

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA
LINHA DE PESQUISA: CONTABILIDADE PARA USUÁRIOS EXTERNOS**

DAVID THIAGO RIBEIRO SANTANA

**MUDANÇAS NO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS EMPRESAS
APÓS ADESÃO AO NOVO MERCADO, À LUZ DA TEORIA INSTITUCIONAL**

Maringá
2020

DAVID THIAGO RIBEIRO SANTANA

**MUDANÇAS NO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS EMPRESAS
APÓS ADESÃO AO NOVO MERCADO, À LUZ DA TEORIA INSTITUCIONAL**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção de título de Mestre do Programa
de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do
centro de Ciências Sociais aplicadas da
Universidade Estadual de Maringá.
Área de Concentração: Controladoria

Linha de Pesquisa: Contabilidade para Usuários
Externos

Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira
Moraes

Maringá
2020

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

S232m

Santana, David Thiago Ribeiro

Mudanças no desempenho econômico e financeiro das empresas após adesão ao novo mercado, à luz da teoria institucional / David Thiago Ribeiro Santana. -- Maringá, PR, 2020.

94 f.: il., figs., tabs.

Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2020.

1. Governança corporativa. 2. Empresa - Novo mercado. 3. Empresa - Desempenho econômico. 4. Empresa - Desempenho financeiro. 5. Teoria institucional. I. Moraes, Romildo de Oliveira, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

CDD 23.ed. 657.046

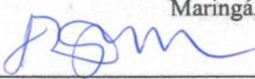
ATA DE DEFESA PÚBLICA

Aos vinte e seis dias do mês de agosto do ano de dois mil e vinte, às quatorze horas, realizou-se pela Universidade Estadual de Maringá, sob modalidade excepcional de realização exclusivamente por videoconferência conforme Portaria nº 36/2020-CAPES e Portaria nº 122/2020-GRE/UEM, a defesa pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: "Mudanças no Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas após Adesão ao Novo Mercado à Luz da Teoria Institucional", de autoria de David Thiago Ribeiro Santana, aluno do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria, linha de pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos.

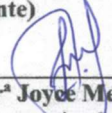
Nome do membro da banca	Função	IES
Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes	Presidente	PCO/UEM
Profª. Drª. Joyce Menezes da Fonseca Tonin	Membro examinador	PCO/UEM
Prof. Dr. Jorge de Souza Bispo	Membro examinador	Externo - UFBA

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, o candidato foi **APROVADO** pela Banca Examinadora, devendo, em um prazo máximo de **60 dias**, encaminhar à coordenação do programa, dois CDs contendo cada, um arquivo em formato digital da dissertação completa, para serem distribuídos da seguinte forma: um na Secretaria do PCO e outro na Biblioteca Central da UEM, bem como demais documentos exigidos para expedição do Diploma de Mestre. E, para constar, foi lavrada a presente Ata que vai assinada pela Coordenadora do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

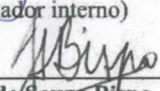
Maringá, 26 de agosto de 2020.



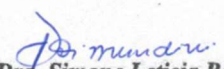
Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes
(Presidente)



Profª. Drª. Joyce Menezes da Fonseca Tonin
(Membro examinador interno)



Prof. Dr. Jorge de Souza Bispo
(Membro examinador externo -UFBA)


Profª. Dra. Simone Leticia Raimundini Sanches
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis

*Aos meus pais Nivaldo e Edite, meu filho Arthur
e minha filha Agatha, que logo chegará a este
mundo.*

AGRADECIMENTOS

Embora a decisão de estudar em um Programa de Mestrado tenha sido exclusivamente minha, isso não seria possível se não houvesse contribuições de inúmeras pessoas.

Agradeço aos meus pais Edite e Nivaldo (*in memoriam*), por todo o sacrifício que fizeram para que seus filhos pudessem acreditar e lutar pelos seus sonhos, e à minha irmã Leise Nayara, pelo compartilhamento de força e esperança. À minha esposa Magna, pela paciência em caminhar comigo nesta jornada, e ao meu filho Arthur, o motivo que me faz lutar por dias melhores.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes, por aceitar o convite de me orientar, mesmo sabendo da dificuldade que eu teria na busca do conhecimento acadêmico. Com sabedoria e competência, ele buscou estabelecer uma correlação com o meu conhecimento prático, para que assim eu pudesse entender e desenvolver este trabalho.

Agradeço aos professores Dra. Joyce Menezes da Fonseca Tonin, Dra. Flávia Zóboli Dalmácio e Dr. Jorge Bispo, que fizeram muitas contribuições a este trabalho, desde a qualificação até a defesa, onde, além de propiciar conteúdo para o trabalho, também contribuíram para o meu conhecimento acadêmico.

Meus agradecimentos também ao Prof. Dr. José Braz Hercos Júnior, que, mesmo após lecionar a disciplina de Métodos Quantitativos, esteve à disposição para contribuir com o levantamento dos dados e questões estatísticas.

Ao meu amigo Prof. Dr. Daniel Ramos Nogueira, que contribuiu com conselhos que me ajudaram, mesmo antes de iniciar o Programa de Mestrado.

Aos demais professores do programa pelos conhecimentos compartilhados e pelos preciosos ensinamentos nas demais disciplinas.

Aos colegas do programa, pela harmoniosa convivência e pela amizade que levaremos para toda a vida. Alan, Elvis, Felipe, Hélio, Léo, Rafael... Amigos “lendários” do PCO! Agradeço também à Luna Barbieri, pela companhia durante o desenvolvimento desta pesquisa, e à Isabelle Bevilaqua, pelo apoio que me deu durante as aulas de Estatística.

Não poderia deixar de me lembrar das pessoas do meu convívio profissional. Agradeço à Spraytec Fertilizantes, por permitir que me ausentasse para participar das aulas, e à equipe que muito ajudou com apoio moral e resolvendo pendências urgentes durante minha ausência.

“Há tempo de plantar e há tempo de colher o que se plantou”.

Rei Salomão

RESUMO

Santana, David Thiago Ribeiro. (2020). *Mudanças no Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas após Adesão ao Novo Mercado, à luz da Teoria institucional* (Dissertação de Mestrado). Centro de Ciências Sociais aplicadas, Universidade Estadual de Maringá – UEM, Maringá, PR, Brasil.

A Teoria Institucional prediz que os resultados das companhias são influenciados pelo mercado, ou seja, mesmo que regras sejam estabelecidas, as decisões da administração sempre serão pautadas dentro do contexto econômico em que se encontra. Porém, as empresas que estão listadas no Novo Mercado transmitem segurança aos investidores no que se refere aos retornos de seus investimentos. Sendo assim, este estudo buscou analisar, sob a luz da referida teoria, se o desempenho econômico e financeiro é influenciado a partir do ingresso das empresas no segmento do Novo Mercado. No levantamento feito, foram selecionadas 63 que tinham feito a adesão no período abrangido pela pesquisa. Por meio do banco de dados da Economática®, foram extraídos indicadores de antes e depois da adesão ao Novo Mercado e os testes realizados pelo *software* de estatística *R* foram feitos por Séries Temporais, com ajustamento do modelo para cada empresa, devido ao fato de cada uma ter aderido ao Novo Mercado em momentos diferentes. Os resultados evidenciaram que 23,05% das frequências analisadas foram estatisticamente significativas. Por meio da técnica de *cluster* foi realizada a análise comparativa com empresas de outros segmentos e os resultados também mostraram que não existem mudanças estatisticamente significativas. Concluiu-se então que a Teoria Institucional se confirma pelos resultados apresentados, já que o fato de aderir ao Novo Mercado não traz alterações no resultado econômico e financeiro da companhia.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Desempenho. Novo Mercado.

ABSTRACT

Santana, David Thiago Ribeiro. (2020). *Mudanças no Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas após Adesão ao Novo Mercado, à luz da Teoria institucional* (Dissertação de Mestrado). Centro de Ciências Sociais aplicadas, Universidade Estadual de Maringá – UEM, Maringá, PR, Brasil.

Institutional Theory predicts that companies' results are influenced by the market, that is, even if there are rules, management decisions will always be based on the economic context in which it finds itself. However, companies listed on the Novo Mercado offer security to investors regarding the return on their investments. Thus, this study sought to analyze, in the light of the theoretical theory, if the economic-financial performance is influenced by the entry of companies in the Novo Mercado segment. In the survey, 63 were selected who completed the adherence in the period covered by the survey. Through the Economática® database, the indicators were extracted before and after joining the Novo Mercado and the tests performed by the R statistics software were performed by Time Series, with adjustment of the model for each company, due to the fact that each company adhered to the Novo Mercado at different times. The results showed that 23.05% of the analyzed frequencies were statistically relevant. Through the cluster technique, a comparative analysis was carried out with companies from other segments and there are also results that do not have any statistically relevant changes. It was concluded that the Institutional Theory is confirmed by the results obtained, since the fact of entering the Novo Mercado does not alter the company's economic and financial results.

Keywords: Corporate Governance. Performance. New Market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Abordagem da teoria institucional.....	30
Figura 2 – Estudo Correlatos	42
Figura 3 – Desenho da pesquisa	45
Figura 4 – Amostra Final	57
Figura 5 – Gráfico de dispersão entre empresas que aderiram ao Novo Mercado, por indicador em escala linear.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variáveis Dependentes	48
Tabela 2 – Quantidade de empresas por segmento.....	49
Tabela 3 – Quantidade de empresas por setor – Novo Mercado	49
Tabela 4 – Quantidade de empresas por setor – Demais Setores	50
Tabela 5 – Medidas descritivas dos indicadores considerados.....	58
Tabela 6 – Correlação entre os indicadores considerados.....	59
Tabela 7 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, por indicador.....	60
Tabela 8 – Frequência relativa dos testes significativos para os pressupostos de homogeneidade, aleatoriedade e tendência, por indicador	61
Tabela 9 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Custo de capital de terceiros.....	62
Tabela 10 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador EBITDA.....	62
Tabela 11 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Endividamento Geral.	63
Tabela 12 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador EVA.	63
Tabela 13 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Giro do Ativo	64
Tabela 14 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Liquidez Corrente	64
Tabela 15 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Liquidez Geral.	64
Tabela 16 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Liquidez Seca.....	65
Tabela 17 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Lucro por Ação.	65
Tabela 18 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Margem Líquida.	66
Tabela 19 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Margem Operacional	66

Tabela 20 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador ROA.....	66
Tabela 21 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador ROE	67
Tabela 22 – Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Valor Patrimonial da Ação.	67
Tabela 23 – Frequência absoluta e relativa de resultados para a intervenção, para empresas e indicadores.....	68
Tabela 24 – Frequência absoluta e relativa do sinal dos resultados significantes para a intervenção, para todas as empresas e indicadores.....	68
Tabela 25 – Frequência relativa de significância para a intervenção, por indicador.....	69
Tabela 26 – Frequência relativa de significância para a intervenção, por sinal	69
Tabela 27 – Frequência do número de empresas com e sem Novo Mercado e grupos formados pela similaridade, avaliados pelo teste exato de Fisher.....	72

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

[B] ³	Brasil, Bolsa e Balcão
CVM	Comissão dos Valores Mobiliários
<i>EBIT</i>	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
<i>EBITDA</i>	<i>Earning before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
<i>EVA</i> [®]	<i>Economic Value Added</i>
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LPA	Lucro por Ação
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
MMG	Método dos Momentos Generalizado
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MQ2E	Mínimos Quadrados em Dois Estágios
MQ3E	Mínimos Quadrados em Três Estágios
N1	Nível 1 de Governança Corporativa
N2	Nível 2 de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
NIE	Nova Economia Institucional
NIS	Nova Sociologia Institucional
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
SOX	<i>Sarbanes-Oxley</i>
TCT	Teoria dos Custos de Transação
VAR	Vetorial Autorregressivos
VPA	Valor Patrimonial da Ação

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	15
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	19
1.3	OBJETIVO GERAL	19
1.4	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	19
1.5	JUSTIFICATIVA	20
1.6	DELIMITAÇÃO	21
1.7	ESTRUTURA	22
2	REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1	TEORIA INSTITUCIONAL	24
2.2.1	Nova Economia Institucional	27
2.2.2	Nova Sociologia Institucional	29
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	31
2.3	ESTUDOS ANTERIORES	37
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	44
3.1	CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA E TEORIA	44
3.1.1	Teoria de base	44
3.1.2	Desenho da pesquisa	45
3.2	COLETA DE DADOS	46
3.3	VARIÁVEIS	47
3.3.1	Variáveis Dependentes	47
3.3.2	Variáveis Independentes	48
3.3.3	Variáveis de Controle	50
3.4	MÉTODOS	50
3.4.1	Séries Temporais	50
3.4.2	Análise descritiva	51
3.4.2.1	<i>Correlação</i>	51

3.4.2.2	<i>Testes de séries temporais</i>	52
3.4.2.3	<i>Análise de intervenção por indicador e empresa</i>	53
3.4.2.4	<i>Análise de intervenção por indicador</i>	53
3.4.2.5	<i>Similaridade entre séries temporais</i>	54
3.4.2.6	<i>Agrupamento</i>	54
3.4.3	Definições das Hipóteses.....	54
4	ANÁLISES E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS	57
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	74
	REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Impulsionadas por fatores históricos como a Revolução Industrial e a ética calvinista (quando a riqueza deixou de ser condenada pela religião cristã), as companhias chegaram ao século XX com grande atividade operacional, obtida por meio dos avanços tecnológicos e recursos de capital intelectual (Rosseti & Andrade, 2004).

Porém, mesmo elevando o nível das operações, os fundadores das empresas, até mesmo aquelas que foram fundadas ou permaneciam sob a forma de sociedade anônima, ainda estavam presentes na direção. No entanto, ao longo do século XX, com os processos de sucessão e crescimento do mercado de capitais, o poder das companhias foi influenciado, causando segregação de funções entre acionistas e administradores (Rosseti & Andrade, 2004).

Contudo, a separação de papéis levou a conflitos de interesses entre acionistas e administradores, pois eles possuíam objetivos diferenciados na organização e entraram em desacordos que levavam a empresa a ter resultados prejudiciais. Diante disso, Berle e Means (1932, 1988) analisaram a composição acionária de empresas americanas e concluíram que os conflitos internos influenciam no desempenho operacional e na valorização das companhias no mercado de capitais.

Para Silva e Moraes (2006) “quanto maior a rentabilidade, menor o nível de substituição dos executivos, o que leva a considerar que uma estrutura de governança satisfatória conduz à melhoria da *performance* empresarial”. O desempenho e a estrutura de capital de uma organização se relacionam quando é aceito que uma empresa lucrativa e administrada adequadamente não terá problemas de solvência ou de capacidade de pagamento (Padoveze & Benedicto, 2005).

De maneira a buscar equilibrar os diferentes interesses, a Governança Corporativa (GC) veio como solução para tais conflitos. Monks e Minow (2011) explicam que essa governança é sobre como as empresas são estruturadas e direcionadas: cada estratégia, cada inovação em produto, operações e *marketing*, todas as aquisições e alienações, todas as decisões sobre alocação de ativos, finanças, *joint ventures*, relatórios financeiros, sistemas, remuneração e

relações com a comunidade. Ou seja, cada decisão é determinada por alguma parte do sistema de GC.

Martins e Paulo (2014) explicam que os conflitos de interesses organizacionais estão na preocupação de manter a empresa sustentável, de maneira a garantir a remuneração dos acionistas. Os autores pesquisaram as relações entre assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e a GC das empresas abertas no mercado acionário brasileiro. Com isso, concluíram que a assimetria informacional na negociação das ações está relacionada de forma positiva com o risco, com o retorno e a liquidez das ações, com o custo de capital próprio e com o tamanho das companhias.

Com relação ao desempenho econômico e financeiro, Almeida e Dalmácio (2015) investigaram como a concorrência do produto no mercado e o nível de governança corporativa afetam a precisão das previsões dos analistas e identificaram que uma forte GC melhora o processo de informação financeira e, conseqüentemente, a qualidade das previsões dos analistas.

Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011) identificaram uma relação positiva entre boa governança e bom desempenho econômico. Catapan, Colauto e Barros (2014), por sua vez, constataram a relação entre a GC e o desempenho econômico-financeiro em companhias na [B]³ (Brasil, Bolsa e Balcão) e verificaram que quanto maior o nível de evidenciação de informações financeiras, maior o valor de mercado.

Embora os estudos citados apontem a relação entre a GC e o desempenho econômico e financeiro, a Teoria Institucional prenuncia que o sucesso da organização depende de fatores que vão além da eficiência da gestão, por exemplo: aumento da legitimidade, estabilidade, suporte social, prestígio, comprometimento interno e externo, atração pessoal, acesso a recursos, ajustes dentro de categorias administrativas, aceitações em profissões e invulnerabilidade a questionamentos (Meyer e Rowan, 1977).

Douglass North, ganhador do prêmio Nobel de 1993 pelos seus trabalhos sobre a Teoria Institucional, explica que as organizações são influenciadas pelas instituições, formais ou informais, que alteram seu desempenho. North utilizou-se de jogos coletivos para explicar a teoria: para se jogar determinado jogo é necessário obedecer às regras pré-estabelecidas e as equipes devem fazer, com antecipação, treinamentos para um bom desempenho. No entanto, durante a partida, outros fatores podem determinar o resultado: uma equipe pode intimidar a

outra, os jogadores de uma das equipes podem jogar com mais seriedade que a outra ou, até mesmo, a força da torcida pode influenciar o resultado.

Para a Teoria Institucional, o mercado é considerado uma organização complexa e os resultados das adequações sociais, econômicas e institucionais alcançam os indivíduos, atuando simultaneamente na política, na sociedade e na economia (Guariente, 2008). Dessa forma, pode-se pensar na possibilidade de que mesmo a empresa não seguindo os mecanismos adotados da boa governança, ela tende a se desenvolver e continuar pagando os dividendos a seus acionistas, tendo como parâmetros as movimentações do mercado.

Independentemente da classificação da empresa em determinado *ranking* ou tabela, Scott (2001) informa que as organizações só prosperam se acatarem e evidenciarem práticas, estruturas e sistemas que sejam aceitos como legítimos perante o meio organizacional em que estão inseridas. Já Drucker (1999) afirma que o desempenho de uma organização precisa ser definido em termos não financeiros para que tenha significância aos colaboradores, de maneira que eles se sintam responsáveis pelo resultado.

O termo Governança Corporativa (GC) surgiu nos Estados Unidos em 1991 (Andrade & Rosseti, 2006), entretanto, seus fundamentos estão nos trabalhos de Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), acerca dos problemas originados da separação entre propriedade e controle, o chamado conflito de agência. A GC busca formar mecanismos eficientes de incentivos, monitoramento e controle dos recursos, além de assegurar que o comportamento dos gestores esteja alinhado com os interesses dos acionistas (Harris & Townsend, 1981).

Nos Estados Unidos, o desenvolvimento da GC foi marcado por escândalos corporativos causados por executivos em busca de realização pessoal e pelo atendimento aos interesses dos acionistas (Scherer, 2003). A partir da década de 50, o modelo de gestão realizada por executivos alcançou seu auge, porém ele passou a ser questionado quando, desafiado por grandes corporações, os lucros das companhias reduziram, deixando conseqüentemente os acionistas insatisfeitos por distribuições de lucros menores (Scherer, 2003).

Os executivos perceberam que deveriam manter a “criação de valor” para os acionistas e, dessa forma, focaram seus esforços nas divulgações das informações, provocando fraudes contábeis para maximizar os valores das ações e aumentar seus ganhos e dos acionistas (Scherer, 2003). Empresas como *Enron*, *WorldCom*, *ArthurAndersen*, *QWEST*, *AOL* e *Adelphia* foram atingidas por fraudes contábeis, todas com a intenção de burlar informações e evitar sanções dos mercados de capitais (Lobo & Zhou, 2006).

Esses escândalos evidenciaram a fragilidade no mercado de capitais americano, onde os problemas de GC poderiam aumentar e afetar todo o mercado (Palepu & Healy, 2003). Neste contexto, surge em 2002 a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), com os objetivos de recuperar a credibilidade da informação contábil diante do investidor e aumentar o nível de GC (Mendonça et al. 2010).

No Brasil, no fim dos anos 90, a Brasil, Bolsa e Balcão [B]³ contratou a empresa de consultoria MB Associados para a realização de um estudo a fim de identificar os problemas estruturais que impediam o mercado de capitais de se desenvolver e cumprir com a sua função de financiar o crescimento econômico (Ramalho, 2001). Ao término do trabalho, identificou-se que o mercado de capital brasileiro não oferecia papéis com qualidade, ou seja, faltavam boas empresas com perspectiva de crescimento e com governança empresarial (Ramalho, 2001).

Como resposta às evidências apontadas pelo estudo, adicionadas a outros internacionais, como o da consultoria americana McKinsey & Company, esta empresa foi contratada pela [B]³ para analisar o quanto o investidor estaria disposto a pagar pela ação de companhias que seguiam regras de governança e transparência (Ramalho, 2001).

O segmento do Novo Mercado foi lançado em 2000, também pela [B]³, e definiu como alvo e principal instrumento de promoção a GC (Ramalho, 2001). Este novo segmento tinha como objetivo segregar as empresas com padrão de GC, oferecendo maior segurança a todos os envolvidos na instituição.

Em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com o objetivo de se “dedicar exclusivamente à promoção da Governança Corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no país” (IBGC, 2017). Para o IBGC, a 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” (IBGC, 2015).

O instituto publicou em 2002 o *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, repartido em quatro princípios, Equidade, Transparência, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa, os quais nortearam as regras de tal governança para todas as instituições, independentemente do setor de atuação.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Shleifer e Vishny (1997) e La Porta, Shleifer, Lopez-de-Silanes e Vishny (1999) afirmam em suas obras que as empresas que praticam GC asseguram ao investidor o retorno de seus investimentos. Assim, as empresas listadas no Novo Mercado, pela aplicação de boas práticas de governança, se enquadrariam no critério de empresas seguras para os investidores.

Sob a perspectiva institucional econômica, o desempenho das organizações é independente das regras formais impostas pelo mercado ou por leis, pois estas, mesmo em economias mais desenvolvidas, refletem uma parte das restrições que moldam as escolhas (North, 1990). O autor afirma que a transformação institucional se molda à maneira pela qual as sociedades se desenvolvem ao longo do tempo e, desse modo, é a chave para a compreensão da mudança histórica.

Mediante o exposto, depreende-se o seguinte questionamento: Quais reflexos impactaram no resultado econômico e financeiro das empresas que ingressaram no segmento do Novo Mercado da [B]³?

Desse modo, a análise da influência da adoção da GC foi efetuada a partir da comparação de indicadores calculados e disponibilizados na base Económica® durante o período de 2008 até 2018, considerando as atualizações das demonstrações financeiras ocorridas pelas normas internacionais de contabilidade a partir de 2008.

1.3 OBJETIVO GERAL

Teve-se aqui como objetivo geral analisar, sob a luz da Teoria Institucional, se o desempenho econômico e financeiro é influenciado a partir do ingresso das empresas no segmento do Novo Mercado em empresas listadas na [B]³.

1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos elencados para atender ao problema proposto foram:

- Calcular o desempenho econômico e financeiro das empresas referente às práticas de GC da [B]³, antes e após a adesão ao nível Novo Mercado.
- Comparar se houve mudanças estatisticamente significativas no desempenho econômico e financeiro após a adesão ao nível Novo Mercado.
- Identificar se houve setores que se diferenciaram dos demais após as empresas aderirem ao Novo Mercado.

1.5 JUSTIFICATIVA

A GC tem por objetivo definir um conjunto eficiente de mecanismos de incentivos e monitoramento, controlando a gestão dos recursos e assegurando que o comportamento dos gestores esteja alinhado com o interesse dos acionistas (Harris & Townsend, 1981). Esta definição pode ser interpretada da seguinte forma: o interesse do acionista é o retorno de seus investimentos. Isso reforça a seguinte afirmação de Abor e Fiador (2013) que a Governança Corporativa motiva a gestão a seguir uma política de dividendos que busque maximizar a riqueza dos acionistas.

No Brasil, o fortalecimento dos padrões estabelecidos para a GC ocorreu em meados de 1990, quando o Banco Central liquidou vários bancos privados de grande porte, motivado por fraudes nos seus relatórios contábeis, algo que implicou em dúvidas sobre a eficácia da auditoria independente (Carvalho, 2002). Diante do cenário de incertezas no país, a [B]³ identificou que os investidores buscavam papéis de qualidade em que pudessem assegurar o retorno do seu investimento ou que os seus recursos fossem bem aplicados nas empresas (Ramalho, 2001).

Com estudos corroborando a ideia de que a GC visa a maximização da riqueza dos acionistas (Abor & Fiador, 2013) e de que empresas com frágil sistema desse tipo estão propensas a ter dificuldades financeiras (Wruck, 1990), a [B]³ entendeu que a adoção dos mecanismos de boa governança poderiam oferecer segurança aos acionistas que buscassem investir no mercado acionário brasileiro.

Em 2002 a [B]³ lançou a primeira listagem de ações pelo segmento do Novo Mercado, em que se estabeleceu alto padrão de GC. Assim, o investidor passou a ter duas opções para a tomada decisão de fazer seu investimento: adquirir ações de companhias listadas no segmento do Novo Mercado, priorizando a segurança de seu investimento, ou optar por empresa listada

em outros segmentos do mercado, assumindo assim maior risco para o seu investimento, na perspectiva da GC.

Desse modo, a realização deste estudo se justificou por ser um assunto que vem sendo estudado durante várias décadas e que, a cada trabalho divulgado pela academia, motiva pesquisadores a fazerem reflexões sobre o tema. Observou-se também que a GC vem se fortalecendo dentro das instituições, de maneira a equilibrar os conflitos entre os agentes e oferecer segurança aos acionistas com relação ao seu investimento.

Esta pesquisa se justificou e pretendeu contribuir para os investidores do mercado de capitais, que poderão se utilizar dos dados da pesquisa como material de orientação para seus investimentos, podendo conhecer se as empresas que migram para o segmento do Novo Mercado obtém melhor desempenho econômico e financeiro devido às práticas de GC.

Para a academia, a pesquisa pode contribuir com os esclarecimentos da relação do desempenho das empresas que aderiram às práticas de GCs com a Teoria Institucional, de modo que os futuros pesquisadores possam verificar, por meio dos testes estatísticos realizados, quais os reflexos causados nas empresas pela mudança de segmento.

Este estudo se diferenciou dos demais encontrados para embasamento, pois, enquanto estes últimos buscaram evidenciar o desempenho das empresas segregadas por setores de atuação e segmentos, neste trabalho foi verificado, por meio de aplicação de cálculos estatísticos, se a empresa que migrou para o Novo Mercado teve alteração em seu resultado econômico e financeiro.

Justificou-se o uso da Teoria Institucional por ela demonstrar que o mercado de capitais opera sem seguir regras formais que possam determinar o desempenho econômico e financeiro das empresas. Guariente (2008), por exemplo, investigou em sua dissertação a importância do comitê de auditoria na implementação das boas práticas de GC, utilizando como base a teoria de Custos de Transação, originada da linha institucionalista.

Embora a conclusão de seu trabalho tenha mostrado que a criação de comitês de auditoria contribui para a confiança do investidor, Guariente (2008) informa que não existe um modelo de governança superior a outro, o que significa que se deve respeitar a cultura local e as diferentes formas de desenvolvimento de cada país. Rossoni (2009), em sua tese de doutorado, mostrou como a adoção de práticas organizacionais poderia influenciar o resultado operacional das empresas. O autor utilizou a Teoria Institucional, mostrando que existem empresas que aderem ao Novo Mercado em busca de legitimidade perante os investidores.

1.6 DELIMITAÇÃO

De acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2013), para a avaliação da importância de uma pesquisa, relata-se os avanços do tema e sua relevância, expondo os motivos que levaram a realização do estudo, e explica-se as delimitações realizadas. O presente estudo, por sua vez, analisou se o desempenho econômico e financeiro das empresas inseridas no segmento do Novo Mercado é influenciado pelas regras formais institucionalizadas pela GC. A amostra da pesquisa foi limitada às companhias que divulgaram suas demonstrações financeiras no mercado acionário, com informações disponíveis na base de dados Economática®.

Srour (2005) analisou os períodos em que os mercados de ações sofreram consequências de crises financeiras internacionais, tais como a crise asiática e o ataque de 11 de setembro. Os resultados indicaram que as ações de empresas que aplicaram práticas de GC foram mais apreciadas. Nesta dissertação, por sua vez, o período analisado foi de 2008 a 2018 para as companhias brasileiras com ações no mercado de capitais.

Com o objetivo de analisar o desempenho econômico e financeiro após a adesão ao segmento, a seleção desse período se justificou pela alteração da norma contábil, na qual, a partir de 2008, foi realizada a harmonização com as normas internacionais de Contabilidade, e por ter registros de períodos de crise econômica.

Para validar o objetivo da pesquisa, a fim de direcionar as aplicações dos testes estatísticos e responder o problema de pesquisa, foi elaborada a seguinte hipótese:

H₀: o ingresso ao Novo Mercado não influencia no desempenho econômico e financeiro, em razão da adesão da empresa às práticas de GC.

1.7 ESTRUTURA

Esta dissertação foi estruturada em cinco capítulos, a começar pela introdução, com a contextualização do tema pesquisado, a formulação do problema da pesquisa e seus objetivos, incluindo também a justificativa e as delimitações do estudo e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo tratou do referencial teórico da pesquisa, abordando sobre a GC e explicando sua origem, assim como as necessidades que motivaram a formulação dessa forma

de gestão e seus principais marcos históricos. Na sequência, a Teoria Institucional foi apresentada com a finalidade de explicar e predizer os achados desta pesquisa. Ainda no mesmo capítulo, também foram relatados os trabalhos voltados para o tema desta dissertação, realizados anteriormente.

O terceiro capítulo abordou os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa, como amostra de empresas, modelo estatístico, coleta de dados e formas de analisá-los por meio das variáveis.

O quarto capítulo teve como foco apresentar e interpretar os resultados das análises realizadas com base nos procedimentos metodológicos, seguindo os objetivos propostos.

No quinto e último capítulo, foram apresentadas as conclusões encontradas, quais foram as contribuições dadas para esta linha de pesquisa, quais foram as limitações encontradas durante o trabalho e algumas sugestões para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo teve como finalidade apresentar a Teoria Institucional e os preceitos que se relacionam com as ações das empresas listadas no Novo Mercado. As empresas desse segmento possuem como característica a prática de procedimentos de GC, como a transparência e divulgação de informações aos sócios minoritários e harmonização dos interesses dos *stakeholders* da companhia.

Este capítulo, além de apresentar a Teoria Institucional e a Governança Corporativa, bem como suas relações, também trouxe estudos relacionados ao tema de pesquisa. Estes estudos tiveram o objetivo de demonstrar a relação entre os temas e quais indicadores apresentaram os resultados de desempenho econômico e financeiro das companhias.

2.1 TEORIA INSTITUCIONAL

Douglass North, premiado economista americano e pesquisador institucionalista, também ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1993, afirmou que “as instituições são as regras do jogo de uma sociedade” ou são as restrições desenvolvidas pelo homem para moldar a interação entre os indivíduos. Dessa forma, as instituições procuram incentivar o intercâmbio humano, sendo ele político, social ou econômico (North, 1990).

O fato de as instituições afetarem o desempenho das economias é incontestável, assim, pode-se dizer que o funcionamento diferenciado das organizações está sempre influenciado por elas. No entanto, mesmo reconhecendo as influências das instituições, o economista alerta que não se deve valorizar o papel delas no desempenho econômico, porque ainda não existe nenhum sistema analítico que relacione a análise institucional às histórias econômicas (North, 1990).

Embora North tenha sido o principal divulgador da Teoria Institucional, ele desenvolveu a teoria alinhada aos trabalhos de dois grandes pesquisadores: Smith e Hayek. Smith desenvolveu a fórmula do mercado liberal na qual os interesses individuais, em vez de se chocarem produzindo a guerra, são agraciados por uma mão invisível que os guia para o bem-estar coletivo (Ganem, 2012).

O pesquisador Hayek, seguindo a linha de pensamento de seu precursor Adam Smith, afirma que os mercados se movimentam de maneira espontânea, com resultados não

intencionais. Para o autor, a sociedade é um organismo mais complexo e sofisticado que o próprio cérebro humano, sendo essa ordem complexa regida por regras abstratas, permitindo a gestão de uma quantidade infinita de informações (Ganem, 2012).

No entanto, o ponto inicial das pesquisas institucionais econômicas são os trabalhos de Thorstein Veblen, o qual publicou *Why is Economics not an Evolutionary Science*, em 1898, onde expôs uma ciência econômica que demonstra o processo evolutivo das organizações. Porém, o termo “economia institucional” foi cunhado por Walton Hamilton somente em 1919, o que originou uma nova disciplina no âmbito da Economia (Bueno, 2004).

Veblen (1898, 1961) rebatia as ideias de John Bates Clark, pois este último, defensor da Teoria Institucional, apresentava ideias que tinham pouco contato com o funcionamento real da economia (Rutherford, 2001). A sugestão de Veblen foi a reformulação da teoria econômica sustentada pelos pilares de uma ciência evolucionária, o que seria uma “teoria do processo, de uma sequência que se desdobra” (Veblen, 1898, 1961).

Nesse mesmo raciocínio, Mitchell (1910, p. 203) também interpretava que as instituições tinham “hábitos de pensamento predominantes que ganharam aceitação geral como normas orientadoras de conduta”. O autor não concordava com as concepções mais radicais de Veblen, como a rejeição da economia ortodoxa, pois, para ele, é útil a construção de um corpo teórico e complexo.

Outro autor de destaque, importante para o avanço da economia institucional, foi Commons, discípulo de Veblen, porém menos radical em suas críticas sobre economia ortodoxa. Ele se tornou o mais importante institucionalista americano sob a ótica dos novos institucionalistas (Furubotn & Richter, 2005).

Conforme Commons (1931), a economia institucional nasceu com David Hume, quando este desenvolveu o pensamento de que a escassez de recursos levaria ao conflito de interesses. No entanto, para Veblen e Mitchell, tal conflito surgiu no meio de hábitos mentais distintos, não da escassez de recursos. A noção de instituição de Commons parte, então, do argumento de que a carência de recursos seria resolvida exclusivamente com base na força física, caso não existissem restrições à ação individual.

Cavalcante (2014) explica que, para Commons (1931), as instituições existem para controlar e mediar conflitos com base em regras e punições ao seu descumprimento. Esse controle pode advir de costumes desorganizados (*unorganized customs*) ou da ação organizada (*organized action*), como o Estado, a família, a Igreja, as corporações e os sindicatos. As

instituições formam então uma ação organizada com um conjunto de normas para seu funcionamento (*working rules*), que definem “o que os indivíduos podem, não podem, devem, não devem, poderiam ou não poderiam fazer” (Commons, 1931).

Em 1990 uma nova Teoria Institucional começou a ser considerada uma reação da economia neoclássica à crítica da ausência e experiência e à falta de fundamentação no âmbito da teoria econômica ortodoxa, tendo como objetivo a ampliação do conjunto de questões consideradas pelo programa de pesquisa neoclássico, e não a sua substituição (North, 1990).

North (1990) analisou as instituições como regras de um jogo, em que as restrições são colocadas de maneira a serem seguidas pelos jogadores; porém, a cada nova partida, diversos fatores que fogem às regras podem surgir, como condições climáticas, substituição e condições de físicas dos jogadores, que podem definir resultados diferenciados para a partida.

O autor relata que a constituição dos mercados de capitais e o desenvolvimento de estabelecimentos manufatureiros, com grandes montantes de capital investido, influenciam a ordem política coercitiva. A partir deste cenário foi inserida a GC, que, por meio de seus princípios, monitora as ações das organizações de maneira a estabelecer relacionamento entre acionistas, conselheiros, diretores e demais partes interessadas pela organização (IBGC; 2019).

North (1990) conclui a base de sua teoria informando que se as regras expressas nos propiciarem uma fonte básica de materiais empíricos, com os quais podemos testar o desempenho das economias sob condições variáveis, elas terão agregações com o desempenho econômico em um grau limitado. Isto significa que uma amálgama de normas informais, regulamentos e características da imposição de cumprimento define, simultaneamente, o conjunto de escolhas que convergem para os resultados. Portanto, observar somente as regras formais gera informação inadequada e frequentemente equivocada sobre a relação entre as restrições formais e o desempenho econômico.

Os trabalhos de North abriram oportunidades para que outros pesquisadores buscassem o estudo da teoria de maneira a continuar o seu desenvolvimento. De acordo com Burns e Scapens (2000), a Teoria Institucional foi dividida em três linhas de pensamentos: Velha Economia Institucional (*Old Institutional Economics - OIE*), Nova Economia Institucional (*New Institutional Economics - NIE*) e Nova Sociologia Institucional (*New Institutional Sociology - NIS*). No entanto, neste trabalho foram consideradas duas vertentes: Nova Economia Institucional e Nova Sociologia Institucional.

2.1.1 Nova Economia Institucional

Pela NIE, o trabalho seminal de Ronald Coase (1988), em que apresenta a Teoria dos Custos de Transação (TCT), colaborou com o desenvolvimento da Teoria Institucional. Coase (1937) fez sua primeira contribuição relacionada aos custos de transação em seu artigo “*The Nature of the Firm*”, em que questiona sobre os custos que a organização possui na internalização de suas atividades, apontando que eles podem ser menos onerosos caso sejam obtidos no mercado.

Para o autor, as firmas existem para solucionar problemas por meio de recursos humanos e estruturas produtivas; dessa forma, com uma organização especializada em determinada atividade, haverá minimização do custo e maximização dos lucros (Silva Filho, 2006).

Coase (1960), em seu artigo “*The problem of social cost*”, ensina que as ações das empresas e os efeitos causados à sociedade devem ser investigados, de modo que a decisão sempre busque pela máxima eficiência econômica. Ele traz como exemplo uma fábrica cuja fumaça gera efeitos prejudiciais aos vizinhos, a fim de demonstrar que ambas as partes devem dialogar para solução do problema e não apenas punir os proprietários da fábrica pela emissão do problema.

Os trabalhos de Coase motivaram novos pesquisadores a desenvolverem pesquisas posteriores sobre a relação entre agentes econômicos e custos concretos. Entre estes pesquisadores se destaca Oliver Williamson, pois a TCT obteve maior desenvolvimento com seus trabalhos (Thielmann, 2013; Sarto & Almeida, 2015).

Williamson contribuiu com seus trabalhos quando mostrou que, além das restrições formais amplamente difundidas por North, existe a racionalidade limitada, na qual todo indivíduo possui capacidade restrita do conhecimento e seu comportamento é adaptado pelas organizações (Frezatti et al., 2009). Para ele, a racionalidade limitada é um dos fatores que geram dificuldades para as organizações (Williamson, 1973).

O autor seguiu a linha de Coase no sentido de que os custos de transação ocasionam na redução dos custos de produção, porém ele passou a focar nos contratos como problemas a serem analisados (Thielmann, 2013). Williamson (1985) indica que a empresa não pode ser apenas vista apenas pelo seu lado fabril, mas também como uma estrutura de governança.

Ele também afirma que os custos de transações são aqueles decorrentes do planejamento e do gerenciamento de uma estrutura de governança e cita três pontos fundamentais:

- 1) As transações e os custos a ela associados definem diferentes modos institucionais de organização das atividades econômicas;
- 2) a tecnologia, embora importante aspecto da organização da firma, não é determinante da mesma;
- 3) as falhas de mercado são centrais à análise, o que confere importância às formas institucionais.

(Williamson, 1991, pp. 269-270)

O autor alerta que devido à racionalidade limitada todos os contratos são incompletos, colocando riscos nas transações contratuais. Assim, surge o seguinte questionamento: que riscos podem ser aceitos e controlados? Para o autor e para os antecessores da NEI, a busca pelo funcionamento perfeito dos mercados é uma tarefa árdua, já que existe uma série de fatores que geram incertezas em qualquer organização (Silva Filho, 2006).

De acordo com Possas et al. (1997), os custos de transação podem ser definidos como “o dispêndio de recursos econômicos para planejar, adaptar e monitorar as interações entre os agentes, garantindo que o cumprimento dos termos contratuais se faça de maneira satisfatória para as partes envolvidas e compatível com a sua funcionalidade econômica”. Silva Filho (2006), baseado nos trabalhos de Williamson, sintetiza os fatores que impedem a busca pelo mercado perfeito:

- (i) a *racionalidade limitada* dos agentes, que os impede de tomar continuamente ao longo do tempo decisões maximizadoras de bem-estar;
- (ii) o *comportamento oportunístico* dos agentes, que os motiva a agir de modo a obter benefícios às expensas de agentes com os quais se relacionam;
- (iii) *assimetria de informações*, que implica num acesso desigual dos agentes às informações pertinentes à troca por eles realizada, impedindo que ela se dê da maneira mais vantajosa do ponto de vista da sociedade; e
- (iv) a *impossibilidade de contratos completos* (que sejam capazes de prever toda a gama de eventos possíveis num ambiente de incerteza) (adaptado de Silva Filho, 2006).

Williamson buscou mostrar em seus trabalhos que a eficiência não está apenas relacionada à mera questão quantitativa, ou seja, ligada a produção de insumos, mas também à utilização eficiente dos recursos, por meio da evolução das instituições. O autor defende que a teoria do Custo de Transação reconhece a impossibilidade de uma perfeita otimização para a entidade (Silva Filho, 2006).

2.1.2 Nova Sociologia Institucional

Carvalho et al. (2005) informaram que, desde a década de 1970, houve uma retomada das Ciências Sociais nos estudos relacionados à Teoria Institucional. Pesquisas nas áreas da Política, Sociologia e Economia têm mostrado interesses pelas instituições como componentes para a busca do conhecimento sobre a realidade social.

Uma das teorias dessa corrente sociológica é a Nova Sociologia Institucional (NIS do inglês *New Institutional Sociology*). DiMaggio e Powell (1983) divulgaram que a NIS analisa as organizações no contexto que estão inseridas, pois crenças, normas e tradições do ambiente influenciam as relações das instituições. Nesta linha, os autores afirmam que pressões externas, como mercado e normas legais, levam as organizações a realizarem processos parecidos, tornando-as conseqüentemente semelhantes, ocorrendo assim o isomorfismo (DiMaggio & Powell, 1983).

Machado-da-Silva, Fonseca e Crubellate (2005) explicam que o isomorfismo surge nas práticas homogêneas e nos processos e estruturas das empresas, porém não expressa a não mudança ou não ação, isto é, a ausência de escolha. Os autores afirmam que devido a práticas consolidadas no mercado, os agentes interpretam que determinada ação é legítima, desejável e viável, reproduzindo assim a mesma decisão de outras organizações.

Scott (2001) afirma que, para a NIS, as organizações são formadas por estruturas reguladoras, normativas e cognitivas, conferindo estabilidade e importância para a sociedade e, sendo assim, têm como base a legitimação organizacional. Desse modo, observando os valores institucionalizados na sociedade, atribui-se que a legitimidade está relacionada à adequação e à aceitabilidade dos valores sociais (Guarido Filho, 2008).

A importância desta legitimidade está ligada às eficiências técnicas da organização (DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977; Scott, 2001). Logo, a institucionalização representa a conformidade das normas sociais aceitas, articulando ações e estruturas dentro de um contexto, de maneira a obter a legitimação e aceitação social (DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977; Scott, 2001; Guarido Filho, 2008).

Moraes, Slomski e Junqueira (2007) afirmam que a Teoria Institucional “permite analisar a organização e sua relação com o ambiente onde se encontra inserida”. Os autores explicam que as organizações tendem a direcionar suas decisões buscando a satisfação dos

agentes econômicos. Pela definição de Machado-da-Silva e Gonçalves (1999), a Teoria Institucional é a procura por legitimação da empresa dentro do ambiente em que está inserida.

Monteiro (1999) define que o termo “instituição” pode indicar normas de conduta e regras e ação socialmente aceitas e legitimadas com o tempo. Moraes, Slomski e Junqueira (2007), por sua vez, explicam que o processo de institucionalização se desenvolve por meio de comportamento de uma coletividade.

TEORIA	TEORIA INSTITUCIONAL	
CORRENTES	Nova Economia Institucional	Nova Sociologia Institucional
FOCO NO ESTUDO	Interno e Externo – ambiente institucional.	Externo: ambiente institucional.
CARACTERÍSTICAS	<ul style="list-style-type: none"> • Custos de Transação. • Racionalidade limitada. • Busca pela maximização de lucros. • Eficiência na utilização dos recursos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Consideração de aspectos políticos, culturais e normativos. • Rompe a racionalidade. • Abordagem interpretativa. • Rompe a visão neoclássica. • Isomorfismo.
AUTORES	Coase, R.; Williamson, O.	DiMaggio, P.J. e Powell, W.W.

Figura 1. Abordagem da teoria institucional

Fonte: Adaptado de “Traços de Artigos que Relacionam a Teoria Institucional com a Contabilidade Gerencial: estudos em periódicos internacionais”, de Cunha, Santos e Beuren (2010)

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Embora no Brasil as discussões sobre a GC tenham se intensificado a partir dos anos 2000, o tema vem sendo estudado em outros países há mais tempo. A expressão Governança Corporativa tornou-se popular nos Estados Unidos no começo da década de 90 (Andrade & Rosseti, 2006). Porém, seus princípios estão fundamentados nos trabalhos de Berle e Means (1932/1988) e Jensen e Meckling (1976), os quais estudaram sobre os problemas entre a propriedade e o controle ou, como conhecido, o conflito de agência. Posteriormente, o ativismo

pioneiro de Robert Monks consolidou o tema após analisar o comportamento dos agentes nas corporações.

Yamamoto e Prado (2003) relatam que a relação propriedade-gestão foi se enfraquecendo devido à pulverização do controle acionário, enquanto o mercado de capitais norte-americano se desenvolvia. Assim, com o fatiamento da sociedade em vários acionistas, verificou-se a necessidade de uma gestão voltada para a estrutura operacional da empresa, focada na continuidade e desenvolvimento de suas operações.

Berle e Means, em trabalho publicado em 1932 e intitulado *The Modern Corporation and private property*, trataram de três grandes mudanças nas empresas: 1) o distanciamento dos acionistas no controle das empresas; 2) alterações no controle das empresas e 3) inadequações das concepções tradicionais sobre o controle das organizações e objetivo pela maximização dos lucros.

Sobre o distanciamento dos acionistas no controle das empresas, Bebchuk (1999) divulgou que organizações pulverizadas são precárias quando os sócios permitem que o controle total seja concentrado. Berle e Means, na revisão de sua obra em 1967, identificaram que as ações das companhias abertas estavam dispersas em 22 a 23 milhões de pessoas e que este número dobraria em vinte anos.

De acordo com Andrade e Rosseti (2006), a diluição na propriedade dos papéis resultou na criação de duas categorias de acionistas: proprietários passivos e não proprietários usufrutuários. Berle e Means explicam em suas obras que os proprietários passaram de uma postura “ativa” na companhia para uma posição “passiva”, isto é, aqueles que até então ditavam as regras passaram a ser apenas portadores de um título que lhe confeririam algum retorno sobre o capital aplicado. Monks, em seus trabalhos publicados no início da década de 90, aponta os riscos deste posicionamento, orientando que os administradores sejam acompanhados pelos acionistas.

Berle e Means (1932, 1988) identificaram que o afastamento entre controle e propriedade provocaram conflitos de interesses na instituição. Havia acionistas que possuíam uma quantidade de papéis necessária para influenciar o conselho de administração nas decisões, inclusive eleger diretores da companhia. Este tipo de situação gerava conflitos com os interesses com acionistas minoritários, que possuíam papéis que não lhe confeririam direito a voto nas assembleias de acionistas.

Um oportuno exemplo de conflitos entre acionistas majoritários e minoritários é o caso da empresa Texaco, relatado no trabalho de Carlsson (2001): em 1984, ameaçada de uma aquisição hostil, com o amparo da legislação americana, a diretoria fez oferta de recompra das ações a um valor substancialmente maior que o de mercado. Em seguida, a fim de impedir a perda do controle acionário, foi estendida a oferta para a *Bass Brothers*, empresa que era vista como uma ameaça para a diretoria da Texaco.

Segundo Carlsson (2001), o custo dessa operação custou 137 milhões de dólares de desembolso para a empresa, gerando revolta entre os acionistas minoritários que não concordavam com tal operação, como a *California Public Employes Retirement System (CalPERS)*, um fundo de pensão norte-americano e acionista da Texaco, que a partir desta operação saiu da postura “passiva” e tornou-se “ativa”, passando a defender seus interesses nas instituições em que possuía papéis.

Outro conflito de interesse apontado por Berle e Means (1932, 1988) são as divergências entre acionistas e administradores. Enquanto os acionistas detinham os papéis que lhe conferiam a propriedade da empresa, os usufrutuários eram os administradores que buscava direcionar as operações dela, alinhando-as a seus objetivos pessoais.

Com objetivo de equilibrar esses conflitos de interesses, a GC surgiu, pelas palavras de Lodi (2000), para que os conselhos de administração passassem a trabalhar para maximizar os ganhos dos acionistas e ajuizar os conflitos entre eles, os administradores, os auditores externos, os minoritários, os conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*. La Porta et al. (2000) acrescentam que a GC eficaz está associada com a proteção dos investidores, quanto a seus direitos de propriedade.

Andrade e Rosseti (2006) relatam que a GC possui quatro marcos históricos que os são pilares de seu desenvolvimento: 1) o ativismo pioneiro de Robert Monks, um bem-sucedido executivo que focou sua atenção nos direitos dos acionistas, incentivando-os a um papel mais ativo nas organizações; 2) o Relatório de Cadbury, divulgado por uma comissão formada no Reino Unido, com representações de diversas instituições do mundo corporativo e focado na prática de prestações de contas e transparência nas organizações; 3) princípios da OCDE que, quando publicados, proporcionaram não somente o crescimento, mas também o desenvolvimento econômico das nações; 4) Lei Sarbanes-Oxley, a qual definiu rígidos controles internos dentro das organizações, sob penalidades em caso de descumprimento.

O primeiro marco histórico da GC veio do ativismo de Robert Monks. Nascido em 1933 em Boston, Monks formou-se em Direito pela Universidade de Harvard e envolveu-se nos negócios da família. Desenvolvendo habilidades sobre finanças e conhecimentos jurídicos, tornou-se empreendedor e perspicaz negociador. A partir de suas experiências no meio corporativo, ele percebeu grandes distorções na maneira que as organizações eram geridas pelos seus administradores, não buscando alinhar a gestão com as pretensões dos acionistas. Monks identificou também que estes últimos objetivavam maximizar seus ganhos pela valorização das ações, sem realizar quaisquer esforços para tal (Andrade & Rosseti, 2006).

Em resumo, o principal objetivo de Monks foi aproximar os acionistas da administração executiva da empresa, ao dizer que eles não deveriam ser omissos mediante as decisões da administração, até mesmo porque o portador da propriedade é o acionista e não o administrador. Para ele, na empresa que possui acionistas com este perfil, o ganho de eficiência é superior ao daquelas em que os acionistas não são próximos dos atos da administração (Andrade & Rosseti, 2006).

O segundo marco histórico foi o Relatório de Cadbury, publicado em 1992. Enquanto os EUA eram influenciados pelo ativismo de Monks, no Reino Unido as necessidades pelas boas práticas de governança também eram explícitas. De acordo com Silva e Seibert (2015), o relatório visava divulgar ações necessárias para o mercado financeiro, relacionadas às demonstrações financeiras, de maneira a contribuir positivamente com a GC nas empresas.

Lodi (2000) explica que os conselhos de administração no Reino Unido eram formados por conselheiros que se aproveitavam do *status quo*, que lhes rendiam a função para aconselhar várias empresas, criando dificuldades para gerar favores financeiros, de modo que uma rede de velhos companheiros imperasse.

Andrade e Rosseti (2006) explicam que em atendimento a pressões de grupos interessados pelas companhias que não concordavam com este tipo de atuação, o Banco da Inglaterra reuniu um comitê para elaborar um código de condutas de boa governança para as empresas com ações no mercado inglês. O comitê buscou focar em dois valores da boa governança, a prestação responsável de contas (*accountability*) e a transparência (*disclosure*), na qual foram definidos os seguintes termos de referências:

- 1) As responsabilidades de conselheiros e executivos na análise e apresentação de informações para os acionistas e outras partes interessadas sobre o desempenho da companhia.

- 2) A frequência, a clareza e a forma como as informações contábeis e seus complementos devem ser demonstrados.
- 3) A constituição e o papel dos conselhos.
- 4) As responsabilidades dos auditores e a extensão de suas atribuições.
- 5) As ligações entre acionistas, conselhos e auditores (Andrade & Rosseti, 2004, p. 171).

O terceiro marco da GC foram os Princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que se tornaram referência internacional para membros da administração pública, investidores, sociedades e demais interessados (Prado, 2010). A OCDE reúne os 30 países mais desenvolvidos do mundo que se relacionam com 70 países, os quais se dedicam à elevação de padrões convergentes em temas econômicos, financeiros, comerciais, sociais e ambientais. As reuniões permitem trocar experiências e coordenação de políticas em áreas diversas da atuação governamental (Brasil, 2019).

O trabalho foi concluído no final da década de 90, definindo os princípios da GC, em que, mesmo após revisões posteriores, permanece a essência que levou à sua publicação. Resumidamente, são eles:

- Assegurar a base para uma estrutura eficaz do governo e das sociedades: o governo deverá ter como objetivo a promoção de mercados transparentes e eficientes.
- A estrutura governamental deve assegurar os direitos dos acionistas, como acesso as informações relevantes da sociedade, participação das assembleias, exercer seu direito ao voto e participar dos lucros da sociedade.
- A estrutura do governo e das sociedades deve assegurar o tratamento equitativo de todos os acionistas, incluindo os minoritários e estrangeiros.
- Os direitos dos *stakeholders* devem ser respeitados através de leis e contratos firmados entre as partes.
- As instituições devem assegurar que as informações sejam divulgadas de forma transparente a todos interessados pela sociedade, sem nenhuma distinção a grupos privilegiados.
- A administração da sociedade deve manter acompanhamento referente aos processos de fiscalização e de responsabilidade dos órgãos de administração perante a sociedade e acionistas (adaptado de OCDE, 2004).

Os princípios definidos pela OCDE são ocasionalmente revistos pela organização, buscando aprimoramento conforme a atual situação econômica dos países e a evolução dos mercados. Embora o modelo proposto se mostre instável em momentos de crise, a OCDE continua a defendê-lo como econômico e socialmente justo para o desenvolvimento dos países (Claumann, 2015).

O quarto marco importante da GC foi a lei americana *Sarbanes-Oxley*, publicada em 2002 e elaborada pelo senador Paul Sarbanes e pelo deputado Michael Oxley. Considerado até então um mercado sólido com empresas respeitáveis, os Estados Unidos se surpreenderam com o caso Enron, onde se verificou a utilização indevida de procedimentos contábeis com objetivos de aumentar o valor de mercado da companhia (Prado, 2010).

Devido a este escândalo corporativo, o governo decidiu fazer alterações para empresas que disponibilizavam ações nas bolsas de valores do país, no que se referia a práticas de GC, promulgando a lei *Sarbanes-Oxley Act of 2002*. Esta lei é uma das mais rígidas regulamentações a tratar de controles internos, elaboração de relatórios financeiros e divulgações impostas às companhias norte-americanas (Oliveira & Linhares, 2007).

Andrade e Rosseti (2004) declaram que a lei *Sarbanes-Oxley* trouxe: conformidade legal (*compliance*), prestação de contas responsável (*accountability*), transparência (*disclosure*) e senso de justiça (*fairness*). Conformidade legal é a adoção de um código de ética pelos principais executivos da empresa, contendo formas de encaminhamento para questões relacionadas a conflitos de interesses, divulgação e cumprimentos de leis. No que se refere à prestação de contas responsável, cabe à administração a elaboração de relatórios que devem periodicamente ser divulgados ao mercado.

Com relação aos registros importantes no cenário brasileiro, Bertucci et al. (2006) citam iniciativas quem implementaram as boas práticas e políticas de GC: a reformulação da Lei das S.A., a criação e ação do IBGC, a concepção do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de GC da [B]³. Embora a referida lei tenha sofrido alterações em 2001, com a Lei 10.303, e em 2008, com a promulgação da Lei 11.638/2007, ela contribuiu para o desenvolvimento da GC no país.

Fundado em 1995, o IBGC é uma organização exclusiva à promoção da GC no Brasil e é o principal divulgador das práticas e discussões sobre o assunto, alcançando reconhecimento nacional e internacional (IBGC, 2018). Para o instituto, a GC é um “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.” (IBGC, “O que é governança corporativa”, 2018).

O instituto desenvolveu o *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, o qual teve sua primeira versão publicada em 1999, encontrando-se até a presente pesquisa em sua quinta versão, publicada em 2015. O código busca orientar as decisões dos sócios e administradores para questões éticas, sociais e ambientais, a fim de desenvolverem seus negócios de maneira sustentável para a organização (IBGC, 2018).

Para Matias-Pereira (2010), o código mostra para todas as organizações que elas podem melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital e também define as principais competências nas empresas, considerando como direcionadores a transparência, a equidade e a prestação de contas dos agentes da GC.

Diante da preocupação do Estado em legislar em prol de boas práticas de gestão, com a promulgação de leis, e da participação do IBGC, com a divulgação do código, o mercado de capitais identificou a necessidade de buscar instituições que estivessem preocupadas com a implantação de tais práticas. Levine (2000) e Rocca et al. (1998, como citado em Dubeux, 2001) declaram que o mercado de capitais, como parte integrante do sistema financeiro, deve promover o desenvolvimento econômico, buscando oferecer liquidez para investimentos de longo prazo.

Para contribuir com o desenvolvimento de um mercado acionário consolidado, surgiu na [B]³ o segmento do Novo Mercado, capaz de reforçar a liquidez, ampliar o volume de negócios, reduzir custos operacionais e, em consequência, prestar serviços à economia brasileira (Dubeux, 2001), entendendo o comportamento dos custos operacionais, o que é muito importante para permitir a tomada de decisões por parte da gestão (Marques et al. 2016).

O Novo Mercado é uma listagem de empresas propostas à negociação de ações emitidas, comprometendo-se de forma voluntária com a implantação das boas práticas de governança adicionais, em relação ao que é exigido pela legislação. A inovação desse mercado foi a exigência de que o capital social da organização fosse composto apenas por ações ordinárias (Pitzer, 2011).

Rogers et al. (2008) afirmam que a proposta da [B]³ na criação do Novo Mercado é a de possibilitar que as empresas comprometidas com a transparência e melhores práticas de GC tenham uma maior valorização de suas ações. Pitzer (2011) relata que a melhoria de tais práticas

contribui com a redução de riscos e incertezas, que, ao serem avaliados pelos investidores, justificam uma precificação diferenciada.

Embora as raízes filosóficas sejam diferentes, essas divisões da Teoria Institucional compartilham do mesmo interesse pelos temas relacionados à instituição e mudança institucional (Guerreiro et al. 2005). Sendo assim, para Pereira et al. (2014), existe uma estreita ligação entre o crescimento econômico e as alterações institucionais, o que motiva a comunidade científica a dar continuidade nas pesquisas em busca do entendimento dessas constantes mudanças.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Antes do ativismo de Robert Monks, a GC motivou vários pesquisadores a estudá-la sob diversas óticas, analisando os efeitos que podem incidir na situação econômica e financeira das empresas. Assim, estudos foram publicados ao longo dos anos relacionando desempenho econômico e financeiro com a GC.

Collares (2020) verificou em sua pesquisa a relação entre o ativismo de acionistas e os elementos de GC e desempenho financeiro das empresas brasileiras, onde encontrou evidências significativas de relação entre ativismo e governança, o que não ocorreu de forma conclusiva com relação a desempenho.

Júnior, Lustosa & Sales (2018) investigaram, por meio da regressão logística, a influência das variáveis endividamento, controle estatal e participação no índice de governança da BOVESPA, todas associadas à GC. Os resultados encontrados indicaram fraca influência, negativa, do endividamento e forte influência, positiva, da participação nesse índice, na probabilidade de a empresa participar do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Por outro lado, o controle estatal do capital não exerce nenhuma influência na decisão de a empresa participar do ISE.

Dani et al. (2017) verificaram a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, no período de 2010 a 2014, e os resultados apontaram uma relação positiva e significativa entre o tamanho e expertise do conselho de administração com o desempenho. Já Maestri et al (2019) desenvolveram modelos de redes neurais artificiais para prever o desempenho financeiro das

empresas pertencentes e não pertencentes aos níveis de governança da B3 (antiga BM&FBovespa) e concluíram que as pertencentes a grupos de governança corporativa têm mais sucesso na previsão de desempenho financeiro.

Autores	Objetivo	Origem	Ano	Resultados
La Porta et al.	Identificar o perfil os acionistas controladores em 27 países.	Internacional	2000	Entre os achados da pesquisa foi observado que a má governança incentiva os acionistas a retirarem seus investimentos da empresa, reduzindo assim seu valor corporativo.
Silveira, Barros e Famá	Investigar se a estrutura de governança foi relevante para o valor das companhias brasileiras abertas entre 1998 e 2000.	Nacional	2003	Concluíram que a dívida financeira total da empresa está muito correlacionada ao desempenho financeiro da empresa.
Gompers et al.	Verificar os direitos dos acionistas através do “Índice de Governança”.	Internacional	2003	Empresas cujos direitos mais fortes eram dos acionistas tinham valor, lucros e crescimento de vendas mais altos.
Peixe	Identificar se as empresas listadas no Nível 1 pretendem listar no Novo Mercado diretamente ou via Nível 2.	Nacional	2003	Evidenciou que as empresas do Nível 1 são sensíveis à adesão ao Novo Mercado via Nível 2.
Lee e Yeh	Verificar a solvência e lucratividade relacionando indicadores financeiros com GC.	Internacional	2004	Verificaram que há melhor desempenho financeiro e solvência entre as empresas que praticam GC.
Bai et al.	Identificar as situações em que as empresas são mais ou menos valorizadas.	Internacional	2004	Os autores observaram que as empresas são menos valorizadas pelo mercado quando o Estado é o maior acionista e quando há sobreposição nas funções de diretor, presidente e presidente do conselho.
Bauer et al.	Analisar se a GC proporciona retornos	Internacional	2004	As contribuições deste estudo sugeriram que as

	de investimento maiores que os das empresas que não praticam.			empresas com padrões de governança mais altos, em média, têm menores taxas de retorno.
Black e Jang	Verificar os impactos que práticas de governança com qualidade podem causar nas empresas.	Internacional	2006	Entre os achados, os autores encontram evidências de que a GC é capaz de explicar o valor de mercado das firmas.
Okimura et al.	Investigar, sob o ponto de vista da GC, a relação do controle e o valor e desempenho das empresas não financeiras privadas brasileiras, entre o período de 1998 até 2002.	Nacional	2007	Entre os achados da pesquisa, concluiu-se que a estrutura de propriedade, controle e desempenho possui relação evidente com o valor da empresa.
Larcker et al.	Examinar a relação entre GC e resultados contábeis e econômicos.	Internacional	2007	Não encontraram um conjunto consistente de resultados. Os autores justificaram que devido à dificuldade de atribuir medidas confiáveis válidas para a GC, a relação não foi conclusiva.
Bruno e Claessens	Investigar a prática de GC em 23 economias desenvolvidas.	Internacional	2007	As boas práticas de governança em ambientes com legislação muito rígida influenciam negativamente o desempenho financeiro das empresas.
Wintoki, Linck e Netter	Utilizar o procedimento de Efeitos Fixos em um painel com mais de 6.000 companhias norte-americanas.	Internacional	2008	Encontraram uma relação significativa entre a estrutura do conselho de administração e o desempenho da empresa. Os autores constataram que o nível de governança apresentado pelas empresas influencia positivamente o desempenho.
Camargos e Barbosa	Analisar o impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) sobre o comportamento	Nacional	2010	As principais constatações foram que a adesão aos NDGC não resultou na geração de riqueza para os acionistas no período analisado;

	das ações no mercado, visando conhecer as possíveis mudanças relevantes no retorno acionário anormal e na liquidez.			resultou no aumento da liquidez, principalmente a longo prazo.
Love	Verificar se melhor governança proporciona melhor desempenho.	Internacional	2010	Verificou que as práticas de governança melhoraram o desempenho econômico-financeiro e sua imagem corporativa no mercado.
Ammann, Oesch e Schmid	Estudar o nível de GC de 2.300 organizações de 22 países desenvolvidos, durante os anos de 2003 até 2007.	Internacional	2011	Descobriram que o nível de GC praticado pelas empresas influencia positivamente os seus valores de mercado.
Vieira et al.	Avaliar se a adoção de práticas de GC altera a estrutura de capital e o desempenho das empresas.	Nacional	2011	O resultado mostrou pouca influência exercida. Logo, não se pôde inferir que as práticas de GC adotadas pelas empresas que ingressaram no N1, N2 e NM tenham contribuído expressivamente para as variações no desempenho e na estrutura de capital das empresas.
Hallack e Silva	Identificar fatores que influenciem na determinação de gastos com auditoria e consultoria por parte das empresas brasileiras abertas.	Nacional	2012	Concluíram que as práticas de GC elevam os custos para a empresa, como os honorários da auditoria, devido ao aumento dos controles internos.
Klapper e Love	Investigar a relação entre GC e desempenho operacional.	Internacional	2012	Testes empíricos de seus estudos mostram que uma melhor GC está altamente correlacionada ao melhor desempenho operacional e valorização de mercado.
Bortolon, Salon Neto e Santos	Analisar a relação entre GC, custos de auditoria e de serviços extra-auditoria, por meio das informações disponibilizadas por 131 empresas no	Nacional	2013	Os resultados apontam para uma relação negativa entre governança e custos de auditoria, demonstrando que, no mercado brasileiro, predomina o efeito risco.

	primeiro semestre de 2010.			
Rossoni e Machado-da-silva	Avaliar como a legitimidade condiciona o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa.	Nacional	2013	Verificou que a adesão ao Novo Mercado, o prestígio dos conselheiros e a reputação da empresa afetam significativamente o valor de mercado.
Cunha, Saes e Mainville	Entender, sob luz da Nova Teoria Institucional, a complexidade da estrutura de governança entre supermercados e fornecedores de produtos.	Nacional	2013	Concluiu-se que o ambiente institucional importa na complexidade e no critério de escolha da estrutura de governança a ser utilizada.
Dalmácio et al.	Investigaram, sob a perspectiva da teoria da sinalização, a influência da adoção de práticas diferenciadas de GC nas previsões dos analistas de mercado.	Nacional	2013	Nos resultados encontrados, há evidências de que a GC influencia positivamente a acurácia das previsões dos analistas de investimento.
Caixe e Krauter	Investigar se a adoção de boas práticas de GC influenciava o valor de mercado das companhias brasileiras, entre 2002 até 2010.	Nacional	2014	Os resultados da pesquisa indicaram que as organizações que estão em um dos três segmentos de GC da bolsa de valores (N1, N2 e NM) são mais valorizadas pelo mercado, quando comparadas com as empresas listadas no segmento tradicional.
Camargos e Vilhena	Verificar se a adesão voluntária a padrões mais elevados de GC resultou na criação de valor e em desempenho econômico-financeiro superior, comparativamente às companhias com ações listadas no mercado tradicional.	Nacional	2015	Os resultados encontrados permitem concluir que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de GC são mais suscetíveis para criar valor aos acionistas do que as do mercado tradicional, mas apresentam desempenho

				econômico financeiro pior.
Lima et al.	Analisar a relação entre os diferentes níveis de GC das empresas e o aumento do seu valor de mercado.	Nacional	2015	Concluíram que quanto melhor o nível de Governança Corporativa, melhor o desempenho da empresa.
Rezende e Dalmácio	Analisar as relações estruturais entre o grau de aderência dos atributos de GC dos clubes de futebol brasileiros e os seus respectivos níveis de <i>performance</i> : esportiva e econômico-financeira.	Nacional	2015	Os resultados indicaram que mesmo com baixo índice de governança, houve relação entre governança e <i>performance</i> esportiva e econômico-financeira.
Maestri et al.	Identificar se existe diferença significativa do custo de capital próprio entre empresas que aderem aos Segmentos de Listagem de Governança Corporativa (SLGC) e das que não fazem parte desses segmentos, no período de 2005 a 2014.	Nacional	2016	A adesão específica ao segmento Novo Mercado apresentou relação positiva com seu custo de capital próprio, o que permitiu supor que essas empresas ofereceram um investimento relativamente mais seguro para seus investidores.
C. Joe Ueng	Investigar a relação entre a qualidade da política de GC e o desempenho financeiro da empresa.	Internacional	2016	Concluiu-se que quando as empresas têm melhores políticas de GC, elas são mais propensas a ter um melhor desempenho.

Figura 2. Estudos Correlatos.

Peixe (2003) utiliza a Teoria dos Custos de Transação da linha da Nova Economia Institucional (NIE) para explicar que a GC é recomendada para o gerenciamento dos custos de contratos, de forma a buscar a redução daqueles que oneram a negociação nos mercados financeiros e de capitais. Cunha, Saes e Mainville (2013) utilizaram a Nova Sociologia Institucional (NIS) para demonstrar que o ambiente institucional influencia a escolha de governança a ser utilizada.

Sobre a NIS, Barbalho e Medeiros (2014) contribuíram informando que a legitimidade no mercado não assegura o desempenho financeiro. Já Rossoni e Machado-da-silva (2013) utilizaram a NIS para explicar que as empresas, ao migrarem para o segmento do Novo Mercado, têm seu valor de mercado valorizado, porém o estudo não verificou se o desempenho econômico e financeiro também teve melhoria.

É importante frisar que este trabalho se diferencia dos estudos citados e utilizados no arcabouço teórico, pois enquanto estes buscaram evidenciar o desempenho das empresas segregadas por setores de atuação e segmentos, a presente pesquisa verificou se a empresa que migrou para o Novo Mercado teve alteração em seu resultado econômico e financeiro.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

No intuito de responder ao problema de pesquisa, o estudo objetivou analisar, sob a luz da Teoria Institucional, se as empresas listadas no segmento do Novo Mercado são influenciadas em seu desempenho econômico e financeiro após a adesão a este segmento da [B]³.

O conhecimento científico é real (factual) porque se utilizou das ocorrências ou fatos para a produção do conhecimento, isto é, procurou entender todas as formas de existência que se manifesta de alguma maneira (Ferrari, 1974). Assim, nesta proposta de pesquisa, buscou-se o entendimento sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas listadas na [B]³ através de suas “ocorrências ou fatos” durante o período de 2008 até 2018. Estudos com a mesma abordagem de pesquisa utilizaram em todos os casos a coleta e a análise de dados quantitativa.

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA E TEORIA

Considerando o objetivo do estudo proposto, esta dissertação tem características descritivas e documentais com abordagem quantitativa. O trabalho se utilizou de fontes primárias, como as demonstrações financeiras e seus indicadores, e construiu sua estrutura teórica com base em matérias consideradas fontes secundárias, por exemplo, livros e artigos científicos, assim como se utilizou de técnicas estatísticas, com base nos dados coletados, para comparar o resultado antes e depois de a empresa aderir ao Novo Mercado.

3.1.1 Teoria de base

Neste estudo, pretendeu-se utilizar a teoria da Nova Economia Institucional e a teoria da NIS. A primeira foi abordada no subcapítulo 2.1.1, onde predisse que a organização sempre buscará pela sua eficiência (Coase, 1960), embora reconheça os riscos do negócio, devido à racionalidade limitada (Williamson, 1998). A segunda teoria, abordada no subcapítulo 2.1.2, explica que as práticas consolidadas pelo mercado são institucionalizadas pelas organizações, onde estas, buscando legitimidade, acabam tendo as mesmas características (Dimaggio &

Powel, 1983; Machado-da-Silva, Fonseca & Crubellate, 2005). Esperou-se, dessa forma, que o resultado da pesquisa mostrasse o que predisseram ambas as teorias, as quais explicam que o desempenho econômico e financeiro não está relacionado às práticas de GC.

3.1.2 Desenho da pesquisa

King, Keohane e Verba (1994) explicam que o desenho de pesquisa é uma demonstração de como o modelo adotado e as análises de dados servirão de evidências para fazer inferências. Gorard (2013) define que o objetivo desse desenho é “convencer uma audiência de pessoas céticas que decisões importantes que estão por trás das conclusões da pesquisa são as mais seguras possíveis”. Sendo assim, a Figura 3 representa o esquema de trabalho desta dissertação.

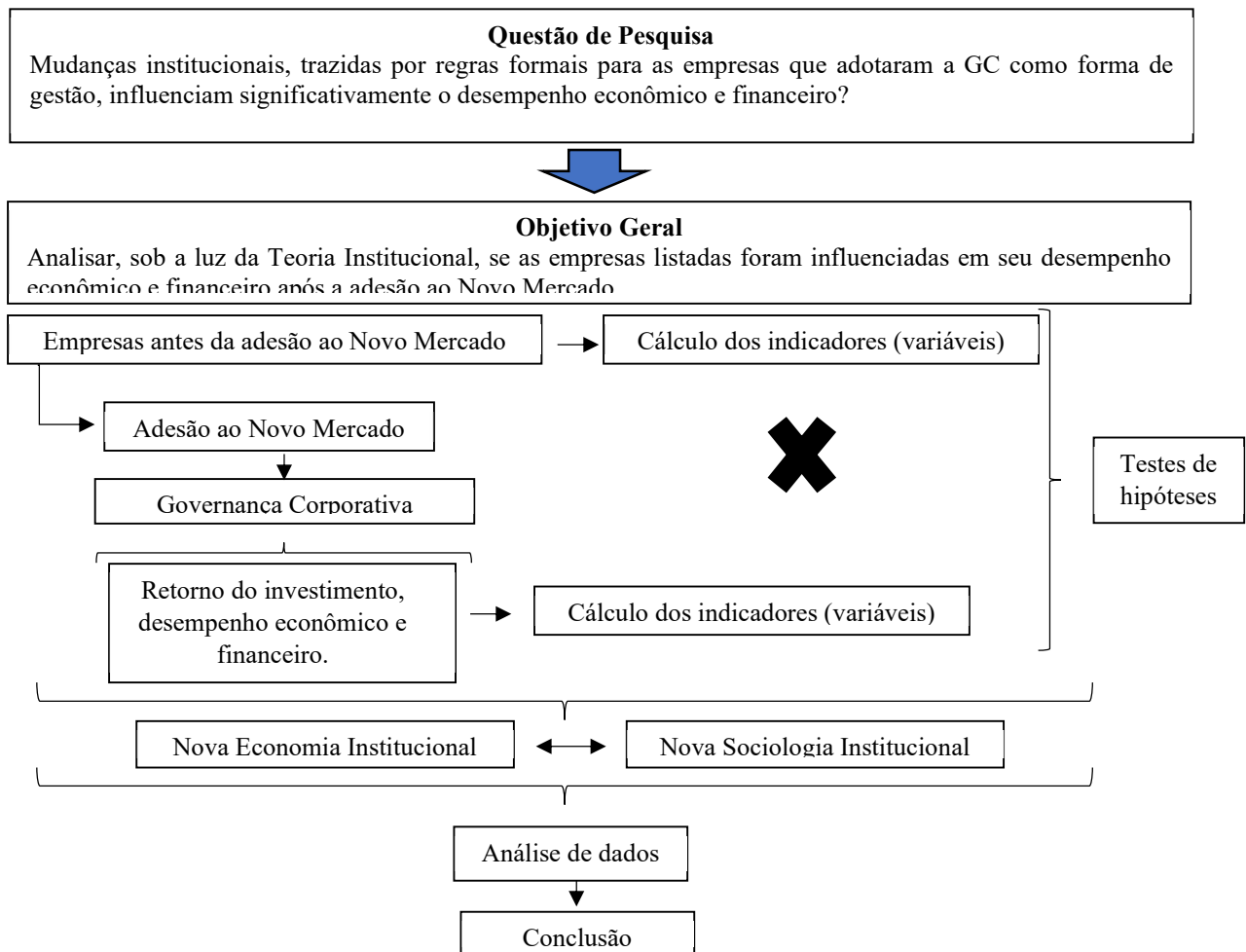


Figura 3. Desenho da pesquisa.

3.2 COLETA DE DADOS

A definição da amostra de pesquisa seguiu alguns critérios de triagem, feitos com o objetivo de melhorar a qualidade dos dados e consequentemente das análises. Primeiramente foram listadas todas as empresas que estavam no segmento do Novo Mercado da [B]³, em 31 de dezembro de 2018, e depois foi identificado quando cada uma aderiu a esse segmento.

Ao listar as empresas que estavam listadas no segmento do Novo Mercado, foram contadas 139 empresas de capital aberto que estavam neste segmento. Destas, 67 empresas foram identificadas como companhias atuantes do setor financeiro. Conforme Beiner *et al* (2003), empresas do setor financeiro possuem características peculiares em seu desempenho econômico e financeiro, devendo ser tratadas separadamente. Portanto, devido a isso, estas empresas foram excluídas da amostra da pesquisa.

Dessa forma foram encontradas 72 empresas que aderiram ao Novo Mercado, porém, destas, 9 ainda foram excluídas por terem feito a adesão ao segmento fora do período de análise, obtendo como número final da amostra 63 empresas listadas no Novo Mercado.

A amostra foi composta por empresas de capital aberto, listadas no segmento no Novo Mercado da [B]³ e com informações disponíveis na Economática®, onde os dados foram coletados em períodos trimestrais. O período de análise delimitou-se ao ano de 2008 até o de 2018. Já o período em que a empresa aderiu ao Novo Mercado foi identificado através de uma *dummy*, onde 0 corresponde ao período “Antes do Novo Mercado” e 1 corresponde ao período “Após o Novo Mercado”.

Em razão das mudanças nos registros contábeis trazidas pela Lei 11.638/2017, a partir do ano de 2008 os resultados apresentados nas demonstrações tiveram grandes variações. Santos e Calixto (2010) verificaram os resultados pela nova norma em médios superiores aos apurados pela norma anterior. Assim, para este trabalho, o período analisado foi separado em “Antes IFRS” e “Após IFRS”, a fim de melhorar a comparabilidade do estudo.

Para verificar se as mudanças ocorridas nas empresas do Novo Mercado tinham relação com o fato de elas migrarem para tal segmento, foram coletadas amostras de 65 empresas que não estavam no Novo Mercado ou que já estavam antes do período desta pesquisa. Para a seleção destas empresas, foram considerados os setores de consumo cíclico, utilidade pública e bens materiais. Dessa forma, foi verificado se existe correlação do indicador com as empresas fora do segmento do Novo Mercado.

3.3 VARIÁVEIS

Como explicam Missio e Jacobi (2007), a utilização de variáveis *dummy* permite que o modelo de regressão seja uma ferramenta flexível e com condições de resolver os problemas encontrados em estudos empíricos. Os modelos que utilizam variáveis qualitativas são chamados de análise de variância (ANOVA), enquanto os modelos com variáveis quantitativas são chamados de análise de covariância (ANCOVA).

Para este trabalho foram utilizadas três variáveis, Dependente, Independente e de Controle, aplicadas dentro de um modelo de análises de variáveis quantitativas, verificadas pela análise descritiva para cada indicador e empresa.

3.3.1 Variáveis Dependentes

A contabilidade oferece ferramentas para analisar o desempenho financeiro e econômico das empresas através de indicadores (Marquezan et al. 2019). Estes têm como objetivo auxiliar os usuários nas avaliações para tomadas de decisões, de acordo com suas necessidades (Silva, 2013).

Os indicadores são utilizados em pesquisas científicas para satisfazer características qualitativas de relevância (Miltersteiner, 2003). Além disso, eles facilitam a obtenção de informações mediante um investimento e reduz o efeito da racionalidade limitada pelo excesso de dados a serem processados (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Macedo & Fontes, 2009). Kos (2017) também afirma que o desempenho de uma companhia pode ser medido pelo alcance da meta preestabelecida.

Para a realização deste estudo, foram utilizados os indicadores de desempenho econômico-financeiro identificados por meio de levantamento feito para conhecer a frequência com que foram utilizados em pesquisas nacionais, a partir de 2010. Este levantamento foi realizado pela pesquisadora Sônia Raifur Kos, para sua tese de doutorado em 2017.

Tabela 1
Variáveis Dependentes

Nome	Fórmula	Referências
Endividamento Geral	ET / PL	
Valor Patrimonial da Ação	PL / Qtde. Ações	Gitman (1997/2014); Hendrisken e Van Breda (1999/2009); King
Lucro por ação	LL / Qtde. Ações	(2001); Dutra Junior (2001);
Custo de capital de terceiros	Desp. Finan/Empréstimos	Ohlson e Juetner-Nauroth
Economic Value Added (EVA®)	Vendas - Desp.Operacionais - Desp.Finan.	(2005); Ohlson e Lopes (2007);
EBITDA	LL + Dep/Amt + Desp.Fin+Imp.Lucro	Frezatti e Aguilár (2007); Bruno e Claessens (2007); Huang,
ROA - Retorno sobre o Ativo	LL / Ativo Total	Tsai, Yen (2007); Rogers et al
ROE - Retorno do Patrimônio Líquido	LL / Patrimônio Líquido	(2008); Salotti e Yamamoto
Giro do Ativo	Vendas Líquidas / Ativo	(2008), Nardi et al (2009),
Margem Líquida	(LL / Vendas Líquidas) x 100	Klotzle e Pinto (2013); Míret-Pastor et al (2014); Caixa e
Margem Operacional	LB / RL	Krauter (2014); Ungureanu et al
Liquidez Seca	(AC – Est. – Desp. Antecip) / PC	(2015); Stewart III (1994).
Liquidez Corrente	AC/ PC	
Liquidez Geral	(AC + ANC) / (PC + PNC)	
Liquidez Imediata	Disponível / Passivo circulante	

Nota. Fonte: Adaptado de Influência do desempenho econômico-financeiro sobre conteúdo emocional evidenciado no relatório da administração (Tese de Doutorado). Kos, 2017.

3.3.2 Variáveis Independentes

De acordo com Marconi e Lakatos (2003), a variável independente afeta outra variável, é o fator determinante, condição ou causa para determinado resultado, e é por meio dela que o pesquisador busca a relação com o fenômeno observado. Neste trabalho, as variáveis independentes foram as companhias analisadas no período de 2008 a 2018.

A seleção das variáveis independentes foram as empresas que estavam no segmento do Novo Mercado na data de 31 de dezembro de 2018. Por meio da planilha disponibilizada no sítio da [B]³, foi possível identificar quais empresas migraram para o Novo Mercado durante o período analisado e quais já estavam antes da análise.

Tabela 2
Quantidade de empresas por segmento

Segmento	Quantidade
Novo Mercado (NM)	139
Nível 2 (N2)	21
Nível 1 (N1)	26
BOVESPA Mais (MA)	15
BOVESPA Mais Nível 2 (MA N2)	2
Total	203

Fonte: [B]³, 2020.

Foi identificado nas informações divulgadas pela [B]³ que 67 empresas eram do setor financeiro, como bancos, *factoring* e outras deste ramo. Estas empresas não foram consideradas na análise por possuírem indicadores bem distintos dos demais setores. Foram também retiradas aquelas que aderiram ao segmento do Novo Mercado fora do período analisado por esta pesquisa, restando assim 63 companhias.

Tabela 3
Quantidade de empresas por setor – Novo Mercado

Área Setorial	Quantidade
Consumo Cíclico	20
Materiais Básicos	1
Bens Industriais	8
Comunicações	1
Consumo não Cíclico	3
Seguros	8
Materiais Básicos	3
Petróleo. Gás e Biocombustíveis	6
Saúde	8
Tecnologia da Informação	2
Utilidade Pública	3
Total	63

Fonte: adaptado de [B]³, 2019.

3.3.3 Variáveis de Controle

Malhotra (2008) explica que a variável de controle é um grupo experimental, onde, por meio da observação, é possível minimizar os efeitos que podem ocorrer naturalmente entre as variáveis dependentes, como nas de controle. Morettin e Bussab (2006) orientam que para um experimento é comum retirar duas amostras independentes de cada população, é o típico caso de quando se compara uma nova droga para o combate de uma doença.

Neste trabalho, as variáveis de controle foram a empresas que já estavam antes do período desta pesquisa. Por meio da planilha disponibilizada no sítio da [B]³, foi possível identificar quais empresas que estavam neste grupo migraram e assim também analisar os indicadores (variáveis dependentes) de suas demonstrações divulgadas trimestralmente para o mercado financeiro, durante o período de 2008 a 2018.

Tabela 4
Quantidade de empresas por setor – Demais Setores

Área Setorial	Quantidade
Bens Industriais	3
Consumo Cíclico	20
Materiais Básicos	1
Bens Industriais	8
Consumo não Cíclico	12
Seguros	9
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1
Saúde	2
Tecnologia da Informação	2
Utilidade Pública	7
Total	65

Fonte: adaptado de [B]³, 2019.

3.4 MÉTODOS

3.4.1 Séries Temporais

Conforme Morettin e Tolo (2004), analisar uma série temporal pode explicar seu comportamento em determinado período observado. De acordo com os autores, as séries podem ser classificadas como discretas, contínuas, determinísticas, estocásticas, multivariadas e multidimensionais. Além disso, o modelo *Box & Jenkins* permite o ajustamento de modelos autorregressivos em médias móveis.

Nesta pesquisa as séries analisadas foram classificadas como contínuas, pois os valores foram coletados de maneira contínua durante o período analisado (Xavier, 2016). O modelo *Box & Jenkins* não foi utilizado, porque para cada empresa e indicador o tamanho da série é pequena, o que inviabiliza bastante seu uso.

Sobre tendência e sazonalidade, Xavier (2016) explica que a primeira é quando existe uma variação constante durante um período na série observada, seja por declínio, seja por crescimento. Já a sazonalidade acontece quando há padrões semelhantes em determinados períodos, como o padrão de vendas para produtos gelados, que é mais alto no verão. Nesta dissertação, o modelo não considerou sazonalidade, no entanto considerou tendência na intervenção, uma vez que foi avaliado se há ou não efeito pré ou pós-Novo Mercado.

Em busca de um modelo estatístico que atendesse ao objetivo da pesquisa, foi adotado o modelo de análise mais simples, ou seja, as adesões ao Novo Mercado ocorreram em momentos diferentes pelas empresas e o número de observações foi pequeno, o que inviabilizou a utilização de modelos como *Box & Jenkins*. Dessa forma, foi considerada série a série, assim como foi feito um ajustamento para cada indicador e empresa, a fim de testar a significância de intervenção.

3.4.2 Análise descritiva

A análise descritiva dos resultados é utilizada para a obtenção de gráficos e tabelas de frequência a fim de caracterizar as observações. Para a descrição dos resultados serão utilizadas a frequência absoluta e a porcentagem para as variáveis categóricas. A frequência absoluta (n_i) é dada pelo número de vezes em que uma determinada variável assume um determinado valor/categoria em questão. Já a porcentagem (p_i) é o resultado da razão entre a frequência absoluta e o tamanho da amostra, multiplicado por 100, isto é, $100 \cdot \frac{n_i}{n} \%$.

Para buscar responder à hipótese da pesquisa, foram definidos 14 indicadores de desempenho, que foram testados nas demonstrações financeiras, trimestralmente, no período de 2008 a 2018, identificando em que momento a empresa entrou para o segmento do Novo Mercado. Como cada uma aderiu em tempos distintos, foi necessária uma técnica que atendesse aos seguintes pressupostos:

- considerar a dependência temporal, uma vez que se analisa séries ao longo do tempo;
- séries temporais multivariadas;
- um modelo múltiplo, ou seja, que permita a inserção de variáveis exógenas;
- ser capaz de avaliar a mudança em um determinado ponto do tempo, para avaliar a presença ou não de impacto após esta alteração.

3.4.2.1 Correlação

Para avaliar a relação entre as variáveis, foi aplicado o teste de correlação de Pearson (r) (1986), dado por:

$$r = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i y_i - (\sum_{i=1}^n x_i)(\sum_{i=1}^n y_i)}{\sqrt{[n \sum_{i=1}^n x_i^2 - (\sum_{i=1}^n x_i)^2][n \sum_{i=1}^n y_i^2 - (\sum_{i=1}^n y_i)^2]}}$$

O coeficiente r varia no intervalo de $(-1, 1)$. O sinal indica a direção da correlação, inversa (negativa) ou direta (positiva), enquanto o valor indica a força da correlação. Quanto mais próximo o coeficiente estiver de -1 ou 1 , mais forte é a correlação entre as variáveis. Por outro lado, se a correlação for igual a zero, não existe relação entre as variáveis em estudo.

3.4.2.2 Testes de séries temporais

Para avaliar os pressupostos de aleatoriedade, estacionariedade e a presença de tendência nas séries temporais de cada indicador, por companhia, foram aplicados os seguintes testes:

- Teste ordenado de Von Neumann: tem por hipótese nula a aleatoriedade da série temporal, sendo a estatística do teste baseada nas diferenças sucessivas (ordenadas) das observações.
- Teste de Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS): tem por hipótese nula a estacionariedade da série temporal, sendo a estatística do teste baseada na decomposição da série em componentes de tendência, passeio aleatório e erro.
- Teste Wald-Wolfowitz: tem por hipótese nula a ausência de tendência da série temporal, sendo a estatística do teste baseada na comparação dos valores com a mediana.

Para todos os testes o nível de significância foi fixado em 5%.

3.4.2.3 Análise de intervenção por indicador e empresa

Pode-se ajustar um modelo de regressão de séries temporais considerando a intervenção, ou seja,

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 (X_{1t} * X_{2t}) + \varepsilon_t,$$

em que:

- y_t é a variável resposta, isto é, o indicador econômico;
- β_0 é o intercepto;

- β_1, β_2 e β_3 são os demais coeficientes respectivos às suas variáveis;
- X_{1t} é a variável indicadora da intervenção, ou seja, o Novo Mercado;
- X_{2t} é a variável indicadora de tempo, ou seja, o trimestre em questão.

Assim, testou-se a significância do coeficiente β_3 a fim de avaliar a intervenção sob um nível de 5% de significância. Todas as análises foram realizadas com o auxílio do ambiente estatístico R (R Development Core Team), versão 3.5.

3.4.2.4 Análise de intervenção por indicador

Pôde-se ajustar um modelo de regressão de séries temporais considerando a intervenção, ou seja,

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 (X_{1t} * X_{2t}) + \beta_4 X_4 + \varepsilon_t,$$

em que:

- y_t é a variável resposta, isto é, o indicador econômico;
- β_0 é o intercepto;
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 são os demais coeficientes respectivos às suas variáveis;
- X_{1t} é a variável indicadora da intervenção, ou seja, o Novo Mercado;
- X_{2t} é a variável indicadora de tempo, ou seja, o trimestre em questão;
- X_4 é a variável indicadora da companhia.

Assim, testou-se a significância do coeficiente β_3 a fim de avaliar o efeito da intervenção sob um nível de 5% de significância.

3.4.2.5 Similaridade entre séries temporais

Uma possibilidade para avaliar a proximidade entre duas séries temporais (Y_{1t}, Y_{2t}) é utilizar métricas de distância, sendo a mais comum a Distância Euclidiana, dada por:

$$\sqrt{\sum_{t=1}^m (Y_{1t} - Y_{2t})^2}.$$

3.4.2.6 Agrupamento

Com o objetivo de agrupar as observações em grupos que apresentam características similares, foi utilizada a análise de *cluster*, pelo método de agrupamento hierárquico *complete linkage*, o qual encontra *clusters* semelhantes por meio de um critério de proximidade, baseado na distância máxima entre objetos de dois *clusters* (a distância entre os membros mais diferentes de cada *cluster*). Em cada estágio da aglomeração, os dois grupos com a menor distância máxima (mais semelhantes) são combinados (Hair et al. 2009).

Para investigar a possível associação entre os grupos formados e a adesão ao Novo Mercado, foi utilizado o teste exato de Fisher, uma alternativa ao teste qui-quadrado, sendo preferível para tabelas de contingência em que existem valores esperados menores que 5.

3.4.3 Definições das Hipóteses

As hipóteses ou proposições são afirmações provisórias sobre determinados fenômenos observados (Cooper & Schindler, 2003, 2008). Forza (2002) afirma que tais declarações devem ser feitas de maneira que possam ser testáveis. Dessa forma, para ajudar a responder ao problema de pesquisa, foram elaboradas as hipóteses a seguir.

Para verificar se o endividamento geral melhorou ou aumentou durante o período analisado, foi criada a seguinte hipótese:

H1: O endividamento geral das empresas se alterou significativamente após adesão ao Novo Mercado.

Para verificar se o valor patrimonial da ação melhorou ou reduziu durante o período analisado, foi testada a seguinte hipótese:

H2: O valor patrimonial da ação se alterou significativamente após adesão ao Novo Mercado.

Para verificar se o lucro por ação melhorou ou reduziu durante o período analisado, foi testada a seguinte hipótese:

H3: O lucro por ação se alterou significativamente após adesão ao Novo Mercado.

Sobre a análise do custo capital de terceiros, para verificar se melhorou ou aumentou, a seguinte hipótese foi testada:

H4: O custo de capital de terceiros se alterou significativamente após adesão ao Novo Mercado.

Com relação ao EVA®, para verificar se houve melhoria ou redução neste indicador, a seguinte hipótese foi testada:

H5: As empresas apresentam o indicador EVA® estatisticamente diferente no período posterior à adesão ao Novo Mercado.

Com relação ao EBITDA, para verificar se houve melhoria ou redução neste indicador, a seguinte hipótese foi testada:

H6: As empresas apresentam o EBITDA estatisticamente diferente no período posterior à adesão ao Novo Mercado.

Sobre a estrutura de capital, para verificar se houve melhoria ou redução no Retorno sobre o Ativo (ROA), foi testada a seguinte hipótese:

H7: As empresas apresentam Retorno sobre o Ativo (ROA) estatisticamente diferente no período posterior à adesão ao Novo Mercado.

Sobre a estrutura de capital, para verificar se houve melhoria ou redução no Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), foi testada a seguinte hipótese:

H8: As empresas apresentam Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) estatisticamente diferente no período posterior à adesão ao Novo Mercado.

A hipótese H5 indica que a empresa busca potencializar seu resultado, mostrando comprometimento com os interesses dos acionistas. Na H1, a redução do endividamento mostra a responsabilidade dos gestores em manter a sustentabilidade financeira do negócio, sem comprometer a disponibilidade de recursos.

As hipóteses H6, H7 e H8 estão relacionadas à estrutura de capital e à capacidade de geração de caixa da empresa, demonstrando como foi a administração atual em cada período analisado da amostra. As hipóteses H2 e H3 evidenciam quais foram os resultados obtidos com a mudança de gestão, ou seja, após a adoção da GC.

4 ANÁLISES E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

O trabalho foi realizado conforme a amostra final, na qual inicialmente foram identificadas 139 empresas. Após as análises das companhias, foram excluídas da amostra aquelas que eram do setor financeiro e aquelas que tinham entrado no Novo Mercado fora do período de análise, restando, portanto, 63 empresas a serem testadas estatisticamente.

Para a realização do primeiro teste, foi considerado o primeiro grupo da amostra, as empresas do Novo Mercado, cujos períodos pré e pós-intervenção foram identificados para análise como variáveis independentes. No segundo teste, foi inserido o grupo das empresas de segmentos, analisadas como variáveis de controle.

Dessa forma, testou-se a significância da intervenção (Novo Mercado) para cada empresa e indicador, considerando empresas que tivessem no mínimo 3 resultados na pré ou pós-intervenção.

Observações Iniciais de Empresas Novo Mercado	72
(-) Exclusões das empresas sem adesão no período analisado	9
(=) Amostra final para aplicação do Índice Empresas Novo Mercado	63
Observações Iniciais de Empresas que já estavam no Novo Mercado	65
Total de Empresas Analisadas	128

Figura 4. Amostra Final.

Fez-se então a aplicação de um modelo para cada indicador, em que se apresentaram os valores p do termo de intervenção do Novo Mercado. Depois, esse modelo foi ajustado para um de intervenção, somente para empresas que passaram pela adesão.

Tabela 5
Medidas descritivas dos indicadores considerados

Indicador	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Não informado	Outliers
Custo de capital de terceiros	39,56	536,68	0,00	4,24	20275,00	965	220
<i>EBITDA</i>	322,71	7041,97	0,01	19,12	283631,71	836	86
Endividamento geral	264,48	962,86	1,32	105,87	24248,38	712	209
EVA	5699118,91	60569457,99	0,00	18,97	1038828593,60	796	192
Giro do Ativo	4567,54	205961,97	0,00	0,14	9390516,54	761	121
Liquidez Corrente	2,21	2,80	0,01	1,65	69,50	737	116
Liquidez Geral	1,25	2,38	0,01	0,94	70,57	737	194
Liquidez Seca	1,97	2,79	0,01	1,46	69,50	737	145
Lucro por Ação	10,84	79,61	0,00	0,27	1440,06	734	288
Margem Líquida	2566,55	103924,61	0,02	10,35	4699211,11	792	163
Margem Operacional	47,35	174,99	0,27	37,28	7200,00	792	10
ROA – Retorno sobre o Ativo	2,63	7,45	0,00	1,49	199,49	735	158
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	7,31	34,03	0,00	3,11	1335,14	770	204
Valor Patrimonial da Ação	115,35	689,02	0,06	8,75	7332,78	712	317

A princípio, independentemente do trimestre ou adesão ao Novo Mercado, a Tabela 5 apresenta as medidas descritivas dos 14 indicadores utilizados nas análises, destacando que das 2.840 observações coletadas de cada indicador, de 25% a 34% dos dados não foram informados, sendo a maior porcentagem referente ao indicador de Custo de capital de terceiros. Também se destaca a presença de alguns *outliers* (detectados pelo método de construção de *boxplots*), sendo o indicador Lucro por ação o que apresentou a maior quantidade, que equivale a cerca de 10% das observações.

Tabela 6
Correlação entre os indicadores considerados.

	Custo de capital de terceiros	EBITDA	Endividamento geral	EVA	Giro do Ativo	Liquidez Corrente	Liquidez Geral	Liquidez Seca	Lucro por Ação	Margem Líquida	Margem Operacional	ROA – Retorno sobre o Ativo	ROE – Retorno do Patrimônio Líquido
<i>EBITDA</i>	0,01												
Endividamento geral	-0,01	-0,01											
EVA	-0,01	0,00	0,15*										
Giro do Ativo	0,00	0,90*	-0,01	0,00									
Liquidez Corrente	0,16*	0,22*	-0,09*	-0,04	0,19*								
Liquidez Geral	0,20*	0,05*	-0,06*	-0,03	0,02	0,87*							
Liquidez Seca	0,17*	0,23*	-0,09*	-0,04*	0,19*	0,99*	0,86*						
Lucro por Ação	-0,01	0,00	0,13*	-0,01	0,00	-0,06*	-0,03	-0,04*					
Margem Líquida	0,00	0,95*	0,00	0,00	0,04	-0,01	-0,01	-0,01	0,08*				
Margem Operacional	0,02	0,86*	-0,02	-0,02	0,40*	0,11*	0,05*	0,11*	0,05*	0,91*			
ROA – Retorno sobre o Ativo	0,03	0,06*	0,00	0,01	0,00	0,01	0,04	0,02	0,20*	0,24*	0,23*		
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	0,00	0,01	0,76*	0,05*	0,00	-0,03	-0,01	-0,03	0,15*	0,02	-0,01	0,24*	
Valor Patrimonial da Ação	-0,01	0,00	0,02	-0,01	0,00	-0,05*	-0,02	-0,04	0,53*	0,03	0,01	0,00	0,00

* valor $p < 0,05$.

Ainda independentemente do trimestre ou adesão ao Novo Mercado, vê-se na Tabela 6 que a correlação entre diversos dos indicadores avaliados se mostrou significativa, ao nível de 5% de significância, de acordo com os resultados do teste de correlação de *Pearson*. Destaca-se que as correlações mais fortes foram observadas entre os indicadores Liquidez corrente e Liquidez seca (coeficiente de 0,99), entre o *EBITDA* e a Margem líquida (coeficiente de 0,95) e entre a Margem Líquida e a Margem operacional (coeficiente de 0,91).

Tabela 7

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, por indicador

Indicador	Novo Mercado	Frequência relativa (%)	
		Decrescimento	Crescimento
Custo de capital de terceiros	Pré	47,41	52,59
	Pós	50,04	49,96
<i>EBITDA</i>	Pré	51,56	48,44
	Pós	49,78	50,22
Endividamento geral	Pré	49,91	50,09
	Pós	52,03	47,97
EVA	Pré	49,52	50,48
	Pós	50,98	49,02
Giro do Ativo	Pré	47,31	52,69
	Pós	46,62	53,38
Liquidez Corrente	Pré	53,12	46,88
	Pós	51,82	48,18
Liquidez Geral	Pré	49,83	50,17
	Pós	48,39	51,61
Liquidez Seca	Pré	53,47	46,53
	Pós	52,02	47,98
Lucro por Ação	Pré	49,19	50,81
	Pós	47,7	52,3
Margem Líquida	Pré	49,37	50,63
	Pós	49,58	50,42
Margem Operacional	Pré	49,16	50,84
	Pós	51,04	48,96
ROA – Retorno sobre o Ativo	Pré	49,91	50,09
	Pós	48,47	51,53
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	Pré	49,28	50,72
	Pós	49,41	50,59
Valor Patrimonial da Ação	Pré	51,99	48,01
	Pós	47,97	52,03

Nos testes de séries temporais, a homogeneidade, aleatoriedade e presença de tendências nas séries por companhia e indicador foram avaliadas, sendo os resultados em termos de frequência relativa dos testes significativos não apresentados a seguir.

Tabela 8

Frequência relativa dos testes significativos para os pressupostos de homogeneidade, aleatoriedade e tendência, por indicador

Indicador	Aleatoriedade	Estacionariedade	Tendência
Custo de capital de terceiros	54,50	18,20	42,40
<i>EBITDA</i>	44,10	23,50	36,80
Endividamento geral	91,40	2,86	80,00
EVA	46,40	40,60	39,10
Giro do Ativo	75,40	5,80	58,00
Liquidez Corrente	85,50	0,00	75,40
Liquidez Geral	89,90	0,00	87,00
Liquidez Seca	79,70	0,00	71,00
Lucro por Ação	41,40	38,60	32,90
Margem Líquida	41,20	36,80	35,30
Margem Operacional	72,10	4,41	55,90
ROA – Retorno sobre o Ativo	40,00	38,60	37,10
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	32,90	37,10	27,10
Valor Patrimonial da Ação	94,30	2,86	85,70

Pela Tabela 8 vê-se que, para o indicador ROE, a hipótese nula de aleatoriedade da série temporal foi rejeitada para apenas 32,90% das companhias avaliadas, enquanto para os indicadores Endividamento geral e Valor patrimonial das ações, tal porcentagem é superior a 90%, pelo teste de Von Neumann. Por outro lado, pelo teste KPSS, vê-se que a hipótese nula de estacionariedade não foi rejeitada para nenhuma das companhias avaliadas em relação aos indicadores de Liquidez (corrente, geral e seca).

Já a presença de tendência foi significativa para 80% ou mais das companhias em relação aos indicadores Endividamento geral, Liquidez geral e Valor patrimonial das ações, de acordo com os resultados do teste de Wald-Wolfowitz. A aleatoriedade e presença de tendências nas séries temporais por companhia e indicador foram avaliadas, sendo os resultados em termos de frequência relativa dos testes significativos não apresentados a seguir.

Com relação à modelagem por indicador, fez-se a aplicação de um modelo para cada um, em que se apresentam os valores p do termo de intervenção do Novo Mercado, que se ajusta a um modelo de intervenção somente empresas que passaram pela adesão. Fez-se então a aplicação de um modelo para cada indicador e empresa, resultando em 577 testes. Para tal, utilizaram-se empresas com no mínimo 8 observações totais e 3 observações presentes em um dos períodos, para que houvesse convergência do modelo.

Para melhor compreensão, foi realizado o detalhamento de cada indicador, verificando se houve variação positiva ou negativa após a adesão ao Novo Mercado.

Tabela 9

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Custo de capital de terceiros

	Decrescimento	Crescimento
Pré	47,41	52,59
Pós	50,04	49,96

A Tabela 9 indicou que no período pré-adesão o número de observações do custo de capital de terceiros era maior do que no pós, isto é, houve redução no custo de capital. Verificou-se que 50,04% das observações mostram que o custo de capital reduziu após a migração para o Novo Mercado. Nota-se também que no período pré-adesão o custo de capital de terceiros (52,59%) era maior para essas empresas. Por meio da análise descritiva, foi calculado o valor de p em 0,9289, identificando que não foi estatisticamente significativo sob um nível de 5% de significância.

Tabela 10

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador EBITDA

	Decrescimento	Crescimento
Pré	51,56	48,44
Pós	49,78	50,22

Por meio da Tabela 10, é possível verificar que no período de pré-adesão ao Novo Mercado, o *EBITDA* era maior que no da pós-adesão. Nota-se que no período pré-adesão houve

menos crescimento do indicador *EBITDA* (48,44%), em comparação com o período de quando a empresa migrou para o Novo Mercado. Por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,8341, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 11

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Endividamento Geral

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,91	50,09
Pós	52,03	47,97

A Tabela 11 mostra que no período pré-adesão o endividamento geral era maior do que no pós, isto é, houve redução no indicador após a adesão ao Novo Mercado. Por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,9023, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 12

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador EVA

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,52	50,48
Pós	50,98	49,02

Pela Tabela 12, nota-se que no período pré-adesão o EVA era menor, ou seja, houve crescimento deste indicador a partir da adesão ao Novo Mercado. Por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,9906, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 13

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Giro do Ativo

	Decrescimento	Crescimento
Pré	47,31	52,69
Pós	46,62	53,38

Por meio da Tabela 13, nota-se que o Giro do Ativo foi maior no período de pós-adesão ao Novo Mercado. Assim, o indicador mostrou-se mais favorável para as empresas após migrarem para o novo segmento. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,9053, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 14

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Liquidez Corrente

	Decrescimento	Crescimento
Pré	53,12	46,88
Pós	51,82	48,18

Pela Tabela 14, nota-se que o indicador mostrou-se mais favorável para as empresas após migrarem para o Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,2858, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 15

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Liquidez Geral

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,83	50,17
Pós	48,39	51,61

Por meio da Tabela 15, nota-se que o indicador se mostrou mais favorável para as empresas após migrarem para o Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,3315, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 16

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Liquidez Seca

	Decrescimento	Crescimento
Pré	53,47	46,53
Pós	52,02	47,98

Pela Tabela 16, nota-se que o indicador se mostrou mais favorável para as empresas após migrarem para o Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,2733, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 17

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Lucro por Ação

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,19	50,81
Pós	47,70	52,30

Pela Tabela 17, nota-se o indicador apresentou crescimento após o período de pós-adesão ao Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p

em 0,9966, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 18

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Margem Líquida

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,37	50,63
Pós	49,58	50,42

Pela Tabela 18, nota-se que o indicador se apresentava mais favorável no período de pré-adesão. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,9309, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 19

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Margem Operacional

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,16	50,84
Pós	51,04	48,96

Pela Tabela 19, nota-se que o indicador se apresentava mais favorável no período de pré-adesão. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,4103,

identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que 0,05, não atingindo significância.

Tabela 20

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador ROA

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,91	50,09
Pós	48,47	51,53

Pela Tabela 20, nota-se que o indicador mostra ser melhor no período pós-adesão ao Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,5698, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que o nível de 5% de significância.

Tabela 21

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador ROE

	Decrescimento	Crescimento
Pré	49,28	50,72
Pós	49,41	50,59

Pela Tabela 21, nota-se que o indicador se apresentava mais favorável no período de pré-adesão e menos favorável para as empresas após migrarem para o Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,8771, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que o nível de 5% de significância.

Tabela 22

Frequência relativa de mudanças negativas e positivas para as empresas pré e pós-adesão, para o indicador Valor Patrimonial da Ação

	Decrescimento	Crescimento
Pré	51,99	48,01
Pós	47,97	52,03

Pela Tabela 22, nota-se que o indicador se mostrou mais favorável para as empresas após migrarem para o Novo Mercado. No entanto, por meio da análise descritiva, foi calculado o valor p em 0,9437, identificando que ele não foi estatisticamente significativo, pois o valor foi maior que o nível de 5% de significância.

Tabela 23

Frequência absoluta e relativa de resultados para a intervenção, para empresas e indicadores

Resultado	Frequência Absoluta	Frequência Relativa (%)
Não significante	444	76,95
Significante	133	23,05
Total	577	100,00

Pela Tabela 23, nota-se que 76,95% dos testes não foram estatisticamente significativos. Avalia-se então dos significantes qual foi o percentual de crescimento (sinal positivo) ou decrescimento (sinal negativo), dada a adesão ao Novo Mercado. Embora os resultados dos indicadores tenham apontado que na totalidade da pesquisa realizada não são significativos, foi feita a análise das observações que apontaram significância (133 observações).

Tabela 24

Frequência absoluta e relativa do sinal dos resultados significantes para a intervenção, para todas as empresas e indicadores

Sinal	Frequência Absoluta	Frequência Relativa (%)
Positivo	66	49,62
Negativo	67	50,38
Total	133	100,00

Pela Tabela 24 nota-se que, dos resultados significantes, se obteve quase o mesmo número de empresas e indicadores crescendo ou decrescendo, isto é, das 133 observações significativas, 49,62% tiveram impacto de aumento nos indicadores, enquanto 50,38% tiveram redução.

Tabela 25

Frequência relativa de significância para a intervenção, por indicador

Indicador	Não significativa (%)	Significativa (%)
Margem Líquida	90,00	10,00
Margem Operacional	87,50	12,50
<i>EBITDA</i>	86,11	13,89
Lucro por Ação	82,5	17,50
Liquidez Corrente	80,00	20,00
Liquidez Seca	77,78	22,22
ROA – Retorno sobre o Ativo	77,50	22,50
Custo de capital de terceiros	76,32	23,68
Valor Patrimonial da Ação	76,09	23,91
Liquidez Geral	75,56	24,44
EVA	75,00	25,00
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	75,00	25,00
Giro do Ativo	65,00	35,00
Endividamento geral	56,52	43,48

Por meio da Tabela 25, vê-se que a maioria dos indicadores também não é significativa em função da adesão, já que a Margem Líquida só tem 10% das empresas significantes, enquanto o Endividamento Geral é o indicador em que houve mais empresas significantes (43,48%). É importante informar que a tabela tem por finalidade demonstrar a classificação de significância por indicador, porém, conforme demonstrado o valor p na análise descritiva, nenhum dos indicadores alcançaram 5% de significância estatística.

Tabela 26

Frequência relativa de significância para a intervenção, por sinal

Indicador	Negativo (%)	Positivo (%)
EVA	77,78	22,22
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	70,00	30,00
ROA – Retorno sobre o Ativo	66,67	33,33
Margem Operacional	60,00	40,00
Lucro por Ação	57,14	42,86
Valor Patrimonial da Ação	54,55	45,45
Endividamento geral	50,00	50,00
Giro do Ativo	50,00	50,00
Margem Líquida	50,00	50,00
Liquidez Geral	45,45	54,55
Custo de capital de terceiros	44,44	55,56
<i>EBITDA</i>	40,00	60,00
Liquidez Corrente	22,22	77,78
Liquidez Seca	20,00	80,00

A Tabela 26 teve como objetivo demonstrar quantos indicadores apresentaram intervenção positiva e quantos apresentaram intervenção negativa entre os testes que foram significativos por indicador. Vê-se que os indicadores de liquidez apresentaram um percentual de empresas maior no que se refere ao crescimento pós-adesão. Já em relação à redução, verificou-se que o EVA e o ROE são os indicadores que possuem o maior número de sinais negativos, isso representa que houve empresas que reduziram o EVA e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) após a adesão ao Novo Mercado.

Para averiguar se as mudanças de indicadores das empresas que migraram para o Novo Mercado se devem exclusivamente a tal mudança, foi realizado um teste observando o comportamento dos indicadores em empresas que não passaram pela adesão ao novo segmento, de maneira que fosse possível verificar se existe correlação entre os grupos. Essas empresas já estavam no Novo Mercado antes do período analisado por esta pesquisa.

Esta análise foi realizada a fim de avaliar se existe uma associação do grupo de empresas mais similares, entre as que aderiram ao Novo Mercado durante o intervalo analisado pela pesquisa, com o daquelas que já estavam no novo segmento. Para tanto, foi aplicada a técnica de *cluster* para agrupar empresas que apresentavam séries temporais similares por indicador.

Os resultados mostraram que, para a maior parte dos indicadores, uma única empresa foi alocada em um grupo e as demais em outro, de acordo com a medida de similaridade. Desse modo, existe uma empresa cujo comportamento dos indicadores é muito diferente das outras.

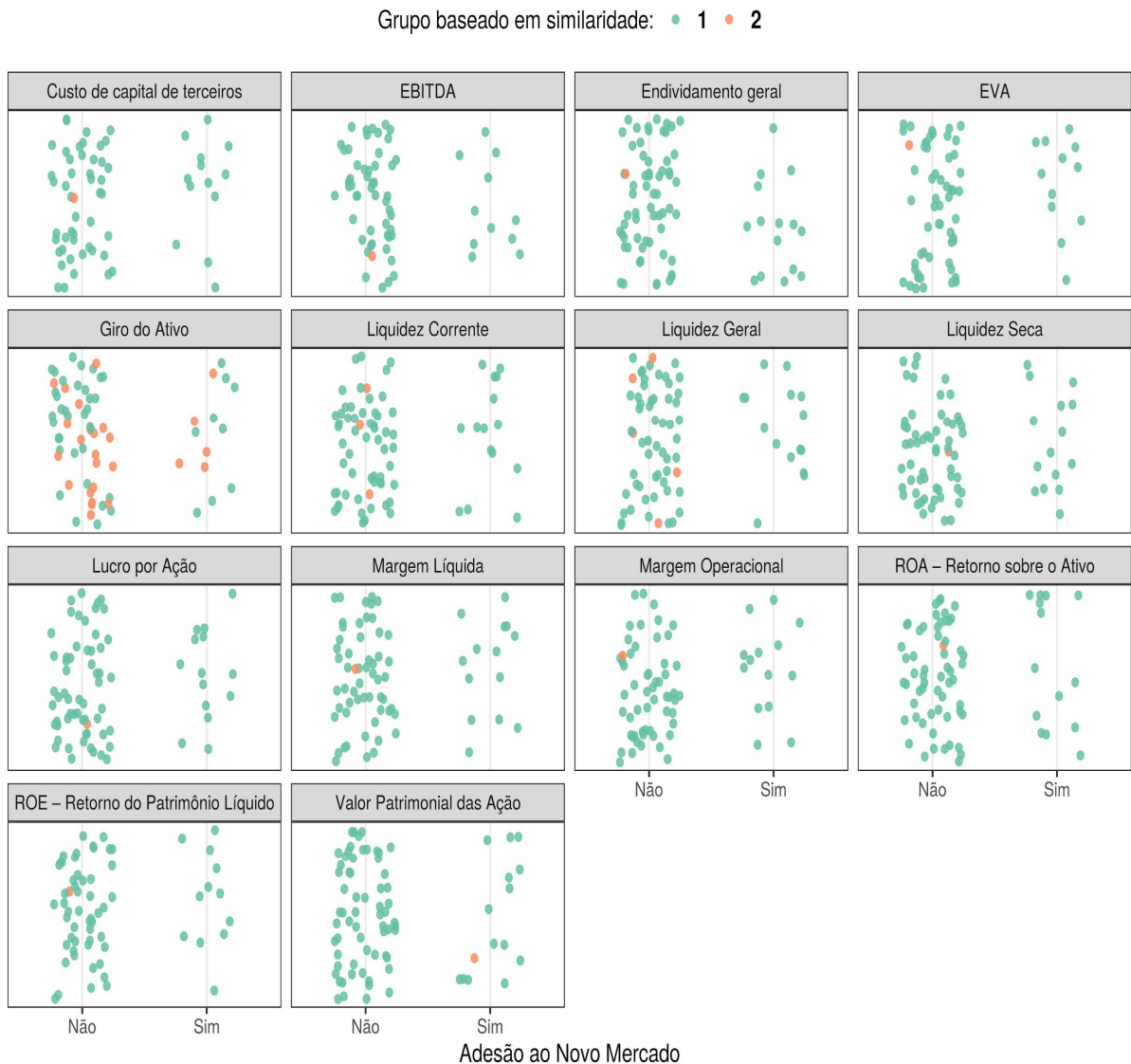


Figura 5. Gráfico de dispersão entre empresas que aderiram ao Novo Mercado, por indicador em escala linear.

Nota-se na Figura 6 que a maioria dos grupos formados possui uma única empresa e que isso se dá pela magnitude discrepante entre empresas, já que a similaridade é baseada em distância. Uma possibilidade é transformar os indicadores aplicando-se a escala logarítmica em cada um. Observa-se, portanto, que não existem diferenças significativas entre as empresas que estavam no Novo Mercado e as que estavam em outros segmentos.

Tabela 27

Frequência do número de empresas com e sem Novo Mercado e grupos formados pela similaridade, avaliados pelo teste exato de Fisher

Indicador	Novo Mercado	Grupo 1	Grupo2	Valor p
EVA	Não	55	1	0,999
	Sim	12	0	
ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	Não	51	1	0,999
	Sim	12	0	
ROA – Retorno sobre o Ativo	Não	58	1	0,999
	Sim	01	0	
Margem Operacional	Não	55	1	0,999
	Sim	14	0	
Lucro por Ação	Não	58	1	0,99
	Sim	14	0	
Valor Patrimonial da Ação	Não	63	0	0,1923
	Sim	14	1	
Endividamento geral	Não	62	1	0,999
	Sim	15	0	
Giro do Ativo	Não	35	21	0,999
	Sim	9	5	
Margem Líquida	Não	55	1	0,999
	Sim	14	0	
Liquidez Geral	Não	54	5	0,5762
	Sim	15	0	
Custo de capital de terceiros	Não	47	1	0,999
	Sim	13	0	
<i>EBITDA</i>	Não	51	1	0,999
	Sim	11	0	
Liquidez Corrente	Não	56	3	0,999
	Sim	15	0	
Liquidez Seca	Não	58	1	0,999
	Sim	15	0	

A Tabela 27 mostra que existe similaridade nos indicadores entre as empresas analisadas, independentemente do momento que aderiram ao Novo Mercado (Grupo 1). Esse teste foi

realizado verificando primeiramente a similaridade de resultados entre as empresas para cada indicador, constatando por meio da tabela que nenhum deles foi significativo.

Isso mostra que empresas que já estavam no Novo Mercado possuíam características semelhantes com as que aderiram posteriormente. Por exemplo, no indicador Lucro por Ação, foram identificadas 58 observações de empresas que já estavam no Novo Mercado e 14 observações das empresas que aderiram a ele a partir de 2008 e todas foram classificadas no mesmo grupo (Grupo 1), pois possuíam similaridades neste indicador.

Com exceção do indicador Giro do Ativo, onde foram identificados dois grupos de empresas com indicadores similares, a preponderância é de empresas que já estavam no Novo Mercado antes de 2008.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Okimura (2003) informa que em economias emergentes a concentração do controle de propriedade é muito acentuada. Claessens *et al* (2002), em um estudo feito em oito países asiáticos, apresentaram que 60% das empresas com ações em bolsa de valores possuíam uma família na gestão, com exceção do Japão. Lins (2003) também realizou estudos apontando que 69% das empresas de países emergentes eram controladas por menos de um bloco controlador.

Diante desse cenário, onde as grandes corporações são dirigidas por grupos familiares ou que possuem um bloco controlador, os pequenos investidores ficavam sujeitos ao total interesse dos mandatários dessas companhias, não podendo proteger seus interesses mediante o capital investido. A partir dessa necessidade, a [B]³ entendeu que precisaria oferecer segurança aos acionistas minoritários para que pudessem ter confiança em realizar aplicações nessas companhias.

Em 2000 foi lançado o segmento denominado Novo Mercado, com o objetivo de que a empresa que o aderisse seguisse um conjunto de regras societárias que ampliassem o direito do acionista, por meio de transparência na apresentação dos resultados, assim como da adoção de políticas estruturais que buscam o controle dos riscos do negócio.

A adoção ao segmento deve ser feita de maneira espontânea, o que demonstra que a empresa tem interesse em cumprir tais obrigatoriedades, por exemplo, os sócios majoritários devem respeitar as regras não sobrepondo seus interesses acima dos interesses da coletividade.

No entanto, a Teoria Institucional, proposta inicialmente por Douglass North, afirma que “as instituições são as regras do jogo de uma sociedade”, ou seja, em qualquer atividade de negócio desenvolvido pela empresa, além das regras formais, existem outros fatores que influenciam o resultado, os quais não podem ser considerados no momento da definição das regras. North exemplifica que em um jogo, embora haja regras, fatores como o clima, o tempo e a saúde dos jogadores também influenciam o resultado da partida.

O objetivo desta pesquisa foi analisar, sob a luz da Teoria Institucional, se o desempenho econômico e financeiro foi influenciado a partir do ingresso das empresas no segmento do Novo Mercado. Por meio do problema de pesquisa, “Mudanças institucionais trazidas por regras formais para as empresas que ingressaram no Novo Mercado influenciam significativamente o

desempenho econômico e financeiro?”, foram definidas hipóteses para que fosse possível fazer as observações necessárias para tal resposta.

A primeira hipótese testada foi a de analisar se o Endividamento Geral das empresas se alterou significativamente após a adesão ao Novo Mercado. Para isso, esse indicador foi extraído da base Economática®, referente às empresas que aderiram ao novo segmento durante o período analisado, e os resultados demonstraram que não existe alteração estatisticamente significativa no nível de Endividamento Geral após a adesão. Os resultados não corroboraram com os achados de Pinheiro *et al* (2017) que, ao analisarem as demonstrações financeiras entre o período 2010-2014, identificaram que empresas com práticas de GC possuíam níveis de endividamento mais baixo.

A segunda hipótese foi a de analisar se o Valor Patrimonial da Ação se alterou significativamente após a adesão ao Novo Mercado. Para isso, esse indicador foi extraído da base Economática®, referente às empresas que aderiram ao Novo Mercado durante o período analisado, e os resultados demonstraram que não existe alteração estatisticamente significativa no Valor Patrimonial da Ação após a adesão.

A terceira hipótese foi a de analisar se o Lucro por Ação alterou significativamente após a adesão ao Novo Mercado. Para isso, esse indicador foi extraído da base Economática®, para verificar se houve alterações durante o intervalo de tempo analisado, e foi identificado que o Lucro por Ação não foi alterado estatisticamente após a empresa aderir ao novo segmento.

A quarta hipótese foi a de analisar se o Custo de Capital de Terceiros teve alteração após aderir ao Novo Mercado. Foi identificado que não houve aumento ou redução estatisticamente significativa após a adesão, assim como os resultados não corroboraram com os de Fonseca e Silveira (2016), quando pesquisaram o custo de capital de 230 companhias durante o período de 2010-2014 e identificaram que a adoção de melhores níveis de governança corporativa reduziu o custo de capital de terceiros das companhias presentes na amostra.

A quinta hipótese foi a de analisar se o indicador EVA® teve alteração após a adesão ao Novo Mercado. Após as observações feitas durante o período analisado, verificou-se que esse indicador também não sofreu alterações estatisticamente significativas.

A sexta hipótese da pesquisa foi a de analisar se as empresas apresentaram o *EBITDA* estatisticamente diferente no período posterior à adesão ao Novo Mercado. Com as análises efetuadas deste indicador durante o período da pesquisa, constatou-se que ele também não teve alterações estatisticamente significativas.

A sétima hipótese a ser testada foi a de analisar se o Retorno sobre o Ativo (ROA) se alterou após a adesão ao Novo Mercado. Por meio da análise do indicador, extraído da Economática®, verificou-se que ele não teve oscilações estatisticamente significativas ao longo do período observado.

A oitava e última hipótese foi a de analisar se o Retorno do Patrimônio Líquido (ROE) sofreu alterações significativas após a adesão ao Novo Mercado. Depois da análise do indicador, concluiu-se que ele também não sofreu alterações estatisticamente significativas.

No entanto, os resultados obtidos nesta pesquisa confirmam os achados de Vieira et al (2011), que analisaram os mesmos indicadores deste trabalho em 84 empresas, no período de 2001 até 2006, e concluíram que as práticas de GC pouco influenciaram o desempenho econômico e financeiro das empresas. Collares (2020), por sua vez, pesquisou sobre a relação entre o ativismo de acionistas e os elementos de GC e desempenho financeiro de 100 empresas brasileiras, durante o período de 2016 e 2017, e não encontrou evidências entre a GC e o desempenho.

Esta pesquisa também realizou teste estatístico com empresas que não passaram pelo momento de adesão ao Novo Mercado no intervalo da pesquisa, de maneira a comparar se existem diferenças entre as que já estavam no novo segmento e aquelas que o aderiram após 2008. O teste, então, demonstrou um resultado não significativo estatisticamente para essas variáveis de controle.

Dessa forma, nenhuma das hipóteses de pesquisa testadas se confirmou estatisticamente no que diz respeito à mudança no comportamento do indicador após a adesão ao Novo Mercado. Todos os indicadores mostraram que o ingresso no novo segmento não influencia o resultado econômico e financeiro da empresa.

Os resultados da pesquisa comprovaram o que a Teoria Institucional afirma sobre os efeitos de regras formais e os resultados da empresa: os mercados agem espontaneamente, sem ser direcionados por leis ou regras estabelecidas formalmente, pois em uma economia autônoma o próprio mercado estabelece os padrões de operações.

Para North, o idealizador da teoria, é incontestável que as regras formais influenciam o desempenho das organizações, porém não se deve valorizar o resultado obtido exclusivamente nas instituições estabelecidas, pois não existem sistemas analíticos que permitem reconhecer e atribuir o desempenho ao fato de a empresa ter aderido ao Novo Mercado.

Em uma vertente econômica da teoria, Ronald Coase explica na Teoria dos Custos de Transação (TCT) que as organizações sempre buscarão a otimização máxima de seus recursos, dentro dos limites da racionalidade, ou seja, os gestores buscam a melhor decisão utilizando-se de informações que suas equipes fornecem. Dessa forma, independentemente de qual segmento ela se encontre na bolsa de valores, sempre buscará obter o melhor desempenho econômico e financeiro.

A teoria também trouxe uma vertente sociológica quando DiMaggio e Powell apresentaram a NIS. Os autores mostraram que crenças, normas e tradições do ambiente influenciam as tomadas de decisões das organizações. Os agentes observam que determinadas práticas legais contribuem para o resultado positivo de determinada empresa e, assim, passam a reproduzir a mesma ação buscando o mesmo efeito, gerando o que os autores chamaram de isomorfismo, que acontece quando as empresas estabelecem práticas semelhantes.

Resultados similares também foram encontrados por Larcker et al. (2007), Camargos e Barbosa (2010), Vieira et al (2011), Lima et al. (2015) e C. Joe Ueng (2016). Conclui-se, então, diante dos resultados analisados durante o período de 2008 a 2018, que as empresas ingressantes no Novo Mercado não tiveram nenhuma alteração relevante em sua estrutura de capital ou na forma de administração que pudesse impactar, de alguma forma, no desempenho econômico e financeiro. O que se observou foi o efeito de isomorfismo, pois as companhias decidem migrar para o Novo Mercado a fim de obterem uma “certificação” entre os investidores no mercado de capitais, porém isso não traz nenhum outro efeito em seu desempenho econômico e financeiro.

Com relação às limitações de pesquisa, foram identificadas dificuldades para melhor entendimento das empresas que tiveram influências. Embora as companhias justifiquem as alterações nos relatórios divulgados ao mercado, seria importante uma análise profunda a fim de identificar, por exemplo, se historicamente as mudanças de *board* influenciam o resultado.

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in SubSaharan Africa? *International Journal of Law and Management*, 55(3), 201-225.
Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/270800129_Does_corporate_governance_explain_dividend_policy_in_Sub-Saharan_Africa
- Akerlof, G. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Almeida, J. E. F., & Dalmácio, F. Z. (2015). The effects of corporate governance and product market competition on analysts' forecasts: evidence from the Brazilian capital market. *The International Journal of Accounting*, 50(3), 316-339.
- Almeida, J. C. G de. (2009). Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 20(50), 62-74.
- Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. *Revista de Administração da Unimep*, 11(1), 156-180.
- Amihud, Y.; Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-250. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/courses/LAP/papers/TransactionCosts/AmihudMendelson86.pdf>
- Ammann, M.; Oesch, D.; Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, v. 18, 36-55.
- Andrade, A.; Rossetti, J. P. (2004). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Antunes, M. A., & Procianoy, J. L. (2003). Os efeitos das decisões de investimentos das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração*, 38(1), 5-14.
- Assunção, R. R., Luca, M. M. M. & Vasconcelos, A. C. (2017). Complexidade e Governança Corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 28(74), 213-228.
- Assaf Neto, A. (2008). *Estrutura e análise de balanços – Um enfoque econômico-financeiro*. São Paulo. Atlas.
- Assaf Neto, A. (2014) *Mercado Financeiro* (12a ed.). São Paulo: Atlas.

- Assaf Neto, A.; Silva, C. A. T. (2017). *Administração do capital de giro* (12^a ed.). São Paulo: Atlas.
- Bai, C. et al. (2004) Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, v. 32, n. 4, 599-616.
- Bauer, R., N. Günster, and R. Otten, (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe – The effect on stock returns, firm value and performance, *Journal of Asset Management* (forthcoming).
- Bastos, D. et al. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil, *Revista de Gestão da USP*, (16)3, pp. 65-79.
- Barbalho, F. A. & Medeiros, J. J. (2014). Transparência e legitimação de objetivos institucionais em empresas estatais: um estudo de caso sobre a Petrobras. *Cadernos EBAPE.BR*, 12 (Edição Especial), 469-469.
- Bebchuk, L. (1999). A rent protection theory of corporate ownership and control. *NBER Working Paper* n. W7203. Harvard Law School, Cambridge, MA. Recuperado em: <https://www.nber.org/papers/w7203.pdf>
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. (D. A. Azevedo, Trad.) São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- Bertucci, J. L. A., Bernardes, P. & Brandão, M. M. (2006). Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto, *Revista de Administração da USP*, 41(2), 183- 196.
- Beiner, R; Drobetz, W; Schmid, M. M; Zimmerman, H. (2003) An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. ECGI – Finance Working Paper n.34, 2004. Recuperado de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.6325&rep=rep1&type=pdf>
- Bernard, V. (1995). The Feltham-Ohlson framework: implications for empiricists, *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 733-747.
- Black, B.S., Jang, H., Kim, W. (2006). The Journal of Law, *Economics* 22(2), 366-413.
- Blackwell, D.W.; Marr, M.W.; Spivey, M.F. (1990). Plant-closing decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, Amsterdã, 26(2), 277-288.
- Bortolon, P. M., Sarlo Neto, A., & Santos, T. B. (2013). Custos de auditoria e Governança Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 24(61), 27-36.
- Bueno, N. P. (2004) Lógica da ação coletiva, instituições e crescimento econômico: uma resenha temática sobre a nova economia institucional. *Revista Economia*, 5(2), pp. 361-420. Recuperado em http://www.ie.ufrj.br/ri/intranet/arquivos/economia_institucional_.pdf

- Bruno, V. & Claessens, S. (2007). Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19, 461-482.
- Burgstahler, D. C. & Dichev, I. D. (1997). Earnings, adaptation and equity value. *The Accounting Review*, 72(2), pp. 187-215. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/pdf/248552.pdf?seq=1#page_scan_tab_contents
- Burns, J., & Scapens, R. W. (2000). Conceptualizing management accounting change: an institutional framework. *Management Accounting Research*, 11.
- Braga, R., Nossa, V., & Marques, J. A. V. C. (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 15(n.spe), 51-64.
- Caixe, D. F. & Krauter, E. (2014). Relação entre Governança Corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1), 96-117.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2010). A adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. *Revista de Gestão*, 17(2), 189-208.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 69-99.
- Camargos, M. A., & Vilhena, F. A. C. (2015). Governança Corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *Revista de Gestão*, 22(1), 57-76.
- Campos, G. M., & Scherer, L. M. (2001). Lucro por ação. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 12(26), 81-94.
- Catapan, A., Colauto, R. D., C.M.E. Barros. (2014). A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*.
- Carvalho, A. G. (2002). Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37(3), 19-32. Recuperado em <http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-em-perspectiva/i/pt-br>
- Carvalho, C.; Vieira, M.; Goulart, S. (2005) A trajetória conservadora da teoria institucional, *RAP*, 39(4), 849-874.
- Castoriadis, C. (2000). *A Instituição Imaginária da Sociedade*. São Paulo: Paz e Terra.
- Carlsson, R. (2001). *Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy*. New York: John Wiley & Sons.

- Chan, S.H.; Kensinger, J.W.; Martin, J.D. (1990). Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics*, Amsterdã, 26(2), 255-276.
- Claumann, R.B. (2015). *OCDE e Governança Corporativa: Construção e Legitimação de um Modelo* (Dissertação de Mestrado em Sociologia). Pontifícia Universidade Católica. Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/157400/336382.pdf?sequence=1>
- Claessens, S. Djankov, S. Fan, J. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*. 57(6), 2741-2777. Recuperado em: <https://www.jstor.org/stable/3094542>
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. In O. E. Williamson & S. G. Winter (Eds.), *The nature of the firm: Origins, evolution, and development*, 18-33. New York: Oxford University Press.
- Coase, R. H. (1960). The problem of social cost. *The Journal of Law Economics*, III.
- Collares, M. L. (2020). Governança Corporativa: Fator Preponderante no Ativismo de Acionistas no Brasil. *Rev. Adm. Contemp.* [online], 24(5), 414-431. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>.
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. (1995). Valuation: measuring and managing the value of the companies. *John Wiley e Sons, Inc.* 3a ed. Recuperado em <https://www.mobt3ath.com/uplode/book/book-17509.pdf>
- Commons, J. (1931). Institutional economics. *American Economic Review*, 21, 648-657.
- Cooper, D. R.; Schindler, P. S. (2008) *Métodos de Pesquisa em Administração*. (Rocha, L. O. Trad.) Porto Alegre: Bookman.
- Cunha, P. R.; Santos, V.; Beuren, I. M. (2010). Traços de Artigos que Relacionam a Teoria Institucional com a Contabilidade Gerencial: estudos em periódicos internacionais. In: *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração - XXXIV ANPAD*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Cunha, C. F., Saes, M. S. M. & Mainville, D. Y. (2013). Análise da complexidade nas estruturas de governança entre supermercados e produtores agrícolas convencionais e orgânicos no Brasil e nos Estados Unidos: a influência do custo de transação e de mensuração. *Revista de Administração*, 48(2), 341-358.
- Dalmácio, F. Z. et al. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Damodaran, A. *Finanças Corporativas: teoria e prática* (2a ed.). São Paulo: Bookman.

- Dani, A. C. et al. (2017). Características do Conselho de Administração e o Desempenho Empresarial das empresas listadas no Novo Mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29-47.
- Danthine, J-P. & Donaldson, J. B. (2005). *Intermediate financial theory* (2a ed.). London: Elsevier.
- Dimaggio, P. J.; Powell, W. Walter. (1983). The iron cage revisited: institutional. *American Sociological Review*, (48), 147-160.
- Drucker, P. F. (1999). *Desafios gerenciais para o século XXI* (Montingelli. Jr., N., Trad.). São Paulo: Pioneira.
- Dubeux, R. R. (2001). *O novo mercado da BOVESPA e a Governança Corporativa* (Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas.
- Dutra Junior, D. J. (2001). *A Utilização do Valor Econômico Adicionado como Ferramenta de Gestão Financeira* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 14(1), pp. 57-74.
- Fama, E. F.; French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18, 25-46.
- Famá, R. & Barros, L. A. B. de C. (2001). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. In: *Anais*. São Paulo: USP/FEA/PPGA. NLM.
- Ferrari, A. T. (1974). *Metodologia da ciência* (3a ed.). Rio de Janeiro: Kennedy.
- Ferri, M. G.; Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: a new methodological approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644.
- Forza, C. (2002). Survey research in operations management: a process-based perspective. *International Journal of Operations & Production Management*, 22(2), 152.
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133.
- Frezatti, F. & Aguiar, A. B. (2007). EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 7-24.
- Frezatti, F. et al. (2009). *Controle gerencial: uma abordagem da contabilidade gerencial no contexto econômico, comportamental e sociológico*. São Paulo: Atlas.
- Furubotn, E.; Richter, R. (2005). *Institutions and economic theory: the contribution of the new institutional economics* (2a ed.) (Lozano J., trad. em espanhol). . Ann Arbor: The University of Michigan Press.

- Gallon, A. V. et al. (2009). Análise do ROA sobre as Diferentes formas de apresentação do Lucro nas Empresas do Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 6(1), 49-58.
- Ganem, A. (2012). Hayek: da teoria do mercado como ordem espontânea ao mercado como fim da história. *Política & Sociedade*, Florianópolis, 11(22), 93-117. Recuperado de <https://periodicos.ufsc.br/index.php/politica/article/viewFile/2175-7984.2012v11n22p93/23763>
- Gil, A. C. (2017). *Como elaborar projetos de pesquisa* (6a ed.). São Paulo: Altas.
- Gitman, L. J. (1997). *Princípios de administração financeira* (12a ed.) (A. V. Hastings, Trad. 2014). São Paulo: Editora Prentice Hall.
- Gombola, M.J.; Tsetsekos, G.P. (1992). The information content of plant closing announcements: evidence from financial profiles and the stock price reaction. *Financial Management*, Tampa, 21(2), 31-40. Recuperado https://www.jstor.org/stable/3665662?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents
- Gompers, P., Ishii, J.; Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. Recuperado de http://www.corporategovernanceadvisory.com/uploads/4/0/9/3/40931365/cg_and_equity_prices_-_gim.pdf
- Gong, G.; Louis, H.; Sun, A. X. (2008) Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 62-77.
- Gorard, S. (2013) *Research design: Creating robust approaches for the social sciences*. Sage.
- Guariente, L. A. (2008). *Atributos e Papéis dos Comitês de Auditoria na Implantação das Boas Práticas de Governança Corporativa em Instituições Financeiras Brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Pontifícia Universidade Católica, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Guarido Filho, E. R. (2008). *A Construção da Teoria Institucional nos Estudos Organizacionais no Brasil* (Tese de Doutorado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Graham, B.; Dodd, D. L.; Cottle, S. (1962). *Security Analysis: principles and technique* (6a ed.). New York: McGraw-Hill.
- Gregory, H.J. (2003). *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice* New York, Weil. Gotshal & Manges LLP.
- Grifn, P., Lont, D. H. & Sun, Y. (2008). Corporate governance and audit fees: evidence of countervailing relations, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 4 (1), 18-49.
- Guerreiro, R. et al. (2005). O entendimento da contabilidade gerencial sob a ótica da teoria institucional. O&S. *Organizações & Sociedade*, 35, 1-20.

- Jensen, M.C.; W. H. Meckling. (1978). Can the corporation survive? *Financial Analysts Journal*, 31(1), 31-37.
- Jorge, S. & Armada, M. (2001). Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(2), 9-31.
- Hallak, R. T. P. & Silva, A. L. C. (2012). Determinantes das despesas com serviços de auditoria e consultoria prestados pelo auditor independente no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 23(60), 223-231.
- Harris, M. & Towsend, R. M. (1981). Resource allocation under asymmetric information. *Econometrica, The Econometric Society*, pp. 33-64. Recuperado de <https://pdfs.semanticscholar.org/1827/08645f886bb6343990aac2f760a775396b7d.pdf>
- Haniffa, R. & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Healey, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (3), 405-440.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (2009). *Teoria da Contabilidade* (5a ed.). São Paulo: Atlas.
- Howe, K. M. & Vogt, S. C. (1996) On q, *Financial Review*, 31(2).
- Ho, S. & Hutchinson, M. (2010). Internal audit department characteristics/activities and audit fees: some evidence from Hong Kong firms, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19 (2), 121-136.
- Huang, S.-M. et al., (2007). A hybrid financial analysis model for business failure prediction, *Expert Systems with Applications*, 35, 1034–1040.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2018). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Recuperado de <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>
- Iudícibus, S. de. (2017). *Análise de Balanços* (11a ed.). São Paulo: Atlas.
- Ismail, A. (2006). Is Economic Value Added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 343-353.
- Jensen, C. & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Júnior, E. P. T., Lustosa, P. R. B., & Sales, I. C. H. (2018). Influência da Governança Corporativa na Participação do ISEBOVESPA. *Revista Ambiente Contabil -*

Universidade Federal Do Rio Grande Do Norte - ISSN 2176-9036, 10(2), 212-227. doi: <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n2ID13332>

- Kassai, J. R. et al. (2000). *Retorno de Investimento: abordagens matemática e contábil do lucro empresarial*. São Paulo: Atlas.
- Kaplan, R. S.; Norton, D. P. (1997). *A estratégia em ação: balanced scorecard* (8a ed.). Rio de Janeiro: Campus.
- King, G.; Keohane, R. O.; Verba, S. (1994) *Designing social inquiry: Scientific inference in qualitative research*. Princeton university press.
- Klapper, L.F. & I. Love. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. Working Paper #2818, World Bank.
- Klock, M. & Thies, C. F. (1995). A Test of Stulz's Overinvestment Hypothesis, *The Financial Review*, 30(3).
- Kos, S. R. (2017). *Influência do desempenho econômico-financeiro sobre conteúdo emocional evidenciado no relatório da administração* (Tese de Doutorado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Kudlawicz-Franco, C., Bach, T. M. & Silva, E. D. (2016). Assimetria de informação e desempenho: Um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Gestão dos Países da Língua Portuguesa*, 15(2).
- La Porta, R. et al. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3–27. Recuperado de <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0304405X00000659?token=180352FF40EC3EC1DEA3E20EA750BA4BA96FE53BDE3E0755159BE3C974C14A22E1CA4E3282F4F93881234F6803BBD67D>
- Lakatos, E. M.; Marconi, M. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica* (5a ed.). São Paulo: Atlas.
- Laudelino, J. A. S. (2008). *Evidenciação de riscos de empresas que captam recursos no mercado de capitais brasileiro: um estudo do setor de energia elétrica* (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, Brasil.
- Lamb, R. (1993). *A decisão de investimento nas empresas e a reação do mercado de capitais: uma abordagem informacional* (Dissertação de Mestrado em Administração) — Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil.
- Lang, L., Stulz, R. M. e Walkling. (1989). Managerial Performance, Tobin's Q and the Gains from Successful Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, 24(1). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918043

- Larcker, D., Richardson, S., Tuna, İ., (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82, 963-1008.
- Lee, T. S. and Y. H. Yeh. (2004). Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan, *Corporate Governance – An International Review*, 12(3), 378-388.
- Leroy, F. L. D.; Dos Santos, J. M. (2008). Será possível um crescimento regional independente? Uma abordagem utilizando vetores auto-regressivos. *Revista Econômica do Nordeste*, 39(3), 395-410.
- Levine, R., Loayza, N., Beck, T., (2000). Financial intermediary development and economic growth: causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77.
- Lima, S. H. O. et al. (2015). Governança Corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 1-18.
- Linck, J.S., Netter, J.M. and Yang, T. (2005). Effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on corporate boards, *AFA 2006 Boston Meetings Pap.* Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902665
- Lins, K. V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/4126768>
- Lilienfeld, A. (1976). *Foundations of epidemiology*. New York: Oxford Univ. Press.
- Linderberg, E. & Ross, S. (1981). Tobin's Q Ratio and Industrial Organization, *Journal of Business*, 54.
- Lobo, G. J. & Zhou, J. (2006). Did conservatism in financial reporting increase after the SarbanesOxley act? Inicial evidence. *Accounting Horizons*, 20(1), 57-73.
- Lodi, J. B. (2000). *Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus.
- Love, I. (2010). Corporate Governance and Performance Around the World: What We Know and What We Don't, *The World Bank Research Observer*, 26(1), 42-70.
- Macedo, M. A. S. & Fontes, P. V. S. (2009). Análise do comportamento decisório de analistas contábil financeiros: um estudo com base na teoria da racionalidade limitada. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 6(11), 159-186.
- Machado-da-Silva, C. L.; Fonseca, V. S. da ; Crubellate, J. M. (2005). Estrutura, agência e interpretação: elementos para uma abordagem recursiva do processo de institucionalização. *Rev. adm. contemp.* [online], 9, 9-39. Recuperado de <http://www.scielo.br/pdf/rac/v14nspe/a05v14ns.pdf>

- Machado-da-Silva, C. L., Gonçalves, S. A. (1999). Nota técnica: A Teoria Institucional. In: Machado-da-Silva, C., Gonçalves, S. A. *Handbook de estudos organizacionais: Modelos de análise e novas questões em estudos organizacionais*. São Paulo, Atlas.
- Maestri, C. O. N. M., Tavares, V. B., Penedo, A. S. T., Pereira, V. S., & Coelho, R. R. A. (2019). Nível de Governança Corporativa Prediz o Desempenho Financeiro da Empresa? Evidências do Mercado Brasileiro por meio de Redes Neurais Artificiais. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 18(nd), 1-15.
- Maia, P. R. B. (2011). *Análise comparativa da previsão de demanda de energia elétrica industrial no período pós-crise: uma aplicação dos modelos VAR e BVAR* (Dissertação de Mestrado). Pontifícia Universidade Católica.
- Malhotra, N. K. (2008). *Pesquisa em marketing: uma orientação aplicada* (4a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Marshall, Alfred. (2013). *Principles of economics* (Vol.1, originalmente publicado em 1890). New York: MacMillan & Co.
- Marquezan, L. H. F. et al. (2019). Indicadores de Desempenho Diferenciam Empresas do Mesmo Segmento? *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(38), 129-149.
- Marques, K. C. M. et al. (2016). Relação entre estrutura de custos e despesas com o desempenho: estudo em hospitais de norte a sul do Brasil, *Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS*, 16(32), 37-52.
- Martinez, A. L. & Silva, R. F. (2017). Agressividade Fiscal e o Custo de Capital de Terceiros no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 240-251.
- Martins, O. S. & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e Governança Corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, 25, 33-45. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/80748/84397>
- Martins, G. de A. & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas* (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Matias-Pereira, J. (2010). A Governança Corporativa aplicada no setor público brasileiro. *Administração Pública e Gestão Social*, 2(1), 109-134.
- Matarazzo, D. R. (2010). *Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial* (7a ed.). São Paulo: Atlas.
- McConnell, J.J. & Muscarella, C.J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14(3), 399-422.

- McConnell, J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 26, 595-612. Recuperado de <http://faculty.london.edu/hservaes/jfe1990.pdf>
- Mendes-da-Silva, W. & Moraes. (2006). Punidos por baixo desempenho: impactos da Governança Corporativa sobre o turnover de executivos no Brasil, *Revista O & S*, (36). Recuperado de http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1984-92302006000100007
- Mendonça, M. M. et al. (2010). O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 21(52), 1-24.
- Meyer, J. W., Rowan, B. (1977). Institutionalised organisations: formal structures as myth and ceremony, *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1958). The cost of capital, corporation. finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. (1963). *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Milstersteiner, M. da R. (2003). *A validade estatística do uso de índices fundamentalistas no mercado de capitais brasileiro: um estudo aplicado ao setor bancário* (Dissertação de Mestrado em Engenharia de Produção) – Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Brasil. Ministério das Relações Exteriores (Itamaraty). (2019). *O Brasil e a OCDE*. Recuperado de <http://www.itamaraty.gov.br/pt-BR/politica-externa/diplomacia-economica-comercial-e-financeira/15584-o-brasil-e-a-ocde>
- Miret-Pastor, L. et al. (2014). Empirical analysis of sustainable fisheries and the relation to economic performance enhancement: The case of the Spanish fishing industry. *Marine Policy*, 46, 105–110. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.marpol.2014.01.009>
- Mitchell, W. (1910). The rationality of economic activity. *The Journal of Political Economy*, 18(3), 197-216.
- Monks, R. A. G. & Minow, N. (2011). *Corporate governance* (5a ed.). Oxford: Blackwell.
- Moraes, R. O., Slomski, V., Junqueira, E. R. (2007). Análise do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das empresas que publicaram o balanço social no modelo Ibase no período de 2001 a 2005 a partir da abordagem da Teoria Institucional. *ABCustos Associação Brasileira de Custos*, 2(3).
- Morettin, P. A. & Toloi, C. M. C. (2004). *Análise de séries temporais* (2a ed.). São Paulo: Editora Edgard Blücher.

- Morettin, P. A. & Bussab, W. O. (2006). *Estatística Básica* (6a ed.). São Paulo: Saraiva.
- Monteiro, A. V. (1999). *A dinâmica de mudanças estratégicas: estudos de multicasos em institutos de pesquisa* (Tese de Doutorado em Engenharia de Produção) – Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Nardi, P. C. C. et al. (2009). A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), 6-26.
- Nicholson, W. B.; Matteson, D. S. & Bien, J. (2017). VARX-L: Structured regularization for large vector autoregressions with exogenous variables. *International Journal of Forecasting*, 33(3), 627-651.
- Nogueira, I. V., Lamounier, W. M. & Colauto, R. D. (2010). O Q de Tobin e o Setor Siderúrgico: um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(35), 156-170.
- North, D. C. (1990). *Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico*. (A. Morales, Trad.). São Paulo: Três Estrelas.
- North, D. C. (1981). *Structure and Change in Economic History*. Nova York.
- Novikoff, C. (2008). Dimensões Novikoff: um constructo para o ensino-aprendizado da pesquisa. In Rocha, J.G. & NOVIKOFF, C. (org.). *Desafios da práxis educacional à promoção humana na contemporaneidade. Espalhato Comunicação*, São Paulo, 211-242.
- Ohlson, J. (1995). *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective*. New York: New York University.
- Ohlson, J.A. & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies, The Netherlands*, 10, 349-365.
- Ohlson, J.A. & Lopes, A. B. (2007). Accounting based valuation formulae. *Brazilian Business Review*, Vitória, 4(2), pp. 95-102.
- Oliveira, M.C & Linhares, J. S. (2007). A implantação de controle interno adequado às exigências da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras-Um estudo de caso. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(2), 160-170. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/3372/337228632007.pdf>
- Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>

- Okimura, R.T. (2003). *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas do Brasil* (Dissertação de Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil.
- Okimura, R.T., Silveira, A.D.M. & Rocha, K.C. (2007). *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Ueng, J. C. (2015). The analysis of corporate governance policy and corporate financial performance. *J. Econ. Finan.*, 40, 514-523.
- Padoveze, C. L. & Benedicto, G. C. (2005). *Análise das demonstrações financeiras*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Palepu, K. G. & Healy, P. M. (2003). The fall of Enron. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26.
- Peixe, F. C. D. (2003). *Novo mercado: Obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa* (Dissertação em Administração de Empresas). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil.
- Pereira, A. J.; Dathein, R. & Conceição, O. A. C. (2014). A empresa e seu ambiente de interação: os limites da Teoria dos Custos de Transação e o alcance da Teoria Institucionalista Evolucionária. *Econ. soc. [online]*, 23(1), 33-61. Recuperado de <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v23n1/a02v23n1.pdf>
- Pereira, L. H. M. & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, Governança Corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 1- 17.
- Pitzer, M. (2011). *A influência do nível de Governança Corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa* (Dissertação de Mestrado). Universidade Estácio de Sá. Recuperado de <https://portal.estacio.br/media/2754/dissertacao-marcio-pitzer.pdf>
- Pinheiro, B. G., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2017). Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(4), 451-466.
- Prado, K. S. dos. (2010). *A Aplicabilidade das Práticas de Governança Corporativa nas Sociedades Limitadas* (Dissertação de Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC-SP, São Paulo, SP, Brasil.
- Prodanov, C. C. (2013). *Metodologia do trabalho científico [recurso eletrônico]: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico* (2a ed.). Novo Hamburgo: Feevale.
- Possas, M. L., Fagundes, J. & Pondé, J. (1997). Defesa da concorrência e regulação na transição de monopólios naturais para estruturas oligopolistas. *Relatório de Pesquisa, IPEA*. Rio de Janeiro: UFRJ.

- Rappaport, A. (1998, 2001). *Creating shareholders value* (Alcântara, A. L. G., Trad.). Revised and updated ed. New York: Free Press/São Paulo: Atlas.
- Reinhart, W. J. (1977). *The Theoretical Development and Empirical Investigation of a Relative Valuation Concept* (Ph.D. Dissertation). Chapel Hill: University of North Carolina.
- Remmers, L. et al. (1974). Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally. *Financial Management*, pp. 24-32. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/3665286?readnow=1&refreqid=excelsior%3A3a7ceaaefa564af864ce56281e5f0f96&seq=5#page_scan_tab_contents
- Rezende, A. J. & Dalmácio, F. Z. (2015). Práticas de Governança Corporativa e Indicadores de Performance dos Clubes de Futebol: uma Análise das Relações Estruturais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3), 105-125.
- Richardson, R. J. (2008). *Pesquisa Social, Métodos e Técnicas* (3a ed.). São Paulo.
- Rocca, C. A.; Silva, M. E. & Carvalho, A. G. (1998). *Sistema Financeiro e a Retomada do Crescimento Econômico*. São Paulo: FIPE.
- Rogers, P., Securato, J. R. & Ribeiro, K. C. S. (2008). Governança Corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *Revista de Gestão*, 15(1), 61-77.
- Rossoni, L. & Machado-da-silva, C. (2013). Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. *Revista de Administração de Empresas*, 53(3), 272-289.
- Rutherford, M. (2001). Institutional economics: then and now. *Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 173-194.
- Salotti, B. M. & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 19(48), 37-49.
- Salvi, A. (2007). *A relação do retorno das ações com EVA®, com lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais: um estudo empírico aplicado às empresas brasileiras de capital aberto* (Dissertação de Mestrado). Ribeirão Preto.
- Sampieri, H. R., Collado, C. F. & Lucio, M. del P. B. (2013). *Metodologia da Pesquisa* (5a ed.). Porto Alegre: Penso.
- Santos, J. V. J. et al. (2018). Relação entre o Retorno das Ações e o EVA®: evidências empíricas em companhias abertas no Brasil. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6 (1), 119-131. Recuperado de <http://www.periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin/article/view/34768/18579>
- Santos, L. M. D. et al. (2011). Análise do Q de Tobin como determinante do investimento das empresas Brasileiras. *Revista de Administração FACES Journal*, 10(3), 65-82.

- Sarto, V. H. R. & Almeida, L. T. (2015). A teoria de custos de transação: uma análise a partir das críticas evolucionistas. *Revista Iniciativa Econômica*, 2(1). Recuperado de <https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>
- Santana, A. G. et al. (2014). Auditoria Independente e a Qualidade da Informação na Divulgação das Demonstrações Contábeis: estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras Auditadas pelas Big Four e não Big Four. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(3), 70-87.
- Santos, E. S., & Calixto, L. (2010). Impactos do início da harmonização contábil internacional (lei 11.638/07) nos resultados das empresas abertas. *RAE-eletrônica*, 9(1), 1-26.
- Schwinn, C. R. (1983). Tobin's Ratio and Industrial Organization: Further Results. *Bureau of Economics Federal Trade Commission*, Washington, DC. Recuperado em <https://www.ftc.gov/system/files/documents/reports/tobins-ratio-industrial-organization-further-results/wp104.pdf>
- Scherer, A. L. F. (2010). O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e consequências. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 24(2), 429-452.
- Scott JR., D. F. (1972). Evidence on the importance of financial structure. *Financial Management*, 45-50.
- Scott JR., D. F. & Martin, J. D. (1975). Industry influence on financial structure. *Financial Management*, 67-73.
- Scott, W. R. (2001). *Institutions and Organizations*. 2a ed. Thousand Oaks, California: Sage. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/235363106_Institutions_and_Organizations
- Sengupta, P. (1988). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, 73(4), 459.
- Sepe, J.F. & Statman, M. (1989). Project termination announcements and the market value of the firm. *Financial Management*, Tampa, 18(4), 74-81.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. Recuperado de <https://pdfs.semanticscholar.org/8b1e/7b436edaf0e4105af8a67b12ef5cecf3eb96.pdf>
- Silva, A. F. P. et al. (2015). Aplicação de técnicas estatísticas multivariadas a indicadores contábeis: uma contribuição de evidenciação das métricas contábeis. *Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS*, 15(31), 51-66.
- Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2016). Tempestividade da Informação Contábil em Empresas Familiares Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 56(5), 489-502.

- Silva, A. L. C. (2004). Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), 348-361.
- Silva, R. L. M., Figueira, L. M., Pereira, L. T. O. A., & Ribeiro, M. S. (2013). CPC 29: Uma análise dos requisitos de divulgação entre empresa de Capital Aberto e fechado do setor de agronegócios. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 8(1), 26-49.
- Silva, R. C. F. & Seibert, R. M. (2015). Governança Corporativa – História e Tendências. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, Blumenau, 9(3), 76-101.
- Silva, S. S.; Moraes Júnior, V. F. (2013). *Análise econômico-financeira dos índices de lucratividade ROA e ROE, baseado no modelo ROI*.
- Silva Filho, E. B. (2006). Teoria da firma e a abordagem dos custos de transação: elementos para uma crítica institucionalista. *Pesquisa e Debate*, 17(2) (30), 259-277.
- Silva, E. D. S., Santos, J. F. D. & Almeida, M. A. (2012). Os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre os ratings de crédito das debêntures. *Revista de Negócios*, 17(3), 80-93.
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C. & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 1-48.
- Srour, Gabriel. (2005). Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 59(4), 635-674. Recuperado de <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/982/528>>
- Stewart, G. B. (1994). EVA: fact and fantasy? *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 71-84.
- Steiner, G. A. (1979). *Strategic planning: what every manager must know*. New York: The Free Press. Recuperado de <https://archive.org/details/strategicplannin00stei>
- Tinoco, J. E. P., Escuder, S. A. L. & Yoshitake, M. (2011). O conselho fiscal e a Governança Corporativa: transparência e gestão de conflitos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 175-202.
- Tsay, Ruey S. (2013). *Multivariate time series analysis: with R and financial applications*. John Wiley & Sons.

- Thielmann, R. (2013). Teoria dos Custos de Transação e as Estruturas de Governança: uma Análise do Caso do Setor de Suinocultura no Vale do Rio Piranga – MG. *X Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, Resende, RJ, Brasil.
- Tsetsekos, G.P. & Zantout, Z. (1994). The wealth effects of announcements of R&D expenditure increases. *The Journal of Financial Research*, Columbia, XVII(2), 205-216.
- Veblen, T. (1961). Why is economics not an evolutionary science? *Cambridge Journal of Economics*, 22, 403-414. (Originalmente publicado em 1898).
- Vieira, K. M. et al. (2011). A influência da Governança Corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46–67. Recuperado de <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/univers77ocontabil/article/view/1235>
- Visaltanachoti, N., Luo, R., & Yi, Y. (2008). Economic Value Added (EVA®) and sector returns. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 21-41.
- Young, S.D. & O'Byrne, S.F. (2003). *EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação*. Porto Alegre: Bookman.
- Williamson, O. E. (1973). Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations, *American Economic Review*, 63(2), 316-25.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets and relational contracting*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. (1991). Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36, 269-296, jun.
- Williamson, O. E. (1998). *Transaction Cost Economics: How it works; Where it is Headed.:* University of California.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M. (2009). Endogeneity and the dynamics of corporate governance. *European Summer Symposium in Financial Markets*.
- Wruck, K.H. (1990). Financial Distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial and Economics*, 27(2), 419-444.

