praça, F. S. G. (2015). Metodologia da Pesquisa Científica: Organização Estrutural e os Desafios para Redigir o Trabalho de Conclusão. *Revista Eletrônica Diálogos Acadêmicos*, São Paulo: Uniesp, v. 8, n.1, p. 72-87.
- Santos, M. C dos & Casagrande, L. F. (2009). Análise das Demonstrações Contábeis de uma Cooperativa Agropecuária. Recuperado de: <https://periodicos.utfpr.edu.br/ecap/article/view/11091>.
- Silva, T. L. G. B da; Nunes, I. V & Almeida, N. S. de. (2015). Impacto dos Problemas de Governança Corporativa no Setor Petrolífero: Um Estudo de Multicasos. In: I Congresso UFU de Contabilidade, MG. Recuperado de: http://www.cont.facic.ufu.br/sites/cont.facic.ufu.br/files/3-3041_impacto_dos_problemas_de_governanca.pdf.
- Ventura, A. F. A., Santos, V. da S., Júnior, R. V. & Firmino R. G. (2012). A relação entre os níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. *Reuna*, v. 17, n. 3, p. 73-84.
- Villa, M. (2009). Níveis de Governança Corporativa: A Evolução no Valor de Mercado das Empresas. [Tese de Especialização não publicada] – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Recuperado de: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/26779/000748812.pdf?sequence=1>.
- Uzeda, H. & Monteiro, A. O. (2014). Gestão de Tributos e Governança Corporativa no setor de petróleo: o caso da Petrobras. *Revista Gestão & Planejamento*, v. 15, n. 3, p. 466-486.