

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL: UMA ANÁLISE SOB O ENFOQUE DA REPUTAÇÃO CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

CORPORATE GOVERNANCE AND CORPORATE PERFORMANCE: AN ANALYSIS UNDER THE APPROACH OF CORPORATE REPUTATION OF BRAZILIAN COMPANIES

ROGÉRIO SEVERIANO DUTRA¹
PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE²

RESUMO

A necessidade de se obter vantagem competitiva no mercado impulsiona as organizações a se adequarem às exigências dos *stakeholders*, adotando estratégias para melhorarem sua reputação e seu valor de mercado, tal como a adoção de boas práticas de governança corporativa. A pesquisa, com o objetivo de investigar os níveis de governança corporativa e o desempenho empresarial das firmas brasileiras de capital aberto com melhores níveis de reputação corporativa, possui caráter descritivo, documental e com abordagem qualitativa. Para tanto, desenvolve uma análise em uma amostra de 24 empresas listadas na Maiores e Melhores empresas de 2014, da revista Exame®. Os resultados do estudo entre as apontam indícios de que os desempenhos empresariais financeiros e econômicos tendem a ser superiores nas firmas com maiores níveis de governança corporativa. Além disso, observa-se que parte representativa das empresas faz parte de algum nível diferenciado de governança corporativa e possui capital privado nacional em sua estrutura de capital.

Palavras-chave: Reputação corporativa. Governança corporativa. Desempenho empresarial.

ABSTRACT

The need to gain competitive advantage in the marketplace drives organizations to fit stakeholder demands by adopting strategies to improve their reputation and market value, such as adopting good corporate governance practices. The research, with the objective of investigating the levels of corporate governance and the corporate performance of Brazilian publicly traded companies with the best levels of corporate reputation, is descriptive, documental and with a qualitative approach. To do so, it develops an analysis in a sample of 24 companies listed in the Biggest and Best Companies of 2014, of Exame® magazine. The results of the study point to indications that financial and economic corporate performance tend to be higher in firms with higher levels of corporate governance. In addition, it is observed that a representative part of the companies is part of some differentiated level of corporate governance and has national private capital in its capital structure.

Keywords: Corporate reputation. Corporate governance. Business performance.

¹ Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará. Contador do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE). E-mail: rogerio.sdutra@yahoo.com.br.

² Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará. Professor Efetivo do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE).

1 INTRODUÇÃO

As organizações procuram, de maneira constante, formas de obter vantagem competitiva no mercado e, por consequência, melhores desempenhos empresariais. Para tanto, as empresas reconhecem a necessidade de conquistar, de manter e de aprimorar uma boa reputação, que pode ser obtida através do seu prestígio junto aos *stakeholders* (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; MACHADO FILHO, 2006).

Em pesquisas publicadas, a literatura acadêmica apresenta várias fontes para a determinação da reputação corporativa, dentre elas: o *ranking* das empresas mais admiradas (CAIXETA; LOPES; BERNARDES, 2011; CARTA CAPITAL, 2015), “*RepTrak™*” (CRAIG; BRENNAN, 2012; REPUTATION INSTITUTE, 2015), *ranking* das empresas mais sustentáveis segundo a mídia (BELLOQUE; ROMARO; BELLOQUE, 2010; PORTAL IMPRENSA, 2015) e outras.

A reputação corporativa, em muitos casos, é reconhecida como um ativo intangível, com potencial para geração de valor empresarial e fonte para a criação de uma vantagem competitiva (ROBERTS; DOWLING, 2002). Isso ocorre pois, a reputação corporativa apresenta características que lhe conferem exclusividade, uma vez que não pode ser replicada por outra empresa. Estudos acadêmicos sinalizam que a reputação da empresa é refletida pela imagem constituída pelos *stakeholders*. Diante dessa afirmação, as organizações buscam reduzir os conflitos de interesses, ou até mesmo alinhar esses interesses aos dos *stakeholders*, com ações responsáveis de importância social e adoção de boas práticas de governança corporativa (ROBERTS; DOWLING, 2002; IBGC, 2012).

Atribuir a uma organização uma governança corporativa eficiente consiste em determinar mecanismos constitutivos que possam melhorar a comunicação entre os interessados internos e externos (CORREIA, AMARAL; LOUVET, 2011). A maneira como esses *stakeholders* classificam a empresa torna-se o reflexo da reputação corporativa (ROBERTS; DOWLING, 2002).

Sobre a temática, existem pesquisas que obtiveram diferentes resultados. Com foco no desempenho empresarial, alguns estudos não encontraram relação entre a governança e a reputação corporativa (DAROSI, 2014; DE LIMA; DOMINGOS; VASCONCELOS, 2014). Outros, por sua vez, apresentaram resultados significativos para a relação entre o desempenho empresarial e a governança corporativa (LIMA *et. al.*, 2014). Na pesquisa de Bromley (2002) foi investigado o relacionamento entre a responsabilidade social e a reputação, também confirmado no trabalho de Gonçalves Filho, Brito, Gosling (2009), em que afirmam que as empresas direcionam as práticas de responsabilidade social corporativa que refletem no seu valor reputacional.

Diante do exposto, observa-se o entrelaçamento entre o desempenho empresarial e a governança e reputação corporativa. Assim, esta pesquisa se estrutura para responder à seguinte pergunta: quais os níveis de governança corporativa e desempenho empresarial das empresas brasileiras de capital aberto com melhores níveis de reputação corporativa? Para esse questionamento, a pesquisa tem como objetivo geral **investigar os níveis de governança corporativa e desempenho empresarial das firmas brasileiras de capital aberto com melhores níveis de reputação corporativa**; e como objetivo complementar tem-se: descrever o perfil das Companhias listadas na B3 delimitadas no estudo.

A pesquisa, de caráter descritivo, usa o método de análise documental com abordagem predominantemente qualitativa e com análise descritiva dos dados. A população do estudo compreende as 50 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado listadas na B3 e no *ranking* da revista Exame, edição 2015, das Maiores e Melhores empresas de 2014, com delimitação da amostra das 24 maiores por valor de mercado, por ser, na data analisada, a edição mais atual e considerar valor de mercado das empresas como critério reputacional.

A preocupação com a imagem reputacional e a crescente cobrança da sociedade têm levado empresas a divulgarem melhor as ações realizadas pela organização, com a intenção de fortalecer a própria governança corporativa. Dessa forma, a preocupação das empresas em adequar seus interesses com os dos diversos *stakeholders* é elemento fundamental para seu sucesso no mercado (MARTINS; BRESSAN; TAKAMATSU, 2015). O estudo busca ampliar a discussão sobre a necessidade de se obter melhores níveis de reputação corporativa através de uma “boa” governança e contribuir com a literatura através dos resultados obtidos pelas empresas em relação às consequências em seu desempenho empresarial.

O presente estudo se divide em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção trata do referencial teórico e versa sobre a governança e a reputação corporativa, assim como sobre os estudos empíricos anteriores que serviram de apoio à pesquisa. A terceira seção está relacionada ao delineamento metodológico e a quarta à análise dos resultados. Na última seção apresentam-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança corporativa

O marco inicial da governança corporativa no Brasil foi o lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1999, instituindo, no ano de 2000, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), ou simplesmente Mercado Diferenciado, segmentado em três estratos especiais de listagem, a saber: Novo Mercado (NM), Nível 2 e Nível 1, o BOVESPA Mais e o Mercado Tradicional de governança corporativa. Estudos indicam que a estrutura de governança afeta o desempenho das empresas, e podem ter o benefício adicional de incrementar o valor de mercado das empresas que a praticam em níveis elevados (SILVEIRA, 2005).

Correia e Amaral (2006, p. 44) afirmam que “a função principal dos sistemas de governança corporativa é resolver os conflitos de interesse entre os diversos agentes que influenciam a empresa, isto é, investidores, fornecedores, funcionários, clientes e a sociedade em geral”. Dessa maneira, a preocupação principal da governança reside nos mecanismos que estimulam os agentes a priorizar os interesses organizacionais para assegurar o retorno sobre os investimentos (CHILD; RODRIGUES, 2003).

Shleifer e Vishny (1997) conceituam governança corporativa como um conjunto de mecanismos em que os acionistas e/ou investidores (fornecedores de recursos) têm como objetivo a obtenção do retorno sobre o investimento empreendido. Dessa forma, o sistema de governança engloba um conjunto de práticas e de processos formais de monitoração do corpo gestor para preservar os interesses dos acionistas e minimizar ou eliminar os conflitos de interesse entre os *stakeholders* (LEAL; SILVA; FERREIRA, 2002).

Em países cujo sistema legal oferta maior proteção aos investidores externos, aumenta-se a propensão em investir no mercado de capitais (LA PORTA *et al.*, 2000). O ambiente protecionista dos investidores é um dos principais motivadores da implantação das práticas de governança (ANDRADE *et al.*, 2009).

Os mecanismos de governança corporativa influenciam a qualidade da governança e, por consequência, sua imagem e reputação perante seus *stakeholders* (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004).

2.2 Desempenho empresarial

Venkatraman (1989) e Murphy (2002) identificam que desempenho empresarial compreende atributos financeiros e não-financeiros. Objetivamente, estudos atuais têm tratado o desempenho empresarial através de seus resultados financeiros, econômicos (rentabilidade) e relacionados ao endividamento (estrutura de capital).

Os indicadores financeiros mensuram a capacidade de liquidar compromissos no curto e no longo prazo das empresas. São eles: Liquidez Geral, Corrente, Seca e Imediata. No Quadro 1, apresentam-se as definições para as situações financeiras.

Quadro 1 – Indicadores de liquidez

Índice de Liquidez	Definição	Indica
Imediata	Mede a capacidade da empresa em pagar as obrigações de curto prazo, com disponibilidades de caixa, bancos e aplicações financeiras de pronto resgate.	Quanto a empresa possui de disponível para cada R\$ 1,00 do Passivo Circulante.
Corrente	Mede a capacidade de a empresa fazer frente as suas obrigações no curto prazo (até um ano) as contas a receber, principalmente quando ocasionado por aumento de inadimplência, estoques obsoletos, devem ser excluídos do cálculo desse índice.	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada R\$ 1,00 do Passivo Circulante.
Seca	Mede a capacidade de pagamento da empresa sem usar de seus estoques.	Quanto a empresa possui de seu Ativo Líquido para cada R\$1,00 de Passivo Circulante.
Geral	Mede a capacidade de a empresa fazer frente as suas dívidas, sem uso do Ativo Permanente.	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante mais Realizável em Longo Prazo para cada R\$1,00 de dívida total.

Fonte: adaptado de Passaia *et al.* (2011).

Noutro turno, os gestores comumente analisam com objetivo de constatar riscos do negócio, os indicadores econômicos: (i) Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE – *Return On Equity*), dado pela razão entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido; e (ii) Retorno sobre o Ativo (ROA – *Return On Assets*), dado pela razão entre Lucro Líquido e Ativo Total (SHIMIZU, 2013).

O ROE indica aos acionistas ou proprietários o retorno por seus investimentos, já o ROA representa o retorno das atividades operacionais proporcionados em relação ao total dos ativos da firma (SILVA, 2004).

Quanto ao endividamento e sua composição, os indicadores buscam mensurar o percentual das obrigações totais correspondentes a dívidas de curto prazo e longo prazo, sendo essas preteríveis àquelas, pois propiciam maior tempo para buscar ou gerar recursos para saldá-las (PASSAIA *et al.*, 2011). No Quadro 2, evidenciam-se os indicadores de endividamento observados gerencialmente pelas empresas.

Quadro 2 – Endividamento da empresa

Índice	Cálculo
Endividamento Geral	Capital de terceiros / Ativo Total
Endividamento Total	Passivo Total / Patrimônio Líquido
Endividamento a Curto Prazo	Passivo Circulante / Patrimônio Líquido
Imobilizações Financeiras	Imobilizações Financeiras / Patrimônio Líquido
Imobilização Técnica	Imobilizado Técnico / Patrimônio Líquido

Fonte: adaptado de Tonetto Filho e Fregonesi (2010).

Outros indicadores são identificados na literatura, principalmente relacionados à rentabilidade da empresa, mas não abordados por escaparem ao escopo da pesquisa.

2.3 Reputação corporativa

No contexto empresarial, a reputação corporativa tem sido considerada um diferencial competitivo, representando um importante aspecto para as empresas na criação de valor (CAIXETA; LOPES; BERNARDES, 2011), podendo ser definida como aspecto coletivo de ações ocorridas e resultados gerados, em que a organização evidencia sua capacidade de gerar valores para seus distintos públicos: clientes, acionistas, empregados, fornecedores, mídia, governo, ativistas, meio-ambiente e comunidade, entre outros (FOMBRUN; RINDOVA, 1996; GARDBERG; FOMBRUN, 2002). Em síntese, a empresa atende a sociedade, que age como legitimador de suas ações (DUTRA; PARENTE, 2018).

O grau com que esses stakeholders veem a empresa como “boa” é o reflexo da reputação corporativa (ROBERTS; DOWLING, 2002), em diferentes contextos, de acordo com as áreas do conhecimento (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997), podendo também ser explicada por diversas teorias (BERGH *et al.*, 2010), sendo as principais a Teoria da Sinalização e a Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR).

A teoria da sinalização afirma que a reputação corporativa é percebida pelos *stakeholders* por meio dos diferentes sinais que estas emitem (TOMS, 2002; BERGH *et al.*, 2010). Fombrun e Shanley (1990) e Dowling (1986) relacionam a reputação com a percepção da gestão e a construção da imagem corporativa baseada no perfil das organizações relativas às decisões de investimentos, às decisões profissionais e às escolhas de produtos. Dessa maneira, a reputação sinaliza, aos diferentes públicos, informações referentes aos produtos, aos empregos, às estratégias e às perspectivas da empresa, em comparação com os concorrentes. Os autores esclarecem que outras potenciais consequências relevantes à reputação – é que a sinalização aos públicos sobre a qualidade dos produtos ou dos serviços – permitem à empresa praticar preços *premium*, atrair melhores funcionários e favorecer o acesso do mercado de capitais na busca de atrair investidores.

A teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) está relacionada à estratégia da organização (LOCKETT; THOMPSON; MORGENSTERN, 2009). Nesse contexto, a estratégia se caracteriza pelo posicionamento no qual a empresa se coloca em um ambiente competitivo para alcançar seus objetivos (VANTI *et al.*, 2004). Os referidos ambientes competitivos devem focar fatores (recursos) internos à firma, que sejam particulares, difíceis de serem copiados ou imitados, portanto, fonte de vantagem competitiva (BARNEY, 1991). Os pressupostos da VBR estão associados a um ajuste no seu comportamento estratégico com a finalidade de obter vantagem competitiva (RIBEIRO; ROSSETTO; VERDINELLI, 2011).

Segundo Montardo e Carvalho (2012, p. 173), “determinar a medida da reputação corporativa é um desafio, pois esta depende do mapeamento de vários fatores que influenciam a percepção dos *stakeholders* de uma organização”.

As discussões teóricas sobre a temática permitiram o desenvolvimento da metodologia de *rankings*, que permite a análise de dimensões definidas para mensuração objetiva da reputação corporativa. Através dos *rankings*, é possível, de maneira prática, verificar a responsabilidade social da empresa por meio dos atributos das dimensões de cidadania, governança e da forma como as empresas tratam seus empregados (CAIXETA; LOPES; BERNARDES, 2011).

A pesquisa de Fombrun (2007) aponta, com base na metodologia de *rankings* para mensurar a reputação corporativa no Brasil, os principais *rankings* utilizados em pesquisas nacionais no quadro a seguir:

Quadro 3 – Principais *rankings* de reputação corporativa no Brasil

<i>Rankings</i>	Revista/Instituto/Fundação
500 melhores empresas	Exame
Guia de boa cidadania corporativa	
As melhores empresas para as mulheres trabalhar no Brasil	
As melhores empresas para trabalhar no Brasil	
As empresas com melhor reputação no Brasil	
As empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa	
As 50 melhores empresas para executivos no Brasil	Você S/A
As melhores empresas para você trabalhar	Carta Capital
As empresas mais admiradas	
As marcas mais valiosas do Brasil	IstoÉ Dinheiro
Os proprietários do Brasil	Instituto MAIS e EITA
As melhores empresas do Brasil	Época Negócios
As multinacionais brasileiras com maior presença lá fora	Fundação Dom Cabral

Fonte: Adaptado pelo autor, baseado em Fombrun (2007).

Para maximizar os resultados empresariais, as organizações necessitam elaborar estratégias que lhes garantam uma vantagem competitiva no mercado. As boas práticas de governança corporativa em segmentos importantes da companhia podem garantir um diferencial diante dessa concorrência mercadológica. Outra consequência importante, por conta das estratégias adotadas, é a imagem que a firma transmite aos seus *stakeholders*, construindo sua reputação corporativa.

O presente estudo aborda as diferenças de resultados empresariais entre as organizações com melhores níveis de reputação em diferentes níveis de governança corporativa.

2.4 Estudos empíricos

Estudos realizados em relação ao desempenho das organizações, pesquisas internacionais analisaram a existência de relação positiva entre a boa governança e a *performance* econômica de empresas (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; DROBETZ; SCHILLHOFER; ZIMMERMANN, 2004). Os primeiros estudaram 1500 empresas norte-americanas, dos anos 90, e constataram que as empresas com direitos mais fortes garantidos aos acionistas, por meio de instrumentos de governança, apresentaram maior valor de mercado, maiores lucros, maior crescimento de vendas e menores investimentos em ativos. Os outros estudaram o desempenho de 91 empresas alemãs, número correspondente a 36% das empresas atuantes nos quatro principais segmentos de mercado alemãs. Os autores identificaram forte relação entre o índice de governança e o valor das empresas.

Em pesquisas nacionais, Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004) e Martins, Silva e Nardi (2006) mostraram que os índices de rentabilidade de empresas que migraram para o mercado diferenciado, ou seja, que passaram a adotar melhores práticas de governança corporativa apresentam melhores expectativas que as empresas que não as adotaram, com negociação de papéis no mercado tradicional.

Corroborando com esses achados, Silva *et al.* (2014) examinaram a relação entre os níveis de governança corporativa e os indicadores de liquidez por meio de regressões em painel, comparando os períodos 2000-2007 e 2000-2009, a fim de considerar, dessa forma, os efeitos da crise financeira internacional de 2008. Para o primeiro período (2000-2007), os

autores identificaram liquidez satisfatória das empresas presentes nos níveis N1 e NM, o que não se mostrou estatisticamente válido para o período mais amplo (2000-2009). Com relação ao nível N2, não houve evidência significativa do aumento de liquidez em nenhum período observado na análise.

Investigando os determinantes e as consequências da adesão aos NDGC da B3, Procionoy e Verdi (2009) verificaram que as empresas que aderiram ao mercado diferenciado apresentaram maior liquidez do que aquelas cujos papéis são transacionados no mercado tradicional. Em síntese, os autores identificaram evidências de que empresas que aderiram ao N2 e ao NM melhoraram seu valor de mercado por apresentarem um aumento em seu nível de liquidez.

Pesquisas avaliaram indicadores econômico-financeiros de quarenta firmas brasileiras entre os anos de 2006 e 2008, sendo que todas as empresas da amostra aderiram ao mercado diferenciado no ano de 2007 (FERNANDES; DIAS; CUNHA, 2010), e não detectaram evidências estatisticamente significativas de mudanças desses indicadores após a adesão, o que corrobora os resultados encontrados por Aguiar, Corrar e Batistella, (2004).

Com uso dos coeficientes do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), para examinar o efeito da governança sobre o desempenho, Catapan, Colauto e Barros (2013) também não encontraram evidências estatisticamente significativas dessa relação para sua amostra de 111 empresas não financeiras no período 2008, 2009 e 2010.

No estudo de Nardi e Nakao (2008, p. 109) foi possível verificar que “a adesão aos NDGC tende a interferir positivamente na imagem institucional das empresas que adotam e seguem as regras estabelecidas nesses níveis.” Ao mesmo tempo, aderir a níveis diferenciados (NM, N2 ou N1) significa sinalizar para o mercado e seus potenciais investidores que a organização adota padrões de governança e de transparência superiores aos determinados pela legislação vigente, o que pode aumentar a liquidez das ações e, com isso, reduzir o custo de capital das companhias (MARTINS; SILVA; NARDI, 2006).

Diante dos estudos evidenciados, existem os que sugerem correlação positiva entre a adoção de práticas de governança do mercado diferenciado e a melhoria dos resultados das organizações dentro de cada nível do mercado diferenciado (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) de governança. Esses aspectos incentivam as organizações a incrementarem padrões de governança. A pesquisa se estrutura para verificar de forma detalhada a afirmativa.

3 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

O estudo classifica-se como de natureza descritiva, uma vez que se busca descrever os níveis de governança corporativa como diferencial competitivo na obtenção dos resultados empresariais das firmas de melhor reputação. Quanto aos meios, a pesquisa caracteriza-se como documental, já que se utiliza de dados secundários para a análise, tanto da caracterização setorial organizacional, como dos resultados empresariais coletados nos respectivos demonstrativos contábeis e nos relatórios de referência, disponíveis no sítio eletrônico da B3. Em relação à abordagem, o presente estudo classifica-se, predominantemente, como qualitativo, mas com uso de técnicas de estatística descritiva para responder ao problema de pesquisa e atender aos objetivos delineados.

A população do estudo compreende as 50 maiores empresas brasileiras de capital aberto, por valor de mercado, listadas na B3 e no *ranking* da revista *Exame*, edição 2015, das Maiores e Melhores empresas de 2014, por ser na data analisada a edição mais atual e considerar valor de mercado das empresas como critério reputacional. A amostra constitui em 24 empresas, que emitiram informações relativas aos níveis de governança corporativa –

Bovespa Mais (MA); Bovespa Mais Nível 2 (M2); Novo Mercado (NM); Nível 2 (N2); Nível 1 (N1) e Tradicional (MB) – divulgados no sítio eletrônico da B3, assim como as informações financeiras, econômicas e de endividamento contidas no Economática®.

Os índices utilizados para mensurar os resultados empresariais estão descritos no Quadro 4 a seguir:

Quadro 4 - Índices de mensuração dos resultados empresariais

Dimensão	Índice	Operacionalização
Financeira	Liquidez Corrente (LC)	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Endividamento	Geral	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Ativo Total}}$
Econômica	<i>Return on Equity</i> (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$

Fonte: elaborado pelo autor com base na literatura (2016).

Em atendimento ao objetivo complementar da pesquisa – descrever o perfil das Companhias listadas na B3 delimitadas no estudo – são levantadas informações descritivas sobre o Controle Acionário (CA); a predominância do Capital Investidor (CI); o Setor de Atuação (SA); o Segmento B3 (S_BMF); e o Valor de Mercado (VM).

Considerando a questão da pesquisa e o atendimento ao objetivo geral do estudo – investigar os níveis de governança corporativa e desempenho empresarial das firmas brasileiras de capital aberto com melhores níveis de reputação corporativa – os dados coletados tiveram tratamento descritivo para verificar se as empresas com melhores resultados empresariais listadas na B3 apresentam maiores níveis de governança corporativa.

O tratamento dos dados foi realizado com o auxílio do aplicativo *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 23.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A seção destina-se a responder o problema levantado e a alcançar os objetivos gerais e específicos delineados pela pesquisa. Em relação ao primeiro objetivo específico da pesquisa – descrever o perfil das Companhias listadas na B3 delimitadas no estudo – apresentam-se inicialmente, na Tabela 1, as principais características das empresas da amostra, sobre o Controle Acionário (CA); a predominância do Capital Investidor (CI); o Setor de Atuação (SA); o Segmento B3 (S_BMF); e o Valor de Mercado (VM) e que apresentaram informações necessárias à consecução da pesquisa.

Tabela 1 – Perfil das companhias da amostra

Empresa	CA	CI	SA	S_BMF	VM (*)
Ambev	Privado	Nacional	Consumo não Cíclico	MB	254.852
Petrobras	Público	União	Petróleo, gás e biocombustíveis	MB	127.506
Cielo	Privado	Nacional	Financeiro e outros	NM	65.032
BRF	Privado	Nacional	Consumo não Cíclico	NM	54.557
Tractebel	Privado	Estrangeiro	Utilidade Pública	NM	22.082
Lojas Americanas	Privado	Estrangeiro	Consumo Cíclico	MB	18.540
Fibria	Privado	Nacional	Materiais Básicos	NM	17.986
Embraer	Privado	Estrangeiro	Bens Industriais	NM	17.963
B3	Privado	Estrangeiro	Financeiro e outros	NM	17.811
CPFL Energia	Privado	Nacional	Utilidade Pública	NM	17.792

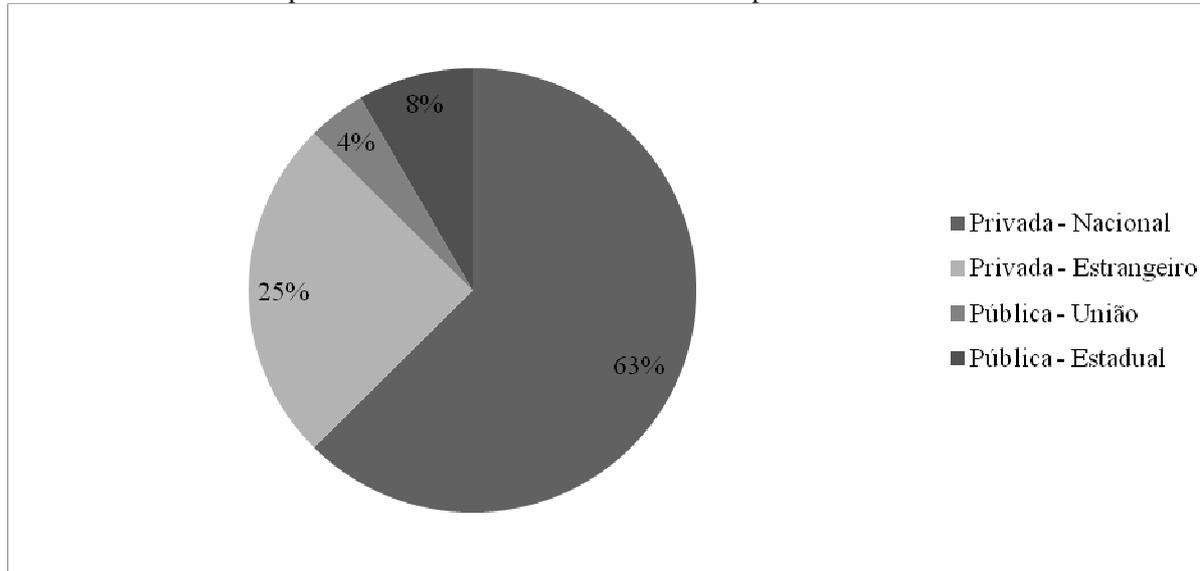
Klabin	Privado	Nacional	Materiais Básicos	N2	13.916
Natura	Privado	Nacional	Consumo não Cíclico	NM	13.665
Suzano	Privado	Nacional	Materiais Básicos	N1	12.224
Sabesp	Público	Estadual	Utilidade Pública	NM	11.627
Braskem	Privado	Nacional	Materiais Básicos	N1	10.906
Hypermarcas	Privado	Nacional	Consumo não Cíclico	NM	10.524
M. Dias Branco	Privado	Nacional	Consumo não Cíclico	NM	10.324
Lojas Renner	Privado	Estrangeiro	Consumo Cíclico	NM	9.742
Via Varejo	Privado	Nacional	Consumo Cíclico	N2	8.855
Usiminas	Privado	Estrangeiro	Materiais Básicos	N1	8.632
Eletrobrás	Privado	Nacional	Utilidade Pública	N1	8.477
Raia Drogasil	Privado	Nacional	Consumo não Cíclico	NM	8.347
Cesp	Público	Estadual	Utilidade Pública	N1	8.287
Localiza	Privado	Nacional	Consumo Cíclico	NM	7.421

Notas – (*) em Milhões de R\$

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A amostra selecionada apresenta fortemente a presença de controle acionário privado, de Investidores nacionais e diversificado quanto ao setor de atuação, conforme se verifica no Gráfico 1.

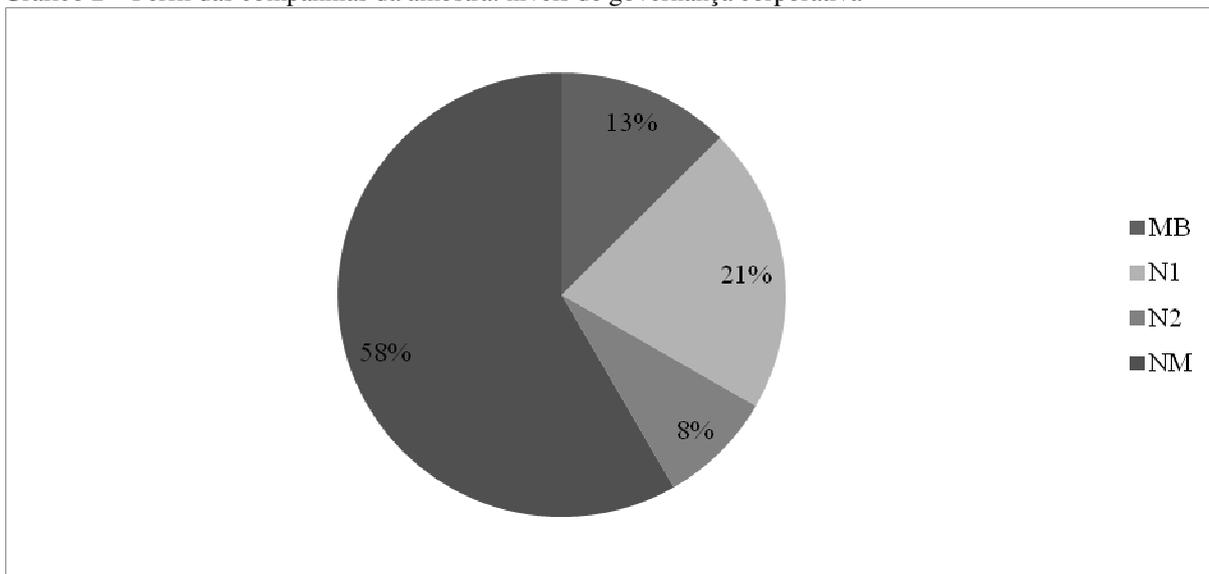
Gráfico 1 – Perfil das companhias da amostra: controle acionário e capital investidor



Fonte: dados da pesquisa (2016).

Esses resultados evidenciam forte preocupação das companhias de capital aberto, sejam nacionais ou estrangeiras, com a reputação corporativa e níveis de governança corporativa adequada para legitimação junto aos *Stakeholders*. No Gráfico 2, apresenta-se a representatividade dos níveis de transparência conforme segmentação B3.

Gráfico 2 – Perfil das companhias da amostra: níveis de governança corporativa



Fonte: dados da pesquisa (2016).

Verifica-se a predominância do segmento NM, que representa níveis diferenciados de governança corporativa e *disclosure* com a finalidade de garantir aos investidores maior grau de segurança e confiabilidade quanto à percepção de riscos e custos dos capitais investidos. Além disso, os segmentos N1 e N2 também apresentaram representatividade importante, visto que são pré-requisitos para alcançar o patamar do Novo Mercado. Esses dados apontam concordância com os estudos de Procianny e Verdi (2009) que verificaram, em síntese, que as companhias com maiores valores de mercado aderiram aos maiores segmentos de governança (N2 e NM).

Em seguida, para atender o objetivo geral da pesquisa, a Tabela 2 levanta, inicialmente, dados sobre a situação (i) financeira (Liquidez Geral – LG), (ii) de endividamento (Geral – G) e (iii) econômica (*Return on Equity* – ROE) das empresas estudadas.

Tabela 2 – Desempenho empresarial

Empresa	S_BMF	LG	EG	ROE
Ambev	MB	0,9	0,53	0,29
Petrobras	MB	0,4	0,66	-0,07
Cielo	NM	1,1	0,86	0,75
BRF	NM	1	0,62	0,14
Tractebel	NM	0,5	0,63	0,24
Lojas Americanas	MB	0,9	0,92	0,25
Fibria	NM	1,1	0,49	0,01
Embraer	NM	1,1	0,76	0,08
B3	NM	0,7	0,28	0,05
CPFL Energia	NM	0,6	0,83	0,14
Klabin	N2	0,9	0,74	0,1
Natura	NM	0,8	0,87	0,65
Suzano	N1	0,6	0,64	-0,03
Sabesp	NM	0,2	0,61	0,07

Braskem	N1	0,4	0,9	0,14
Hypermarcas	NM	0,8	0,44	0,05
M. Dias Branco	NM	1,5	0,36	0,18
Lojas Renner	NM	1,1	0,67	0,25
Via Varejo	N2	1,1	0,71	0,2
Usiminas	N1	1	0,37	0,01
Eletrobras	N1	1	0,62	-0,05
RaiaDrogasil	NM	1,4	0,49	0,09
Cesp	N1	1	0,28	0,06
Localiza	NM	0,5	0,73	0,25

Fonte: dados da pesquisa (2016).

Com as informações da Tabela 2, apresenta-se a distribuição de frequência dos dados relativos à governança corporativa e ao desempenho empresarial das empresas de maior valor econômico.

Tabela 3 – Governança corporativa e desempenho empresarial

PAINEL A – Situação Financeira						
Intervalo	MB	N1	N2	NM	Total	(%)
$0,2 \leq LG < 0,5$	1	1	-	1	3	12,50%
$0,5 \leq LG < 0,8$	-	1	-	4	5	20,83%
$0,8 \leq LG < 1,1$	2	3	1	3	9	37,50%
$1,1 \leq LG \leq 1,5$	-	-	1	6	7	29,17%
PAINEL B – Endividamento						
$0,28 \leq EG < 0,44$	-	2	-	2	4	16,67%
$0,44 \leq EG < 0,60$	1	-	-	3	4	16,67%
$0,60 \leq EG < 0,76$	1	2	2	5	10	41,67%
$0,76 \leq EG \leq 0,92$	1	1	-	4	6	25,00%
PAINEL C – Situação Econômica						
$-0,03 \leq ROE < 0,13$	1	4	1	6	12	50,00%
$0,13 \leq ROE < 0,34$	2	1	1	6	10	41,67%
$0,34 \leq ROE < 0,55$	-	-	-	-	0	0,00%
$0,55 \leq ROE \leq 0,75$	-	-	-	2	2	8,33%

Notas – LG: Liquidez Geral; EG: Endividamento Geral; e ROE: *Return on Equity*.

Fonte: dados da pesquisa (2016).

A situação financeira das organizações, avaliada através dos índices de liquidez, determinam a capacidade de pagamento da empresa frente a suas obrigações, e as variações desses índices consistem em motivos de estudos de seus gestores com grande importância para a administração da continuidade da empresa. De maneira geral, os dados apontaram, resultados satisfatórios em relação à situação de longo prazo das empresas relativo a suas obrigações, alcançando índices de liquidez geral acima de 0,8 em 66,67% dos casos, sendo 58,33% composto por empresas com níveis de governança dos segmentos N1, N2 e NM. Os resultados compactuam com resultados da pesquisa de Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004), Martins, Silva e Nardi (2006), Silva *et al.* (2014), em que as empresas com maiores valores de mercado (reputação) com os indicadores de liquidez satisfatórios, apresentavam-se em níveis de governança corporativa diferenciados, principalmente nos segmentos N1 e NM.

O grau de endividamento das empresas pode ser avaliado de modo que lhe permita melhor ganho, porém, associado a um maior risco. Pela ótica financeira, quanto maior a razão entre o Capital de Terceiros e o Patrimônio Líquido menor a liberdade de decisões financeiras

da empresa ou maior a dependência com terceiros. Em observância da obtenção de lucro, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com Capitais de Terceiros, nos casos em que o retorno desse capital for inferior ao lucro conseguido na aplicação nos negócios. Os dados da pesquisa revelam que 33,33% das empresas estão comedidas ao se endividarem a longo prazo, e a grande maioria (66,67%) julgou vantajosa a captação de recursos de terceiros como forma de postergar os compromissos e não prejudicar a liquidez de curto prazo. Esses resultados corroboram com as pesquisas de Nardi e Nakao (2008) e Martins, Silva e Nardi (2006) que, decorrente da adesão aos maiores níveis e governança proporcionados pelas empresas de maior valor no mercado, tem atraído potenciais investidores e, por consequência, com intuito de reduzir custos de captação de recursos, aumentado o endividamento de longo prazo, preservando a liquidez de curto prazo.

Os resultados econômicos são os mais observados pelos investidores e pela organização, por refletirem os retornos obtidos sobre investimentos. Esses *stakeholders* observam o ROE por conta da composição desses índices que levam em consideração a lucratividade do exercício obtida pela firma. Diante disso, é possível verificar retornos, em sua maioria, abaixo de 30% do capital investido (Patrimônio Líquido). As empresas evidenciaram retornos abaixo da expectativa, com Petrobrás (MB), Lojas Americanas (MB) e a Suzano (N1) chegando a apresentar índices negativados, em contrapartida, as empresas Cielo (NM) e Natura (NM) com significativos retornos para a firma.

Os resultados apontam indícios convergentes com os achados de Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Drobotz, Schillhofer e Zimmermann (2004) que relacionaram o valor de mercado das empresas e os níveis de governança, assim como, em relação às pesquisas de Carvalho (2003), Santos e Pedreira (2004) e Martins, Silva e Nardi (2006) que, em ambas as pesquisas, encontraram relação entre as empresas mais rentáveis aquelas classificadas com maiores níveis de governança corporativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa buscou investigar os níveis de governança corporativa e desempenho empresarial das firmas brasileiras de capital aberto com melhores níveis de reputação corporativa, analisando, inclusive, o perfil dessas empresas.

Em relação à análise complementar da pesquisa, de descrever o perfil das companhias listadas na B3 delimitadas no estudo, a amostra evidenciou a forte presença de empresas privadas nacionais e a pequena influência governamental, principalmente do Governo Federal. Quanto ao segmento de governança corporativa, parte representativa das organizações fazem parte dos níveis N1 e NM, o que reflete a preocupação das entidades em se ajustarem aos patamares mais adequados às exigências dos *stakeholders*, através da governança corporativa.

Para atender ao objetivo geral e responder à questão da pesquisa, as empresas investigadas evidenciaram, de modo geral, resultados empresariais positivos. Quanto à análise de liquidez, as firmas, principalmente as de classificação N2 e NM, apresentaram boas condições para quitar obrigações a longo prazo. Já o endividamento evidenciou que as empresas que buscam maiores investimentos de terceiros foram aquelas que apresentaram segmentação de governança NM. Ao mesmo tempo, essas organizações foram consideradas mais rentáveis, em conjunto com as de segmentação N2.

Os achados da pesquisa demonstram que as empresas com forte reputação corporativa apresentam uma estrutura de capital essencialmente privada e com boas práticas de governança corporativa, indicando que, tais aspectos podem ser representativos nos indicadores de desempenho dessas empresas. Essas conclusões convergem com as pesquisas de Martins, Silva e Nardi (2006), Silva *et al.* (2014) e outros.

Assim, o estudo permite que os *stakeholders* possam identificar, das empresas de maior valor de mercado estudadas, a adequação aos mais elevados níveis de governança, além da rentabilidade. Para as firmas, a pesquisa gera informações pautadas em situações financeiras e econômicas que podem estar sendo influenciadas pela confiança gerada ao mercado pelas boas práticas de governança. A pesquisa de caráter qualitativo evidenciou dados a serem aprofundados em posteriores pesquisas quantitativas, com ampliação da amostra e de períodos estudados, possibilitando maior setorização e correlação entre a governança corporativa e os resultados empresariais sob a ótica da reputação corporativa.

Considerando as limitações da pesquisa – empresas pertencentes aos *rankings* de reputação corporativa e ao período de análise dos dados – pode ser relevante, investigar se, especificamente, as empresas pertencentes a alguns *rankings* específicos conferem às empresas vantagem competitiva através do desempenho e/ou da governança corporativa. Além disso, pode ser importante descobrir e discutir o sentido da relação entre a governança e a reputação corporativa.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, São Paulo: Universidade de São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out./dez. 2004.

ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 10, n. 4, jul./ago. 2009.

BELLOQUE, M. C. M.; ROMARO, P.; BELLOQUE, G. G. O desempenho das empresas ditas como sustentáveis no mercado financeiro. *Pensamento & Realidade*, [S. l.], v. 25, n. 1, p. 31-46, 2010.

BERGH, J., NILSSON, U., KJARTANSSON, B., & KARLSSON, M. Impact of climate change on the productivity of silver birch, Norway spruce and Scots pine stands in Sweden and economic implications for timber production. *Ecological Bulletins*, p. 185-196, 2010.

BROMLEY, D. B. Comparing corporate reputations: league tables, quotients, benchmarks, or case studies? *Corporate Reputation Review*, [S. l.], v. 5, p. 35-50, 2002.

CAIXETA, C. G. F.; LOPES, H. E. G.; BERNARDES, P. Reputação corporativa e desempenho econômico-financeiro: um estudo em cinco grandes grupos empresariais brasileiros. *Gestão.Org - Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, [S. l.], v. 9, n. 1, p. 86-109, jan./abr. 2011.

CARTA CAPITAL. *Lista das empresas mais admiradas do Brasil, por segmento*. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/mais-admiradas-3/confira-a-lista-das-empresas-mais-admiradas-do-brasil-por-segmento/>>. Ano: 2015. Acesso em: 17 abr. 2016.

CARVALHO, A. G. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Trabalho preparado para a Bovespa, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 21 out. 2013.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 16, n. 2, p. 16-30, mai./ago. 2013.

CHILD, J.; RODRIGUES, S. B. Corporate governance and new organizational forms: issues of double and multiple agency. *Journal of Management and Governance*, v. 7, n. 4, p. 337-360, 2003.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. *Revista de Gestão*, Universidade de São Paulo, São Paulo, v.13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, [S. l.], v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./abr. 2011.

CRAIG, R. J.; BRENNAN, N. M. An exploration of the relationship between language choice in CEO letters to shareholders and corporate reputation. *Accounting Forum*, [S. l.], v. 36, p. 166-177, 2012.

DAROSI, G., C., M. Governança corporativa e desempenho financeiro nas sociedades de energia elétrica brasileira. *Caderno Profissional de Administração – UNIMEP*, v.4, n.2, 2014.

DE LIMA, L. C.; DOMINGOS, S. R. M.; DE VASCONCELOS, A. C.. Reputação e qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 14, n. 2, 2015.

DOWLING, G. R. Managing your corporate images. *Industrial marketing management*, v. 15, n. 2, p. 109-115, 1986.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, v. 10, n. 2, p. 267-293, june 2004. <[http://dx. doi.org/10.1111/j.13547798.2004.00250.x](http://dx.doi.org/10.1111/j.13547798.2004.00250.x)>.

DUTRA, R. S.; PARENTE, P. H. N. Desempenho ambiental e econômico das empresas brasileiras. *Perspectivas Online: Humanas & Sociais Aplicadas*, v. 8, n. 21, p. 51-63, 2018.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. *Organizações em contexto*, ano 6, n. 11, p. 22-44, Jan./Jun. 2010.

FOMBRUN, C. J. List of lists: A compilation of international corporate reputation ratings. *Corporate Reputation Review*, v. 10, n. 2, p. 144-153, 2007.

FOMBRUN, C. J.; RINDOVA, V. Who's tops and who decides? The social construction of corporate reputations. *New York University, Stern School of Business, Working Paper*, p. 5-13, 1996.

FOMBRUN, C. J.; SHANLEY, M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of management Journal*, v. 33, n. 2, p. 233-258, 1990.

RAGC, v.6, n.26, p.47-63/2018

DUTRA, Rogério Severiano; PARENTE, Paulo Henrique Nobre.

FOMBRUN, C. J.; VAN RIEL, C. BM. The reputational landscape. *Corporate reputation review*, v. 1, n. 2, p. 5-13, 1997.

GARDBERG, N. A.; FOMBRUN, C. J. The global reputation quotient project: First steps towards a cross-nationally valid measure of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, v. 4, n. 4, p. 303-307, 2002.

GONÇALVES FILHO, C.; BRITO, H.; GOSLING, M. Os impactos da responsabilidade social corporativa na reputação da empresa e nas intenções comportamentais das comunidades: estudo empírico. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 37-54, jan./jun. 2009.

GOMPERS, P. A.; ISHII J. L.; METRICK A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003. <<http://dx.doi.org/10.1162/00335530360535162>>.

LEAL, R. P.; SILVA, A. L. C.; FERREIRA, V. A. C. *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais, 2002.

LIMA, S. H. O, OLIVEIRA, F. D., CABRAL, A. C. A, DOS SANTOS, S. M., PESSOA, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. *REGE Revista de Gestão*, 22(2), 187-204.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000. <[http://dx.doi.org/10.1016/S0304405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304405X(00)00065-9)>.

LOCKETT, A.; THOMPSON, S.; MORGENSTERN, U. The development of the resource - based view of the firm: A critical appraisal. *International journal of management reviews*, v. 11, n. 1, p. 9-28, 2009.

MACHADO FILHO, C. P. *Responsabilidade social e governança: o debate e as implicações*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

MARTINS, D. L. O.; BRESSAN, V. G. F.; TAKAMATSU, R. T. Responsabilidade social e retornos das ações: uma análise de empresas listadas na BM&FBOVESPA-DOI: <http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v14n42p85-98>. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 14, n. 42, p. p. 85-98, 2015.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006. MONTARDO, S. P.; CARVALHO, C. S. Questões teórico-metodológicas sobre métricas e reputação corporativa. *Revista Alceu*, v. 13, n. 25, p. 168-184, 2012.

MURPHY, T. *Achieving business value from technology: a practical guide for today's executive*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002.

RAGC, v.6, n.26, p.47-63/2018

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p. 85-111, abr./jun. 2008.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. versão, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 17 abr. 2016.

PASSAIA, C.; DASILVA, B. A.; DASILVA, E. M.; DEMOZZI, M. Análise Econômica Financeira com utilização de índices. *Ciências Sociais Aplicadas em Debate, Nova Mutum-MT*, v. 1, n. 1, 2011.

PORTAL IMPRENSA. *Ranking geral das empresas mais sustentáveis segundo a mídia*. Disponível em: <<http://portalimprensa.uol.com.br/rankingsustentabilidade/rankinggeral.asp>>. Acesso em: 17 abr. 2016.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2--Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 1, 2009.

REPUTATION INSTITUTE. *The RepTrak™ System*. 2015. Disponível em: <<http://www.reputationinstitute.com/thought-leadership/the-retrak-system>>. Acesso em: 17 abr. 2016.

RIBEIRO, R.; ROSSETTO, C. R.; VERDINELLI, M. A. Comportamento estratégico da empresa e a visão baseada em recursos: um estudo no setor varejista de material de construção. *Gestão & Produção*, v. 18, n. 1, p. 175-192, 2011.

ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, [S. l.], v. 23, n. 12, p. 1077- 1093, Dec. 2002.

SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. *Administração em Diálogo*, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 87-99, 2004.

SHIMIZU, U. K. *A influência da inovação no desempenho das firmas no Brasil*. 2013. 274 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, J. P. *Contabilidade financeira*. São Paulo: Thomson, 2004.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO-FILHO, M. Fatores condicionantes da liquidez das ações: efeitos dos níveis de governança, ADR e crise econômica. *Brazilian Business Review*, v. 11, n. 1, p. 1-25, jan./mar. 2014. <<http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.1>>.

DUTRA, Rogério Severiano; PARENTE, Paulo Henrique Nobre.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: SBFIn, 2004.

TOMS, J. S. Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence. *The British Accounting Review*, v. 34, n. 3, p. 257-282, 2002.

TONETTO FILHO, V.; FREGONESI, M. S. F. A. Análise da variação nos índices de endividamento e liquidez e do nível de divulgação das empresas do setor de alimentos processados com a adoção das normas internacionais. In: *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil*. 2010.

VANTI, A. A.; RAUTER, A.; DAL-SOTO, F.; SANTOS, M. Configuração informacional na gestão da cadeia de valor e utilização de Business Intelligence (BI). *BASE-Revista de Administração e contabilidade da Unisinos*, 2004.

VENKATRAMAN, N. Strategic orientation of business enterprises: the construct, dimensionality, and measurement. *Management Science*, v. 35, n. 8, p. 942-962, Aug. 1989.