

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD**

Renata Gusmão de Luna

**A Influência das Práticas de Governança
Corporativa na Gestão do Capital de Giro das
Empresas Brasileiras**

Recife, 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- “Grau 1”: livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- “Grau 2”: com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- “Grau 3”: apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia.

A classificação desta tese se encontra, abaixo, definida por seu autor.

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.

Título da Dissertação: A Influência das Práticas de Governança Corporativa na Gestão do Capital de Giro das Empresas Brasileiras.

Nome do Autor: Renata Gusmão de Luna

Data da Aprovação:

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Recife, 08 de setembro de 2016.

Assinatura do autor
Universidade Federal de Pernambuco

Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração – PROPAD

Renata Gusmão de Luna

**A Influência das Práticas de Governança
Corporativa na Gestão do Capital de Giro das
Empresas Brasileiras**

Orientadora: Joséte Florencio dos Santos, Dra.

Tese apresentada como requisito complementar para a obtenção do grau de Doutora em Administração, na área de concentração Estratégia, Finanças e Sustentabilidade Empresarial, do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco.

Recife, 2016

Catálogo na Fonte
Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

- L961i Luna, Renata Gusmão de
A influência das práticas de governança corporativa na gestão do capital de giro das empresas brasileiras / Renata Gusmão de Luna. - 2016.
126 folhas: il. 30 cm.
- Orientadora: Prof^a. Dra. Josete Florêncio dos Santos.
Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco.
CCSA, 2016.
Inclui referências e anexos.
1. Finanças. 2. Administração financeira. 3. Governança corporativa. I. Santos, Josete Florêncio dos (Orientadora). II. Título.
- 658 CDD (22. ed.) UFPE (CSA 2017 – 187)

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

A Influência das Práticas de Governança Corporativa na Gestão do Capital de Giro das Empresas Brasileiras

Renata Gusmão de Luna

Tese submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 08 de setembro de 2016.

Banca Examinadora:

Prof.^a Joséte Florencio dos Santos, Doutora, UFPE (orientadora)

Prof. Wilson Toshiro Nakamura, Doutor, UPM (examinador externo)

Prof.^a Umbelina Cravo Teixeira Lagioia, Doutora, UFPE(examinadora interna)

Prof. Moisés Araújo Almeida, Doutor, UFSE (examinador externo)

Prof. Edilson dos Santos Silva, Doutor, UFPE (examinador externo)

Aos meus pais Celina Gusmão Luna (*in memoriam*) e Luiz de Oliveira e Luna (*in memoriam*), pelo dom da vida.

Aos meus filhos Lucas Gusmão Araújo e Alice Gusmão Araújo, pelo privilégio de conceber a vida.

A minha “fada” madrinha, Dr^a Nádia Maria de Freitas Lins, toda a minha gratidão pelo grande incentivo aos meus estudos.

A Jonas pelo carinho e motivação, mostrando que a idade não existe quando o amor e o companheirismo correm em nossas veias.

Ao Criador, por ter me dado a oportunidade de, nesta vida, superar obstáculos sem esmorecer, permitindo-me realizar minhas missões.

“A pira de Vanderlei é sobre encarar as dificuldades e, mesmo sem alcançar o padrão ouro, cruzar a linha com dignidade e aquela patológica alegria”.

Márvio dos Anjos, 2016.

Agradecimentos

A presente tese representa a realização de um projeto de vida acalentado ao longo da longa caminhada que é um Doutorado e ao olhar para trás sinto uma imensa dívida de gratidão para com uma infinidade de pessoas que, em maior ou menor medida, contribuíram para que esse sonho se tornasse realidade. Então agradeço milhões de vezes, se preciso for...

A minha “mainha” Celina (*in memoriam*) que apesar das dificuldades, sempre fez da minha instrução uma prioridade. Uma verdadeira estrela no céu a iluminar o meu caminho, cujo amparo e dedicação se faz presente há mais tempo do que tenho lembrança.

Ao meu “painho” Luiz (*in memoriam*), cuja presença física ao meu lado foi tão curta e tão sentida até hoje.

Aos meus filhos, Lucas e Alice, cujo amor é meu alimento e motivação para o enfrentamento de desafios tão grandes e sofridos como este. A ele e a ela serei sempre grata por terem suportado a minha ausência enquanto eu corria atrás dos meus devaneios acadêmicos.

A Jonas pelos estímulos nos momentos de dúvida.

A toda minha família, tios, tias, primos e primas, pelo exemplo, amor, incentivo e ajuda.

A minha querida orientadora Professora Dra. Josete Florencio, agradeço pela valorosa orientação e por todos os ensinamentos. Devo a ela não só a orientação dessa tese mas também o apoio e confiança em diversos momentos delicados da minha vida.

Ao Professor Dr. Moisés Araújo Almeida pela valiosíssima ajuda no desbravar dos caminhos econométricos por mim percorridos.

Ao Professor Dr. Wilson Toshiro Nakamura pelo delicado e dedicado profissionalismo.

A Professora Dra. Umbelina Lagioia pela simplicidade e amor com que conduz a sua carreira acadêmica.

Aos queridos(as) amigos(as) companheiros(as) da labuta acadêmica, adoro vocês: Iraneide Pereira, Walery Reis, Myrna Lorêto e Giselle Alves

A minha querida ex-aluna e amiga Paulecy que se tornou uma aliada tão importante, provando que o bom da vida é e sempre será a cooperação ao invés da competição, mil vezes obrigada.

A todos os professores do PROPAD, com os quais tive oportunidade de conviver e que através do trabalho conduzido com muita seriedade, transmitiram valiosos conhecimentos.

A Universidade Federal de Pernambuco – UFPE, pelo apoio institucional.

Aos servidores da UFPE que direta ou indiretamente contribuíram para a conclusão de mais uma etapa da minha carreira acadêmica. Particularmente as que conduzem a Secretaria do PROPAD, Irani e Tatiana.

A todos(as) os(as) meus(minhas) amigos(as) e colegas professores(as) ou não pelo incentivo e apoio. Saibam que a lista é muito grande e que gostaria de ter todos os seus nomes aqui estampados, mas garanto que ocuparia mais espaço que a própria Tese. Vocês moram no meu coração e ao ler esse agradecimento vão com certeza sentir toda a minha gratidão.

“Tenho em mim todos os sonhos do mundo”

Fernando Pessoa

Resumo

Este estudo tem por objetivo investigar a influência de mecanismos da governança corporativa na gestão do capital de giro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2015. A amostra foi composta pelas empresas não financeiras. Os dados foram coletados através de fontes secundárias, sendo as informações contábeis obtidas da base de dados *Economática* e as informações sobre o índice de gestão de governança foram coletadas a partir dos formulários de referência publicados nos *websites* das empresas e no *site* da Bovespa. Para mensurar a gestão de governança corporativa, construiu-se um índice (IGG) composto por 10 questões objetivas compreendendo aspectos acerca do Conselho de Administração. A análise foi feita com regressão múltipla de dados em painel desbalanceado com efeitos fixos e aleatórios. Os resultados mostram que a influência da gestão de governança corporativa sobre a gestão do capital de giro foi melhor explicada a partir da proxie ECGC4 depois de retirado o setor de serviço da amostra. Considerando a discrepância dos dados obtidos, possivelmente por causa da abordagem econométrica utilizada, sugere-se para estudos futuros o aprofundamento econométrico no relacionamento entre os diversos mecanismos de governança a partir da gestão do curto prazo.

Palavras-chave: Finanças corporativas. Gestão de curto prazo. Governança corporativa.

Abstract

The objective of this study is to investigate the influence of corporate governance mechanisms on the working capital management of companies listed on BM & FBOVESPA, from 2010 to 2015. The sample was composed of non-financial companies. The data were collected through secondary sources, and the accounting information obtained from the Economática database and information on the governance management index were collected from the reference forms published on the companies' websites and on the Bovespa website. In order to measure the management of corporate governance, an index (IGG) composed of 10 objective questions was created, comprising aspects about the Board of Directors. The analysis was performed with multiple regression of unbalanced panel data with fixed and random effects. The results show that the influence of corporate governance on working capital management was better explained from the average payables term (PMCP). Considering the discrepancy of the data obtained, possibly because of the econometric approach used, it is suggested for future studies the econometric deepening in the relationship between the several mechanisms of governance from the short term management.

Keywords: Corporate finance. Short-term management. Corporate governance.

Lista de Figuras

Figura 1 (2): Ciclo de Conversão de Caixa	31
Figura 1 (3): Amostra da Pesquisa	59
Figura 1 (4): Caracterização da amostra	69
Figura 2 (4): Classificação das empresas por setor	70
Figura 3 (4): Tamanho do Conselho de Administração	72
Figura 4 (4): Dupla Atribuição do CEO	73
Figura 5 (4): Mandato do CEO	73
Figura 6 (4): Conselheiros Independentes	74
Figura 7 (4): Experiência Profissional	74
Figura 8 (4): Presença de Comitê Estatutário	75
Figura 9 (4): Presença de Comitês de Auditoria, Financeiro e de Remuneração	75
Figura 10 (4): Remuneração dos Conselheiros	76
Figura 11 (4): Bônus dos Conselheiros	76
Figura 12 (4): Participação dos Conselheiros no Resultado	77

Lista de Tabelas

Tabela 1 (4): Estatística descritiva das variáveis por indústria, comércio e serviços	78
Tabela 2 (4): Estatística descritiva das variáveis por indústria e comércio	79
Tabela 3 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança A (Painel 2010-2015)	81
Tabela 4 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança B (Painel 2010-2015)	83
Tabela 5 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança C (Painel 2010-2015)	84
Tabela 6 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança D (Painel 2010-2015)	85
Tabela 7 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança E (Painel 2010-2015)	86
Tabela 8 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança F (Painel 2010-2015)	87
Tabela 9 (4): Determinantes da Gestão de Capital de Giro A (Painel 2010-2015)	88
Tabela 10 (4): Determinantes da Gestão de Capital de Giro B (Painel 2010-2015)	89

Lista de Quadros

Quadro 1 (3): Variáveis Dependentes	61
Quadro 2 (3): Variáveis Explicativas	62
Quadro 3 (3): Variáveis de Controle	62
Quadro 4 (3): Expectativa da relação esperada para os determinantes da influência das práticas de governança corporativa na gestão do capital de giro	63
Quadro 5 (3): Questões do índice de Gestão de Governança	65
Quadro 1 (4): Caracterização da amostra por setor econômico (detalhado)	71

SUMÁRIO

1	Introdução	16
1.1	Contextualização do Tema	16
1.2	Objetivos	22
1.2.1	Objetivo geral	22
1.2.2	Objetivos Específicos	23
1.3	Justificativa e contribuição do estudo	23
2	Referencial Teórico	25
2.1	A Gestão do Capital de Giro	25
2.1.1	Natureza e Importância do Capital de Giro	26
2.1.2	Ciclo de Conversão de Caixa	29
2.1.3	Teoria em Gestão de Capital de Giro	33
2.1.3.1	<i>Static Tradeoff Theory</i>	33
2.1.4	Evidências Empíricas	35
2.2	Governança Corporativa	45
2.2.1	O Problema de Agência	45
2.2.2	Conselho de Administração	47
2.2.2.1	<i>Tamanho do Conselho de Administração</i>	49
2.2.2.2	<i>Dupla Atribuição do CEO</i>	50
2.2.2.3	<i>Mandato do CEO</i>	51
2.2.2.4	<i>Grau de Independência do Conselho de Administração</i>	53
2.2.2.5	<i>Comitês</i>	54
2.2.3	A Gestão do Capital de Giro e a Governança Corporativa	54
3	Procedimentos Metodológicos	57
3.1	Delineamento da Pesquisa	57
3.2	População e Amostra da Pesquisa	58
3.3	Definição Operacional das Variáveis	59
3.3.1	Variável Dependente	60
3.3.2	Variáveis Explicativas	61
3.3.3	Variáveis de Controle	62
3.4	Coleta e Tratamento de Dados	63
3.5	Métodos Estatísticos de Análise	63
3.5.1	Mensuração dos Mecanismos de Governança Corporativa	63
3.5.2	Mecanismos da Governança Corporativa e a Gestão de Curto Prazo	65
4	Discussão dos Resultados	69
4.1	Caracterização da Amostra	69
4.2	Gestão de Capital de Giro e Governança Corporativa	71
4.2.1	Proxy de Gestão de Governança Corporativa	71
4.3	Análise das Estatísticas Descritivas das Variáveis	77
4.4	Gestão do Capital de Giro e a Governança Corporativa	79
5	Considerações Finais	91
	Referências	93
	ANEXO A – Composição do Índice de Governança Corporativa	106
	ANEXO B – Índice de Gestão de Governança Corporativa	107
	ANEXO C – Matriz de Correlação das Variáveis (Ano)	110
	ANEXO D – Tabelas Matrizes Correlação Proxies	112
	ANEXO E – Matriz Correlação Variável EGCG 1	113
	ANEXO F – Matriz Correlação Variável EGCG 2	114

ANEXO G – Matriz Correlação Variável EGCG 3	115
ANEXO H – Matriz correlação variável EGCG 4	116
ANEXO I – Matriz Correlação Variável PMCR	117
ANEXO J – Matriz Correlação Variável PME	118
ANEXO K – Matriz Correlação Variável PMCP	119
ANEXO L – Matriz correlação variável EGCG1 A	120
ANEXO M – Matriz correlação variável EGCG2 A	121
ANEXO N – Matriz correlação variável EGCG3 A	122
ANEXO O – Matriz correlação variável EGCG4 A	123
ANEXO P – Matriz Correlação Variável PMCR A	124
ANEXO Q – Matriz Correlação Variável PME A	125
ANEXO R – Matriz Correlação Variável PMCP A	126

1 Introdução

Este capítulo encontra-se estruturado em quatro partes: contextualização do tema, objetivos, justificativa e contribuição do estudo.

1.1 Contextualização do Tema

Com uma expressiva evolução nas últimas décadas, as finanças corporativas vêm experimentando conceitos, ferramentas e instrumentos financeiros que têm sido desenvolvidos com a finalidade de capacitar o gestor a tomar as melhores decisões e implementar programas que maximizem a riqueza dos acionistas (CARVALHO; SCHIOZER, 2012).

Em qualquer empresa, o dinheiro constitui o fio condutor que orienta o seu crescimento, a sua existência. Desta feita, a eficiência de uma gestão financeira é condição fundamental para tal, bem como para a sobrevivência e a estabilidade diante da concorrência. Contudo, tradicionalmente, a literatura em finanças corporativas tem foco direcionado nos estudos da gestão de longo prazo, sejam eles, estrutura de capital, investimentos e dividendos. Porém, torna-se imperativo para a condução de qualquer empresa dar uma atenção especial para à gestão de capital de giro, para continuar operando durante um longo período de tempo. A gestão eficiente do capital de giro permite que as empresas tenham fluxo de caixa suficiente para continuar operações normais, minimizando o risco de incapacidade de pagar dívidas de curto prazo, a partir da identificação dos fatores que afetam a gestão do capital de giro. A maior parte do tempo e esforço dos gestores financeiros são alocados em trazer níveis não ideais de ativos e passivos correntes de volta para níveis ideais (LAMBERSON, 1995).

Segundo Nwankwo (2005), a gestão do capital de giro eficiente tem base na decisão da gestão financeira da empresa em determinar o volume de ativos correntes e passivos correntes. Para Ibenta (2005, p. 406), “a gestão de capital de giro é definida como todos os aspectos da administração de ambos os ativos e passivos correntes. É o investimento das empresas em ativos de curto prazo”.

Estudos sobre os ativos e passivos de curto prazo precisam ser devidamente valorados, considerando que o dimensionamento correto das decisões que visam sustentar as operações rotineiras das empresas, mostra-se relevante para a sobrevivência e para o crescimento destas. Sendo assim, a gestão do capital de giro possui um papel de extrema relevância estratégica na condução da gestão financeira das organizações. Logo, a apropriada gestão do capital de giro e

avaliação de seus elementos básicos ajuda a empresa no gerenciamento de suas operações de forma mais eficiente (SHIN; SOENEN, 1998).

La Porta et al. (1997) afirmam que empresários focam na gestão do capital de giro de forma diversa, já que as características do ambiente local determinam a gestão que melhor se ajusta à empresa, ao considerar as diferenças em aspectos como cultura, sistemas de leis, barreiras de proteção de mercado, grau de desenvolvimento do sistema financeiro e da indústria.

No enfoque dado por Ashby (2005), o capital de giro é um barômetro altamente eficaz para a verificação da eficiência e da eficácia operacional e financeira das empresas, enquanto que, para Mintz (1999), o capital de giro representa a principal força gerencial em administração financeira corporativa. As decisões de investimento em capital de giro, investimento em capital fixo, bem como as decisões de financiamento, quando tomadas de forma adequada, podem indicar fontes de geração de valor para as empresas.

Espera-se que uma gestão de capital de giro bem desenhada contribua positivamente para a criação de valor de uma empresa, postulada pela rentabilidade. Um dos pioneiros nesta discussão foi Nunn (1981) que examinou por que as empresas têm diferentes níveis de capital de giro, a partir da análise fatorial para testar 166 variáveis em relação às políticas de capital de giro de 1700 empresas no período de 1971 a 1978, bem como, identificou os determinantes estratégicos do capital de giro. Seu modelo foi usado para explicar por que os níveis de capital de trabalho diferem entre empresas do mesmo setor e setores diferentes. Autores como Schiff e Lieber (1974), Smith (1980) e Kim e Chung (1990) sugeriram que as decisões de capital de giro afetam o desempenho da empresa. A maioria dos estudos empíricos sustentam a crença tradicional de que as decisões de capital de giro afetam a rentabilidade e que a redução do investimento no capital de giro afetaria positivamente a rentabilidade da empresa (política agressiva), reduzindo proporção de ativos correntes em relação aos ativos totais.

O tema gestão de capital de giro tem sido discutido na literatura financeira com pouca frequência, posto que não vem recebendo a mesma atenção que assuntos relacionados com as decisões de investimento e financiamento de curto prazo, possivelmente por falta de teorias robustas, é o que cita Palombini e Nakamura (2012). Para Etiennot, Preve e Sarria Allende (2012), essa pouca atenção se deve ao fato de que em economias desenvolvidas o acesso ao capital se dá de forma rápida e menos onerosa, o que nem sempre acontece nas economias emergentes. Em consonância Matias (2006) afirma que temas como gestão do capital de giro perdem importância e acabam ficando em segundo plano, quando se considera que em mercados financeiros altamente desenvolvidos os custos de captação de recursos financeiros

costumam ser baixos. Corroborando com essas afirmações, verifica-se que uma considerável quantidade das pesquisas encontradas a respeito desse tema são estudos feitos em países em desenvolvimento, onde o custo de captação de recursos financeiros costuma ser caro.

Dentre os países em desenvolvimento, verificam-se pesquisas no seguintes países: nas Ilhas Mauricio, Padachi (2006) examinou as tendências na gestão do capital de giro e seu impacto no desempenho das empresas; na Tailândia, Appuhami (2008) examinou o impacto do dispêndio de capital das empresas na gestão do capital de giro, apontando uma relação negativa entre o dispêndio de capital e a gestão do capital de giro; no Quênia, Mathuva (2010) examinou a influência de componentes de gerenciamento de Capital de Giro sobre a rentabilidade das empresas; no Paquistão, Khan et al. (2011) investigaram se a gestão de capital tem efeito sobre a rentabilidade; no Irã, Vahid et al. (2012) examinaram empresas cotadas na Bolsa de Valores do Teerã, para encontrar a importância do capital de giro sobre a rentabilidade da empresa, bem como sobre a liquidez; em Bangladesh, Quayyum (2012) investigou se havia relação entre a gestão do capital de giro e a rentabilidade das empresas de manufaturas; na Jordânia, Sabri (2012) investigou o efeito da gestão de capital de giro no valor das empresas industriais.

Nos Estados Unidos, Gil, Biger e Mathur (2010) investigaram a relação entre a gestão de capital de giro e rentabilidade das empresas para uma amostra de 88 empresas americanas de manufatura cotadas na *New York Stock Exchange*, para o período de 2005 a 2007. Uma variedade de variáveis relacionadas à gestão de capital de giro que poderiam potencialmente ser associadas ou responsáveis pela rentabilidade das empresas industriais pode ser encontrada na literatura. Neste estudo, a escolha de variáveis explanatórias tem base em teorias alternativas relacionadas com a administração do capital circulante e a rentabilidade, sendo que o conjunto final de variáveis incluiu oito independentes, dentre elas: contas a receber, contas a pagar, estoques, ciclo de conversão de caixa, tamanho da empresa. Por se concentrar em empresas manufatureiras americanas, a investigação proposta pelos autores ficou limitada, validando pouco da constatação que estes trataram acerca da gestão do capital de giro.

Também Dellof (2003) menciona o capital de giro como sendo uma parcela relevante dos investimentos das empresas, o que pressupõe que a eficiência da sua gestão pode influenciar em sua performance financeira, configurando-se em determinante de rentabilidade, ou seja, a maneira como o capital de giro é gerenciado tem um impacto significativo na rentabilidade das empresas, e, na prática, as organizações aceitam a rentabilidade e não a liquidez como maior destaque para a sobrevivência, o crescimento e a estabilidade. Chiou et al. (2006) e Garcia-

Teruel e Martinez-Solano (2007) evidenciam o impacto de uma eficiente gestão do capital de giro na saúde financeira das empresas a partir do resultado na rentabilidade. Christopher e Kamalavalli (2009) apresentam que a negligência com a gestão do capital de giro pode ser altamente perigosa para qualquer empresa. Mohamad e Saad (2010) e Hill et al. (2010) apontam a gestão eficiente do capital de giro como uma parte fundamental da estratégia global de qualquer empresa para gerar valor ao acionista.

No Brasil, Soares Neto et al. (2011) analisam a influência do capital de giro dentre os múltiplos fatores que interferem no modelo de gestão das micro e pequenas empresas; Ching et al. (2011) investigam se há alguma conexão a rentabilidade e a maneira como se apresenta a gestão de capital de giro e identificam as variáveis que mais afetam a rentabilidade; Palombini e Nakamura (2012) estudam os fatores determinantes da gestão do capital de giro, destacando que a boa gestão do capital de giro é especialmente relevante para o desempenho operacional das empresas brasileiras, dado o alto custo de captação de recursos de curto prazo e as dificuldades de obter financiamento para as necessidades permanentes de capital de giro.

Ainda no Brasil, Carvalho (2012) aponta que a gestão financeira de curto prazo compreende as decisões e o controle sobre todos os indicadores e variáveis que influenciam as contas circulantes, como caixa, títulos negociáveis, estoques, contas a receber e contas a pagar. Assim, a gestão do capital de giro, aqui definida como sendo a eficiência da aplicação dos recursos nos ativos de curto prazo da empresa, posto que tal eficiência pode influenciar a sua liquidez, o seu retorno, o seu valor e o seu nível de risco, tornando-se parte crucial quando se pensa a estratégia geral de uma empresa com vistas à criação de valor para os acionistas.

Consoante Almeida (2010), a gestão de capital de giro tornou-se um dos assuntos mais importantes nas empresas e muitos executivos financeiros buscam identificar, dentro de seus nichos específicos, os principais *drivers* e níveis adequados do capital de giro, com o intuito de minimizar riscos e melhorar a performance geral do negócio. Para tanto, uma boa gestão do capital de giro aponta que se deve manter o ativo circulante apto a sustentar a atividade operacional da empresa, bem como fazer frente às necessidades inesperadas de caixa, e com isso manter uma liquidez capaz de levar a empresa a captar recursos a um menor custo. O intuito é a diminuição do ciclo de conversão de caixa (CCC), que é apresentado da seguinte forma $CCC = PMRE + PMRV - PRPC$, sendo PMRE (prazo médio de renovação de estoque) é o número de dias que se levará para vender todo o estoque de produtos, PMRV (prazo médio de recebimento das vendas) é o número de dias que serão necessários para receber as vendas e PMPC (prazo médio de pagamento de compras) é o número de dias que a empresa levará para

pagar os seus fornecedores. Quanto maior se torna tal ciclo, mais financiamento se faz necessário para as operações das empresas, e controlar esse ciclo é essencial.

Um ciclo adequado seria aquele em que os diversos componentes do capital de giro se manteriam em um nível equilibrado e com o devido acompanhamento, levando a uma gestão financeira de curto prazo eficiente, mas há de se considerar que outros fatores também devem ser levados em conta para a manutenção, ou não, desse equilíbrio sobre as políticas de gestão do capital de giro, tais como a influência do setor, a governança corporativa, o porte da empresa, as condições de mercado e as condições da economia. Também se tem que a remuneração para os recursos aplicados no capital de giro é deveras baixa, desta feita, é salutar considerar equilibrar liquidez e rentabilidade. Já que, auferir lucros e não possuir ativos circulantes adequados e suficientes para honrar as obrigações correntes pode trazer para a empresa consequências impeditivas ao seu crescimento financeiro, daí ser reforçada na literatura a importância de uma gestão financeira de curto prazo concentrada no valor, que não contribua apenas com o retorno, mas também com o equilíbrio da liquidez.

Como formas propositivas de gerenciar o capital de giro, Weinraub e Visscher (1998) analisaram uma seção transversal de dez indústrias diferentes ao longo de um período de dez anos com o intuito de determinar se existem diferenças significativas no tipo de indústria e as políticas de gestão de capital de giro, apresentando no seu estudo duas políticas financeiras de gestão de capital de giro, sendo uma tratada como conservadora e a outra como agressiva. A conservadora implica manter uma grande proporção de ativos correntes em relação aos totais de ativos da empresa, ou por meio de decisões de financiamentos que buscam manter um baixo nível de passivos correntes em relação ao ativo total. Já a agressiva mantém um baixo nível de ativos correntes em relação aos ativos totais ou por meio de decisões de financiamento que buscam manter um elevado nível de passivos correntes em relação ao ativo total. Os autores chegam à conclusão de que as indústrias não mantêm a mesma política de gestão de capital de giro, aquelas que seguem uma política financeira de gestão de capital de giro agressiva proporcionam uma maior rentabilidade, resultando também num maior risco. O contrário ocorre quando da adoção de uma política financeira de curto prazo conservadora. Além disso, estes também verificaram que a natureza relativa às políticas de gestão de capital de giro permaneceu estável durante o período de estudo.

A política de gestão de capital de giro, agressiva ou conservadora, pode estar diretamente vinculada com a rentabilidade, o valor e o risco da empresa, já que os níveis excessivos de ativos circulantes podem ter um efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa,

enquanto que um baixo nível de ativos circulantes pode levar a um menor nível de liquidez e de ruptura, resultando em dificuldades de manter o bom funcionamento da empresa (WEINRAUB e VISSCHER, 1998).

Na literatura, há várias discussões sobre o *tradeoff* risco e retorno entre as políticas de gestão de capital de giro (PINCHES, 1991; BRIGHAM e EHRHARDT, 2004; GITMAN, 2005; MOYER et al., 2005). Políticas de capital de giro mais agressivas estão associados com maior retorno e maior risco, enquanto que as políticas conservadoras de capital de giro estão associadas com menor risco e menor retorno (GARDNER et al., 1986; WEINRAUB e VISSCHER, 1998). A gestão de capital de giro é importante por causa de seus efeitos sobre a rentabilidade das empresas e o risco e, conseqüentemente, o seu valor (SMITH, 1980).

Consoante o IBGC (2015), o conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, ou seja, é o órgão central do sistema de governança. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente. Sendo assim, dentro das organizações, as políticas de gestão de capital de giro, bem como todas as outras políticas da organização, tem nas figuras do conselho de administração e do CEO (*chief executive officer*) os responsáveis pela formulação destas políticas. Portanto, ao se considerar uma política de gestão de capital de giro que mantém saldos de caixa elevados, o reflexo desta pode se dá na própria aversão ao risco da administração, causando possivelmente um problema de agência, já que os saldos mantidos pelo conselho de administração e pelo CEO (*chief executive officer*) não maximizariam a riqueza dos acionistas (GILL e SHAH, 2012). Apontando que uma governança corporativa fraca pode ter conseqüências adversas para a gestão do capital de giro (HARFORD et al., 2008).

Diversos estudos investigaram a relação do conselho de administração e a gestão do capital de giro. Drobotz e Grüninger (2007) testaram as relações entre a gestão do capital de giro, o tamanho do conselho de administração, a dupla atribuição do CEO (*chief executive officer*), a porcentagem de votos do maior acionista e a porcentagem de direitos de voto totais dos acionistas em empresas suíças. Gill e Mathur (2011) e Gill e Shah (2012) investigaram o impacto da dupla atribuição do CEO (*chief executive officer*) e o tamanho do conselho da administração nas reservas de caixa e rentabilidade de empresas canadenses. Já Gill e Biger (2013) investigaram o impacto da governança corporativa, a partir do conselho de administração, sobre a gestão do capital de giro em indústrias americanas.

Muitas pesquisas trouxeram vários questionamentos e investigações acerca da gestão de capital de giro, em particular dos determinantes que levam os gestores a escolherem diferentes políticas de gestão do capital de giro, porém tais questionamentos ainda não são consensuais e conclusivos, sendo assim a pesquisa proposta vem agregar valor no entendimento da gestão do capital de giro a partir da inclusão de mecanismos pertinentes à governança corporativa, considerando que os principais mecanismos utilizados na governança corporativa visam assegurar o controle da propriedade sobre a gestão, para tanto a presente pesquisa utilizará o entendimento da gestão de governança no intuito de verificar a existência de relação desta com a gestão do capital de giro, a partir da resposta ao seguinte questionamento: *Existem associações das práticas de Governança Corporativa nas políticas de condução da gestão do capital de giro das empresas listadas na BM&FBOVESPA?*

Diante dessa questão, pode-se adiantar que a base norteadora dessa proposta de tese consiste na busca de uma possível identificação das relações entre as práticas de governança e a gestão de capital de giro e com isso se ter um maior entendimento de como as empresas definem sua política de gestão de capital de giro e se há influência do conselho de administração na maneira como conduzem essa gestão.

O estudo abrangerá todas as empresas não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2015, período escolhido por apresentar informações suficientes para a elaboração das variáveis deste estudo. Não se optou por períodos anteriores pela falta da publicação dos formulários de referência das empresas estudadas.

1.2 Objetivos

Para responder à questão de pesquisa proposta, o presente estudo tem os seguintes objetivos:

1.2.1 Objetivo geral

Este estudo busca investigar a existência de associações entre os mecanismos da governança corporativa e a gestão do capital de giro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, para o período de 2010 a 2015.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Mensurar o nível de gestão de governança por meio da *proxy* índice de gestão de governança
- Verificar se o índice de gestão de governança influencia a condução da gestão de capital de giro.
- Verificar a influência do conselho de administração, enquanto mecanismo de governança corporativa, na gestão do capital de giro.

1.3 Justificativa e contribuição do estudo

A presente proposta de tese se justifica pela pretensão de contribuir com a literatura com maiores discussões e reflexões acerca do tema gestão de capital de giro, ainda pouco estudado no Brasil, mas que recentemente vem apresentando uma postura mais questionadora quando se trata do comportamento do mercado e o seu processo de tomada de decisão, não havendo estudos empíricos conclusivos da influência das práticas de governança corporativa à respeito da gestão do capital de giro.

Nos recentes estudos de finanças buscam entender como as empresas tratam a gestão do capital de giro, quais são os fatores determinantes deste, como as empresas financiam suas atividades no curto prazo, quais serão as práticas contemporâneas de gestão do capital de giro que irão predominar, bem como o que melhor determinaria as políticas de gestão.

A ideia de observar a gestão do capital de giro está atrelada ao fato de que pode haver expectativas de rentabilidades específicas para empresas com diferentes políticas de gestão do capital de giro, bem como a partir da separação destas em comércio, indústria e serviços, dando possibilidade a uma visualização geral da política praticada na gestão de curto prazo, a partir da observância do comportamento específico da rentabilidade das empresas como será esperado.

Sendo assim, a presente proposta de tese apresenta um caráter de relevância, do ponto de vista acadêmico, por buscar aprofundar o tema a partir da verificação da relação empírica entre as políticas de gestão de capital de giro e a associação uma *proxy* que trata da gestão da governança e com o conselho da administração que é o principal pilar da governança corporativa, tomando como base os trabalhos de Drobetz e Grüninger (2007), Gill e Mathur

(2011), Gill e Shah (2012) e Gill e Biger (2013), bem como poder comparar os resultados com aqueles já recorrentes na literatura nacional e internacional, com a pretensão de validação destes.

Assim, cabe investigar se o conselho de administração influencia a gestão do capital de giro das empresas brasileiras e quais as suas implicações nas decisões da política a ser adotada. Pretende-se mostrar que o conselho de administração pode adotar uma política de gestão do capital de giro que não maximizem a riqueza dos acionistas, causando possivelmente um problema de agência, dando ao trabalho um caráter de originalidade.

No campo prático, esta proposta de estudo fornecerá aos profissionais e acadêmicos diferentes considerações acerca da política de gestão de capital de giro adotada pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA, e em particular, sobre a relação destas com o Conselho de Administração.

Em relação ao período definido para análise, a proposta é investigar as informações divulgadas pelas empresas no período compreendido entre 2010 e 2015, levando em consideração as alterações da legislação societária brasileira, que buscou convergência para as normas internacionais e provocou alterações significativas na estrutura das demonstrações financeiras publicadas a partir de 2010, bem como a disponibilidade do formulário de referência que trata na instrução nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Além desta introdução, a presente tese está estruturada em mais quatro capítulos. O capítulo 2 é composto pelo referencial teórico, o qual discute as teorias. O capítulo 3 é relativo aos procedimentos metodológicos, no qual estão apresentados os métodos estatísticos e econométricos a serem adotados para tratar os dados e atingir os objetivos desta pesquisa. O capítulo 4 traz a discussão dos resultados e por fim o capítulo 5 é relativo as considerações finais.

2 Referencial Teórico

Neste capítulo será apresentada uma revisão da literatura sobre Capital de Giro e Governança Corporativa, Com a intenção de dar suporte à pergunta de pesquisa que visa relacionar o conselho de administração e a gestão financeira de curto prazo das empresas de capital aberto brasileiras.

2.1 A Gestão do Capital de Giro

No período compreendido entre os anos 1900 e 1940 houve o desenvolvimento limitado em pesquisa acerca da gestão do capital de giro, identificando uma prática de gestão discreta, em grande parte devido às limitações de pesquisas sobre o tema, já que na época, consoante uma pesquisa da *ABI Research* foram encontrados apenas 23 artigos relacionados ao capital de giro publicados em vários periódicos no mencionado período, os quais buscavam um terreno comum entre a teoria e a prática de gestão de capital de giro. Já as décadas pré e pós Segunda Guerra Mundial (1920 e 1950, respectivamente) tiveram influência significativa no desenvolvimento de estudos de capital de giro e os principais argumentos apresentados neste período girava em torno do adequado financiamento de capital de giro (DARUN, 2011).

Na era da industrialização, entre as décadas de 1950 e 1980, apresentou-se uma mudança na orientação do estudo da gestão do capital de giro, já que tecnologias avançadas permitiram às empresas obterem benefícios de economias de escala, e após a década de 1950, as companhias americanas cresceram em tamanho e com a criação de várias divisões para atender diferentes atividades comerciais. Mas os gestores financeiros não tinham a formação necessária e nem a experiência para avaliar o desempenho de diferentes atividades empresariais, e uma gama de modelos matemáticos foram utilizados para apoiar seus processos decisórios, inclusive sobre gestão do capital de giro. Porém, consoante uma pesquisa feita pela Trahan e Gitman (1995), foi evidenciado que a otimização e modelos de simulação não tinham ampla aceitação por muitos diretores financeiros (CFO - *chief financial officer*) das 500 maiores corporações, segundo a *Fortune*, e as 200 melhores pequenas empresas, segundo a *Forbes*, devido à sua inflexibilidade. Reconhecendo esses desafios e oportunidades, uma nova gama de estudos surgiu, concentrando-se sobre a eficiência da gestão do capital de giro (DARUN, 2011).

A literatura existente sobre capital de giro parece ter perdido popularidade após a década de 60, quando a maioria dos modelos de gestão de capital de giro foram desenvolvidos. Mesmo estes não sendo formulados de uma forma integrada, eles eram um tema muito importante para a discussão dado o seu efeito direto sobre o valor das empresas, como foi o caso dos trabalhos de Gupta (1969) e Gupta e Huefner (1972), que examinaram as diferenças entre a rentabilidade, atividade, alavancagem e liquidez entre as indústrias, chegando à conclusão de que não existem diferenças de médias de relação financeira entre os setores da indústria, sejam eles na busca da compreensão dos fatores que determinam o capital de giro e o nível ótimo deste.

Por fim, na era da globalização, ou seja, dos anos 1990 até a presente data, a eficiência na gestão do capital de giro passa por duas importantes variáveis, a rentabilidade, como maximização de valor ao acionista, e a liquidez, como a capacidade de uma empresa para satisfazer suas obrigações financeiras. Para tanto, estudos têm sugerido que tal eficiência poderia ser conseguida através da melhoria do ciclo de conversão de caixa (DARUN, 2011).

2.1.1 Natureza e Importância do Capital de Giro

Uma das primeiras definições de capital de giro foi proposta por Mann (1918, p. 342) que seria “a quantidade de caixa ou o equivalente de caixa considerada necessária para conduzir as operações de utilidade, que também era conhecido como capital de giro líquido, ou seja, o montante do capital necessário para manter a empresa em funcionamento ou manter a liquidez”.

O capital de giro atende as necessidades financeiras de curto prazo de uma empresa e o recurso investido nele muda durante o curso normal das operações dos negócios. Sendo assim a necessidade de se manter um capital de giro adequado fica evidenciada na manutenção do negócio, já que se não há uma manutenção adequada do capital de giro, o negócio dificilmente pode prosperar e sobreviver (GILL e SHAH, 2012). Corroborando, Rafuse (1996) afirma que a necessidade de capital de giro é geralmente apresentada como uma das principais causas, se não a principal causa, do fracasso de pequenas empresas em muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

O capital de giro é o conjunto de valores necessários para a empresa fazer seus negócios girarem, ou seja, sustentar a atividade operacional das empresas e é representado pelos os ativos e passivos de curto prazo, também chamados de circulantes. Em geral, são identificados como ativos ou passivos que transitam durante o ciclo operacional das empresas. Precisam de acompanhamento permanente, já que está sujeito aos impactos das mudanças conjunturais,

além de serem importantes componentes do ativo total. A administração desses ativos e passivos de curto prazo merece uma cuidadosa investigação uma vez que a gestão de capital de giro desempenha um importante papel na rentabilidade de uma empresa, no risco e, conseqüentemente, no valor da empresa (SMITH, 1980).

Segundo Brigham et al. (2001), o Capital de Giro, em suas operações ativas, consiste em quatro componentes principais: o caixa, que representa a principal reserva de liquidez das empresas e é considerado o mais importante; os títulos financeiros, que são mantidos pelas empresas como forma de aumentar a rentabilidade de suas aplicações de curto prazo; o estoque, cuja existência está relacionada à incerteza presente nos processos de compras, produção e vendas das empresas; o contas a receber que traz o recebimento a prazo das venda de produtos e o Contas a Pagar, que representam uma forma de financiamento espontâneo e geralmente não onerosa utilizada pelas empresas.

Justificando a importância já mencionada do componente caixa, temos Keynes (1982, apud Rocha et al. 2012) identificando os motivos pelos quais agentes econômicos demandam moeda, sendo o pioneiro a apresentar as razões pelas quais as empresas mantêm liquidez. Tais razões, podem ser elencadas em motivo transação, no qual as empresas garantem recursos para compensar o período de desembolso e recebimento, em motivo precaução, no qual as empresas garantem recursos para atender às contingências inesperadas, e por fim, o motivo especulação, no qual a empresa busca manter a sua liquidez com o intuito de aproveitar as oportunidades inesperadas.

Palombini e Nakamura (2012) afirmam que investimentos em ativos de curto prazo, desempenham um papel importante para a tomada de decisões, bem como demandam uma quantidade significativa de tempo e esforço na gestão do capital de giro, quando da exploração das variáveis internas de várias empresas. Em geral, a partir da perspectiva do executivo financeiro, a gestão do capital de giro é um conceito simples e deve assegurar a capacidade da organização para financiar a diferença entre os ativos de curto prazo e passivos de curto prazo (HARRIS, 2005).

Quando uma empresa mantém um grande volume de Capital de Giro, minimiza seu risco, bem como garante segurança para imprevistos, já que quanto maior for seu caixa, maior capacidade ela terá de honrar seus compromissos, mesmo levando em conta despesas imprevistas, atrasos e inadimplência. Quanto maior for o seu estoque, tanto maior a margem de segurança na produção, relativa a interrupções por falta de matérias-primas, quando de um possível aumento de demanda. Quanto maior for a quantidade de recebíveis aponta que a

empresa oferece para seus clientes crédito vantajoso, o que indicaria ser esta mais competitiva, dentre outras situações.

Porém, o grande desafio é o nível que se deve manter recursos aplicados no Capital de Giro, já que de algum modo este deve ser financiado, e quanto maior o volume de Capital de Giro, maior o capital investido e maiores os custos financeiros. Sendo assim, o desafio é encontrar o nível ideal de Capital de Giro, que não busque uma elevada necessidade de financiamento e, portanto, altos custos financeiros, sem colocar em risco o operacional. Desta feita, o nível ideal de Capital de Giro irá variar em função das características da empresa, do desempenho da economia e da relação risco e retorno almejados.

Consoante Assaf Neto e Silva (2002), quanto maior o montante de recursos aplicados em ativos correntes, independente do volume de atividade da empresa, menor tende a ser a rentabilidade oferecida pelo investimento e, em contrapartida, menos arriscada se apresenta a política de capital de giro adotada. Neste cenário, um excesso de ativos circulantes acima da necessidade da operação da empresa, pode implicar em retornos inferiores àqueles oferecidos por uma estrutura financeira de menor liquidez. De maneira inversa, um nível menor de capital de giro líquido, ao mesmo tempo em que eleva seu risco de insolvência por reduzir sua margem de segurança, pode contribuir positivamente para a rentabilidade da empresa ao restringir o investimento em ativos com rentabilidade reduzida. Assim sendo, a gestão do capital de giro deve encontrar um equilíbrio adequado entre a liquidez e rentabilidade; e, entre risco e retorno de modo a permitir um funcionamento eficiente das operações normais da empresa e a criação de valor ao acionista.

Para Braga (1995, p. 81), “a gestão de capital de giro envolve um processo contínuo de tomada de decisões voltadas principalmente para a preservação da liquidez da empresa, mas que também afeta sua rentabilidade”. Sendo assim, de acordo com Smith (1980), a gestão do capital de giro deve ser tratada como um fator importante devido aos seus efeitos sobre a rentabilidade e o risco da empresa, gerando, assim, um impacto no valor e no seu desempenho. Já que se a gestão não se preocupa com o retorno, a empresa não sobreviverá por um período mais longo, porém se a gestão não levar em consideração a liquidez poderá a empresa enfrentar problema de insolvência ou falência.

Quanto menor o Capital de Giro, menor a necessidade de financiamento e menor a estrutura de custos. Tal situação será sempre tida como boa, desde que não haja comprometimento das operações da empresa, para tanto, reduzir capital de giro, significa reduzir o ciclo operacional e do Ciclo de Conversão de Caixa (ciclo financeiro). Uma das

alternativas para se reduzir o Ciclo Operacional vem a partir da redução do prazo médio de renovação de estoque, através do melhoramento no processo de compra da empresa, melhoramento no processo produtivo, dentre outras situações que possam trazer essa redução sem o comprometimento da operação do negócio. Também se pode reduzi-lo através da diminuição do prazo médio de recebimento de vendas, porém reduzir esse prazo quase sempre afeta as vendas. Em se tratando da redução do ciclo de caixa, essa pode ser conseguida a partir do aumento do prazo médio de pagamento a fornecedores, através de boas negociações de prazos com os fornecedores.

Para se melhor compreender e analisar as contas do Capital de Giro, considera-se o entendimento dos componentes do ciclo de conversão de caixa, já que este é considerado uma medida de gestão de capital de giro.

2.1.2 Ciclo de Conversão de Caixa

A dinâmica e a velocidade com que empresa converte caixa em mais caixa, dar-se-á a partir do quão eficiente essas empresas fazem a gestão dos ativos e passivos de curto prazo. E o estudo dessa dinâmica, a partir das análises e os cálculos dos seus ciclos econômico e operacional, em virtude do cenário de negócio, variam de uma empresa para outra (GITMAN, 2005).

Ciclo Econômico

Este ciclo considera apenas os eventos de natureza econômica, ou seja, o tempo em que é realizada a aquisição de materiais indo até o momento da venda do produto, sem levar em consideração o recebimento desta.

Ciclo Operacional

É o período compreendido entre a data do recebimento da matéria-prima, no caso da indústria ou do produto para revenda, no caso do comércio, até o momento do recebimento da venda. Apresenta-se em duas partes, a primeira que vai do início do ciclo até a venda, conhecida como *Prazo Médio de Renovação do Estoque* (PMRE) e a segunda que vai da venda até o recebimento desta, conhecida como *Prazo Médio de Recebimento das Vendas* (PMRV), ou seja:

$$\mathbf{CO = PME + PMCR} \quad (\text{equação 1})$$

A gestão dos ciclos apresentados é de fundamental importância na gestão de negócios da empresa, já que são utilizadas para medir o tempo em que as atividades da empresa se desenvolvem, a partir do processo de produção, da capacidade de vendas e do recebimento de clientes e do pagamento a fornecedores.

Ciclo Financeiro ou Ciclo de Conversão de Caixa

O *Ciclo de Conversão de Caixa* (CCC) diz respeito à parte financeira do capital de giro das empresas. Ele compreende o tempo entre o desembolso para pagar os fornecedores até o efetivo recebimento pelas vendas (em inglês é *Days of Working Capital – DWC*) (DELOOF, 2003; ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002). O capital investido, depende desse ciclo, pois representa o tempo que a empresa vai necessitar suprir as despesas ocorridas neste período, antes de receber algum valor monetário pelas suas vendas. Logo quanto mais longo esse ciclo, maior será a necessidade de capital para financiar o giro da empresa, e é reflexo do setor, do porte da empresa, das condições de mercado, da economia, e principalmente do ciclo operacional da empresa (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2000).

O ciclo de conversão de caixa pode ser medido da seguinte forma, conforme Gitman (2005) e Lazaridis e Tryfonidis (2006):

$$\mathbf{CCC = CO - PMCP} \quad (\text{equação 2})$$

Onde, substituindo a equação 1 do ciclo operacional na equação 2, ficamos com:

$$\mathbf{CCC = PME + PMCR - PMCP} \quad (\text{equação 3})$$

Onde:

CCC – é o ciclo de conversão de caixa;

CO – é o ciclo operacional;

PME – é o prazo médio de renovação do estoque;

PMCR – é o prazo médio de recebimento das vendas;

PMCP – é o prazo médio de pagamento aos fornecedores.

Para otimizar esta medida, buscam-se alternativas que resultem em ciclos de conversão de caixa reduzidos, levando em conta as limitações do mercado e do setor econômico, a partir

do estudo do PMCR (prazo médio de recebimento de vendas), do PME (prazo médio de renovação de estoque) e do PMCP (prazo médio de pagamento a fornecedores).

A representação gráfica do ciclo de conversão de caixa pode ser visualizada na figura 1(2), onde temos PME representado pela sigla PMRE, PMCR representado pela sigla PMRV e por fim, o PMCP representado pela sigla PMPF:

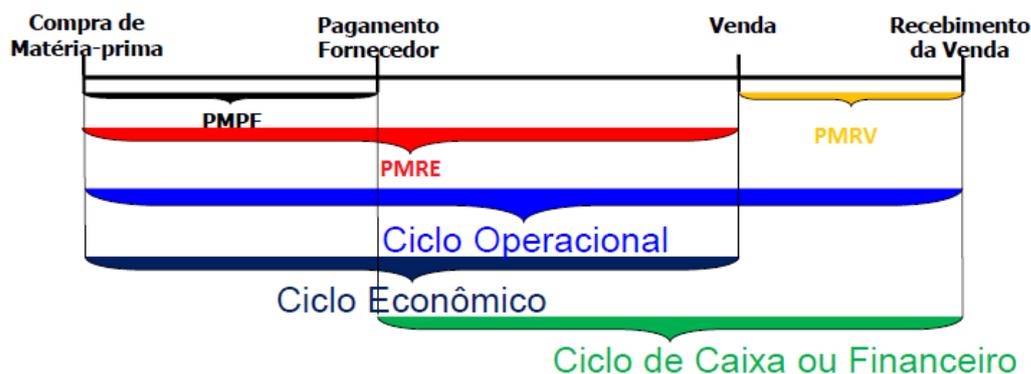


Figura 1(2) - Ciclo de Conversão de Caixa
Fonte: Adaptado de Gitman (2005)

O conceito de CCC está associado à melhor medida para um gerenciamento eficiente do capital de giro. E, diante da sua importância, diversos autores o utilizam para avaliar a gestão do capital de giro (RICHARDS e LAUGHLIN, 1980; SHIN e SOENEN, 1998; AUTUKAITE e MOLAY, 2011; DELOOF, 2003; LAZARIDIS e TRYFONIDIS, 2006; PADACHI, 2006; GILL et al. 2010; MATHUVA, 2010; CHING et al. 2011; KHAN et al, 2011; QUAYYUM, 2012).

Para Ramachandran e Janakiraman (2009), a gestão do capital de giro é um processo dinâmico e que envolve planejamento e controle dos recursos financeiros de curto prazo, carecendo de atenção permanente, uma vez que qualquer falha poderá comprometer a capacidade de solvência e a rentabilidade da empresa. Os autores verificaram que uma situação comum nas empresas analisadas no seu estudo era que o ciclo operacional (soma do PMRE e do PMRV) se apresentava maior do que o prazo médio encontrado para de pagamento aos fornecedores. Isso quer dizer que há o indicativo de que as empresas estão utilizando capital próprio ou de terceiros para financiar as atividades operacionais, desta feita, faz-se necessária uma análise do impacto que esse custo proporcionará sobre o resultado.

Já Shin e Soenen (1998) traz à tona o dilema do risco e retorno. Eles reconhecem que a gestão do capital de giro é função vital para a sobrevivência de qualquer organização, já que abrange todos os aspectos da gestão de recursos de curto prazo, buscando agregar valor ao

negócio, a partir do equilíbrio entre a rentabilidade e a liquidez, que é um desafio ao modo como se gerencia o capital de giro. Ou seja, a decisão de quanto será investido em ativos circulantes e de sua composição, leva a um *trade-off* em que maximizar a rentabilidade não garante liquidez apropriada, assim como garantir um excelente nível de liquidez tende a diminuir a rentabilidade.

Neste sentido, Raheman e Nasr (2007) afirmam que, a gestão do capital de giro é um processo dinâmico e que envolve planejamento e controle dos recursos financeiros de curto prazo, carecendo de atenção permanente, uma vez que qualquer falha poderá comprometer a capacidade de solvência e a rentabilidade da empresa. A gestão eficiente do capital de giro envolve planejamento e controle de ativos e passivos correntes de forma a eliminar o risco da incapacidade de cumprir as obrigações de curto prazo, bem como, que se evitem investimentos excessivos nesses ativos.

Assim, uma boa gestão do capital de giro segue em busca de encontrar o equilíbrio adequado entre a rentabilidade e liquidez, bem como entre o risco e o retorno, com o objetivo de trazer o perfeito funcionamento das operações do dia-a-dia das organizações, criando valor para os acionistas. Logo, investimentos desnecessários em capital de giro devem ser evitados, quando considerado que os custos de oportunidade atrelados a esses recursos podem determinar uma redução na rentabilidade da empresa (MANOORI e MUHAMMAD, 2012).

Os estudos empíricos sobre a relação entre capital de giro e rentabilidade têm em comum o fato de adotarem como variáveis independentes os componentes do Ciclo de Conversão em Caixa, como o Prazo Médio de Recebimento de Vendas, o Prazo Médio de Renovação de Estoque e o Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores. Esses indicadores são usados, por exemplo, em Deloof (2003), Lazaridis e Tryfonidis (2006), Vashnani e Shah (2007). Essa opção de diversos pesquisadores pelas mesmas variáveis é resultado do embasamento teórico que respalda sua utilização.

Neste sentido, Nobanee e AlHajaar (2009), analisando os componentes do Ciclo de Conversão de Caixa de 2123 empresas não financeiras japonesas listadas na Bolsa de Tóquio para o período 1990-2004, sugeriram que os gestores podem aumentar a rentabilidade das suas empresas, encurtando o Ciclo de Conversão de Caixa, o Prazo Médio de Recebimento de Vendas e o Prazo Médio de Renovação do Estoque, assim como, pelo alongamento do Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores.

Siddiquee e Khan (2009) a partir da análise de componentes do Ciclo de Conversão de Caixa de 83 empresas listadas em sete diferentes setores da Bolsa Dhaka, estudaram a

performance da gestão do capital de giro ao longo do período 2003-2007 destas, confirmando que as medidas de gestão de capital de giro em si não são estáticas.

Deloof (2003), investigou 1.009 empresas não financeiras belga para o período 1992-1996 e Howorth e Westhead (2003) estudou rotinas de pequenas empresas no Reino Unido analisando os componentes do ciclo de Conversão de Caixa para analisar a questão do capital de giro na maximização valor das empresas. Eles a relação dos seus estudos encontrando um nível ótimo de capital de giro, mantendo com isso o equilíbrio ideal entre as contas que compõem o capital de giro, o qual promove um aumento do fluxo de caixa livre das empresas.

2.1.3 Teoria em Gestão de Capital de Giro

A gestão do capital de giro ainda não dispõe de uma estrutura teórica suficientemente robusta e completa para explicar a variedade de práticas de gestão nas empresas (PALOMBINI e NAKAMURA, 2012), sendo assim, qualquer tentativa de modelar variáveis de capital de giro precisa contar com o apoio de outros domínios teóricos já consolidados, como alguns que serão apresentados na sequência.

2.1.3.1 *Static Tradeoff Theory*

A escolha de cada um dos componentes do Ciclo de Conversão de Caixa (PMRE, PMRV e PMPF), maximizando os benefícios e minimizando o custo de endividamento, traz um *tradeoff* entre rentabilidade e liquidez, e depende muito do ramo de atividade, bem como, da estratégia de gestão de capital de giro adotada pela empresa.

Em função do *tradeoff* entre liquidez e rentabilidade, diversos estudos dialogam sobre o que determina a gestão do capital de giro, a primeira teoria que dá sustentação aos mencionados estudos, a *Static Tradeoff Theory*, quando as empresas buscam encontrar o ponto ótimo entre os custos e benefícios de se manter níveis de caixa, estoque e contas a receber.

Kim, Mauer e Sherman (1998) apresentam um modelo de decisão sobre a gestão do capital de giro, especificamente para condições nas quais o financiamento externo é oneroso, verificado entre o menor retorno obtido em ativos líquidos e os benefícios que minimizam a necessidade do mencionado financiamento denominado como *static tradeoff*. De acordo com os autores, o índice de liquidez da empresa é determinado pelo nível de retorno sobre os ativos líquidos bem como os benefícios de minimizar os custos do financiamento externo. Assim, o

aumento da liquidez deve ser realizado mediante a avaliação de três fatores: os benefícios proporcionados pelos custos externos, a variação dos fluxos de caixa futuros, e, por fim, o nível de retorno dos investimentos futuros.

A contribuição de Kim et al. (1998) refere-se ao fato que o modelo de *Static tradeoff* inclui tanto os benefícios bem como os custos de manutenção de ativos de curto prazo para desenvolver as previsões sobre os determinantes da liquidez das empresas.

De acordo com Garnder et al. (1986) e Weinraub e Visscher (1998), as diferentes políticas de capital de giro trazem o debate do *tradeoff* risco e retorno, já que uma política mais agressiva de capital de giro estaria associada a maiores retornos, conseqüentemente a maiores riscos, enquanto que as políticas mais conservadoras estariam preocupadas com menores riscos e em compensação menores retornos, confirmando que um alto investimento em capital de giro, traria um menor risco e aliado a este um menor retorno.

Consoante Shin e Soenen (1998) na gestão do capital de giro é considerado o equilíbrio adequado nas operações das empresas, ou seja, o *tradeoff* da maximização da rentabilidade e da maximização da liquidez. Sendo assim, ao se fazer uma avaliação adequada dos elementos básicos de uma gestão do capital de giro, a empresa encontraria o caminho de um gerenciamento mais eficiente de suas operações dentro do equilíbrio mencionado. Corroboram com esse pressuposto Braga (1995), Eljelly (2004) e Pimentel, Braga e Casa Nova (2005).

Sathyamoorthi e Wally-Dima (2008), a partir de dados de empresas de varejo listadas na Bolsa de Valores de Botswana no período de 2004 a 2006, encontraram evidências de que as empresas adotam uma política conservadora de gestão do capital de giro, e que esta não é estática ao longo do tempo, já que está sujeita a alterações devido a fatores macroeconômicos, ou seja, a política conservadora foi a escolhida em situações de alta volatilidade no mercado, enquanto que a política agressiva foi a utilizada em momentos de baixa volatilidade no mercado. Tais comportamentos estão em linha com o modelo de *tradeoff*.

Em um estudo de caso realizado no período de 2004 a 2009, em uma indústria de processamento de alimentos de portfólio diversificado, Dash e Hanuman (2009) aplicaram as técnicas de programação linear numa tentativa de modelar a decisão de capital de giro, a partir do equilíbrio a ser alcançado entre os objetivos conflitantes de liquidez e rentabilidade.

Nakamura et al. (2010) afirmam que decisões que tendem a maximizar a rentabilidade não necessariamente maximizam as chances de uma liquidez adequada e, por outro lado, concentrar esforços somente na liquidez tende a reduzir a rentabilidade potencial da empresa. Desta forma, o processo decisório relacionado ao capital de giro está inserido em um dilema

risco e retorno cuja conciliação se depara com objetivos conflitantes. Também considera que existem duas correntes controversas que apontam o efeito da relação entre gestão do capital de giro e a rentabilidade. Os defensores da primeira corrente acreditam que uma estratégia agressiva que minimize o investimento em capital de giro, pode afetar positivamente a rentabilidade da empresa, pela redução de seus ativos totais, na forma de ativo circulante líquido. Porém há que se considerar que, se o nível de estoques for muito reduzido, a empresa corre o risco de perder vendas. Da mesma forma, uma redução na oferta de crédito pode impactar em perda de vendas para clientes que requererem prazo; e, negociar financiamento por meio de fornecedores pode resultar em perda de desconto sobre o produto ou serviço (NG; SMITH e SMITH, 1999).

Em se tratando da segunda corrente, uma política conservadora de capital de giro resulta em maiores benefícios operacionais que podem compensar o aumento nos níveis do ativo circulante. Mantendo um alto investimento em estoques e caixa, a empresa reduz a chance de paradas na produção, perda de vendas por escassez de produtos, reduz custo de fornecedores e protege a empresa contra flutuações de preços e falta de capacidade de pagar suas contas. Uma política mais generosa de crédito pode aumentar as vendas e pode ajudar no relacionamento com os clientes. Os defensores desta corrente acreditam que uma política conservadora reduz a probabilidade da empresa se tornar insolvente, aumenta sua liquidez e reduz seu risco, além de impactar positivamente na rentabilidade da operação (NAKAMURA et al., 2010).

2.1.4 Evidências Empíricas

Nesta seção serão discutidos os trabalhos empíricos que tratam da gestão do capital de giro.

Soenen (1993) investigou a relação entre o ciclo de comércio líquido, como medida de capital de giro e rentabilidade nas empresas norte-americanas. Como resultado encontrou uma relação negativa entre a duração do ciclo de comércio líquido e rentabilidade. A relação significativa para cerca de metade das indústrias estudadas indicou que os resultados podem variar de setor para setor.

A fim de validar os resultados de Soenen (1993), sobre uma amostra grande e com um período de tempo mais longo, examinaram a relação entre gestão agressiva de capital de giro e rentabilidade das empresas norte-americanas que usam o CCC (ciclo de conversão de caixa) como uma medida de gestão de capital de giro, e um menor CCC (ciclo de conversão de caixa)

representa a agressividade da gestão do capital de giro. Os resultados indicaram uma relação negativa significativa entre o CCC (ciclo de conversão de caixa) e a rentabilidade, indicando que uma política mais agressiva da gestão de capital de giro é associada com uma maior rentabilidade.

Outro aspecto da gestão de capital de giro foi analisado por Lamberson (1995), que estudou como as pequenas empresas respondem às mudanças nas atividades econômicas, alterando as suas necessidades de capital de giro e o nível de ativos e passivos circulantes. Utilizando o índice de liquidez corrente, o ativo circulante em relação ao ativo total e os estoques em relação ao ativo total como uma medida de gestão de capital de giro.

Smith e Begemann (1997) avaliaram a associação entre gestão tradicional e alternativa de capital de giro em relação ao retorno sobre o investimento (ROI), especificamente nas empresas industriais listada na *Johannesburg Stock Exchange* (JSE), investigando se a gestão de capital de giro alternativa apresentaria melhor associação com retorno sobre o investimento do que a gestão de capital de giro tradicional. Os resultados indicaram que a gestão tradicional do capital de giro e o passivo circulante dividido pelo fluxo de fundos, apresentaram as maiores associações com retorno sobre o investimento.

Shin e Soenem (1998) verificaram a existência da relação entre diferentes medidas contábeis de rentabilidade e o ciclo de conversão de caixa, este considerado uma medida de eficiência da gestão do capital de giro. E sugeriram que as empresas que gerenciam seu capital de giro de forma eficiente, apresentaram um menor ciclo de conversão de caixa e conseqüentemente um maior fluxo de caixa operacional, agregando mais valor a estas. Também se verificou que a rentabilidade das empresas aumentaria à medida que se reduz o ativo circulante para um nível razoável. Portanto, altos níveis de ativos circulantes podem levar a redução na rentabilidade dos investimentos. Ao mesmo tempo, níveis excessivamente baixos de ativos circulantes podem trazer problemas de liquidez e de falta de estoque para manter as operações (PADACHI, 2006; MOHAMAD e SAAD, 2010), fazendo isso, a empresa aumenta o seu risco de insolvência, e ainda nessa linha Van Horne(1969) apresenta a discussão da relação risco e retorno da disponibilidade de capital nas empresas.

Lyrودي e Lazaridis (2000) utilizando como amostra indústrias de alimentos na Grécia, investigam as implicações do ciclo de conversão de caixa em termos de rentabilidade, endividamento e tamanho da empresa. Estes autores encontraram evidências significativas apontando que o ciclo de conversão de caixa, apresenta uma relação positiva com a rentabilidade e a margem líquida operacional. Entretanto eles não encontraram evidências de

relação significativa entre liquidez, medida pelo índice de liquidez seca e corrente, e rentabilidade, bem como, não obtiveram evidências da relação entre o ciclo de conversão de caixa e a alavancagem financeira.

Analisando 1.009 empresas não financeiras de capital aberto da Bélgica, no período de 1992 a 1996, Deloof (2003) investigou a relação entre a gestão do capital de giro e a rentabilidade, confirmando que a rentabilidade das empresas pode ser melhorada através da redução do ciclo financeiro, e indicando que uma gestão adequada do giro pode trazer um aumento na rentabilidade e gerar valor aos acionistas, além de mostrar que os investimentos em capital de giro são relevantes nas empresas. Além disso, também foi encontrada uma relação negativa entre a rentabilidade e o prazo médio de pagamento de fornecedores, sugerindo que empresas menos rentáveis esperam mais para pagar suas dívidas. Nesse mesmo propósito, Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2010) sugerem que gestores podem criar valor para as empresas reduzindo o seu ciclo financeiro.

Ghosh e Maji (2003) examinaram a eficiência gestão do capital de giro das empresas de cimento indianas comparando o período de 1992 a 1993 com o período de 2001 a 2002, bem como testaram a velocidade de se chegar a um nível alvo de eficiência que foi estabelecido pelos autores, concluindo que no período comparado, a indústria do cimento indiana como um todo não se apresentou gestão de capital de giro eficiente.

Eljelly (2004) examina empiricamente a relação entre rentabilidade, liquidez corrente e o ciclo de conversão de caixa em uma amostra de sociedades por ações na Arábia Saudita. o estudo encontrou relação negativa significativa entre a rentabilidade da empresa e seu nível de liquidez. Esta relação é mais evidente em empresas com elevados índices de liquidez corrente e os ciclos de conversão de caixa mais longos. Em relação à variável tamanho, no entanto, o estudo constatou que o ciclo de conversão de caixa afeta a rentabilidade mais do que a liquidez corrente nas indústrias. Elucidando que uma gestão eficiente da liquidez envolve planejamento e controle dos ativos e passivos circulantes, de tal maneira que venha eliminar o risco da incapacidade de cumprir as obrigações decorrentes de curto prazo, evitando investimento excessivo nestes ativos.

Filbeck e Krueger (2005), ao analisar indústrias nos Estados Unidos, destacaram a importância do capital de giro eficiente, pois as empresas são capazes de reduzir os custos de financiamento e/ou aumentar os fundos disponíveis para a expansão, minimizando a quantidade de fundos vinculados ao ativo circulante. Também afirmam que existem diferenças significativas entre os setores da indústria em termos de gestão de capital de giro e a maneira

como se tomam as decisões variam ao longo do tempo. Estudos semelhantes foram conduzidos anteriormente por Gombola e Ketz (1983) e Soenen (1993).

Lazaridis e Tryfonidis (2006), num estudo de empresas listadas na bolsa de Atenas, verificaram a relação entre a rentabilidade corporativa e a gestão do capital de giro e encontraram uma relação negativa entre a rentabilidade (usando a relação lucratividade operacional sobre ativo total) e os prazos médios de recebimento de vendas e os prazos médios de pagamento de fornecedores. Assim, as empresas podem aumentar seus lucros gerenciando de forma eficiente o ciclo de caixa, ou seja, mantendo em nível ótimo de cada um de seus componentes: prazo médio de recebimento de vendas, prazo médio de renovação de estoques e prazo médio de pagamento a fornecedores.

Padachi (2006) partindo de um estudo de 58 pequenas empresas industriais situadas nas Ilhas Maurício, no período de 1998 a 2003, encontrou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a lucratividade e os prazos médios de recebimento de vendas e os prazos médio de pagamento de fornecedores, corroborando com os trabalhos de Deloof (2003) e Lazaridis e Tryfonidis (2006).

Utilizando como base companhias abertas americanas do período de 1990 a 2004, Kieschnick, Laplante e Moussawi (2006) analisaram o impacto do investimento em capital de giro sobre o valor de mercado da empresa e encontraram evidência significativa e negativa desta relação. O resultado do estudo mostra que, em média, as empresas norte-americanas da amostra tendem a investir em demasia no capital de giro. Segundo os autores, aparentemente, o mercado reconhece este investimento acima do necessário e desconta o valor da empresa por isso.

No contexto paquistanês de 94 empresas listadas na *Paquistão Islamabad Stock Exchange* (ISE) para o período de 1999 a 2004, Raheman e Nasr (2007) investigaram o impacto da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade. Eles estudaram o impacto das diferentes variáveis da gestão de capital de giro, incluindo prazo médio de recebimento de vendas, giro de estoque em dias, prazo médio de pagamento a fornecedores e ciclo de conversão de caixa em relação à rentabilidade operacional líquida das empresas. Os Autores chegaram à conclusão que há uma forte relação negativa entre as variáveis de gestão de capital de giro e a rentabilidade das empresas. Além disso, os gestores podem criar um valor positivo para os acionistas através da redução do ciclo de conversão de caixa até um nível ideal. Estudos semelhantes envolvendo a gestão do capital de giro e a rentabilidade incluem, Howorth e Westhead (2003), Eljelly (2004), e Lazaridis e Tryfonidis (2006).

A partir de uma amostra de 94 empresas paquistanesas listadas na bolsa de valores de Karachi no período compreendido entre 1999 e 2004, Raheman e Nasr (2007), estudaram o efeito de diferentes variáveis de gestão de capital de giro, incluindo o prazo médio de recebimento de vendas, giro de estoque em dias, prazo médio de pagamento a fornecedores, ciclo de conversão de caixa em relação a rentabilidade operacional líquida das empresas paquistanesas. Como resultado há a indicação de uma forte relação negativa entre as variáveis da gestão de capital de giro e rentabilidade da empresa, significando que como o ciclo de conversão de caixa aumenta ele vai levar à diminuição da rentabilidade da empresa, e os gestores pode criar um valor positivo para os acionistas através da redução do ciclo de conversão a um nível mínimo possível. Os autores identificaram a existência de uma relação negativa significativa entre a liquidez corrente e a rentabilidade, bem como, entre o endividamento da empresa e a rentabilidade. Também encontraram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a sua rentabilidade.

García-Teruel e Martínez-Solano (2007), a partir de uma amostra de pequenas e médias empresas espanholas, apontaram evidências empíricas do efeito da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade. Tais evidências, devido a sua endogeneidade, não podem ser consideradas robustas e revelam que as empresas podem criar valor para o acionista a partir da redução dos prazos médios de recebimento de vendas e dos prazos médios de renovação de estoque já que estes indicadores têm relação com a lucratividade dessas empresas.

Filbeck, Krueger e Preece (2007) encontraram evidências de que o retorno do acionista é influenciado pela forma como as empresas americanas gerenciam seu capital de giro, por meio de uma relação positiva entre o retorno da empresa e um indicador de eficiência de conversão de caixa, calculado pela razão entre o fluxo de caixa operacional e as vendas. Além disso, este estudo, realizado entre 1997 a 2000, não encontrou evidências significativas sobre a influência dos dias de capital de giro sobre o retorno do acionista. Nesta mesma pesquisa, os autores também realizaram um estudo de evento sobre o preço das ações de empresas listadas na pesquisa organizada anualmente pela revista *CFO Magazine*, publicada nos Estados Unidos, considerando o anúncio de um *ranking* sobre eficiência de capital de giro. Como resultado, o estudo apontou uma resposta significativa e positiva ao anúncio, de 0,53%, indicando que o mercado valoriza a gestão do capital de giro e utiliza a informação divulgada para reavaliar as empresas envolvidas na pesquisa. Entretanto, dias depois este retorno anormal é compensado por uma resposta negativa do mercado, podendo indicar uma correção de sua reação inicial.

Vishnani e Shah (2007), a partir da realização de um estudo que visava mensurar o impacto das políticas e das práticas da gestão de capital de giro na lucratividade, estudaram a indústria indiana de equipamentos eletrônicos. Para medir tal impacto das políticas de capital de giro sobre a lucratividade foi realizada uma análise de regressão entre a taxa de lucratividade e alguns indicadores-chave da política de capital de giro, concluindo que não há uma relação estabelecida entre liquidez e lucratividade para o setor como um todo, e além disso, as várias empresas do setor apresentaram diferentes tipos de relação entre liquidez e lucratividade. Ainda como achado a ser considerado na pesquisa, foi encontrado que as práticas de gestão do capital de giro, bem como suas políticas, apresentam profundo impacto na performance da empresa.

Para Chakraborty (2008) o capital de giro é essencial nas operações do dia-a-dia de uma empresa, e, portanto, é o sangue da vida de qualquer negócio, e o mesmo buscou analisar a relação entre o capital de giro e a rentabilidade de 25 indústrias farmacêuticas na Índia. Na sua análise, o autor não encontrou evidências significativas da influência do nível de liquidez, política de estoques e giro de contas a pagar sobre a rentabilidade das empresas, persistindo a controvérsia sobre a questão de saber se o capital de giro de uma empresa afeta sua rentabilidade ou não, apesar de uma parcela representativa suportar o fato de que políticas agressivas melhoram a rentabilidade da empresa, conforme Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007).

Boisjoly (2009), a partir da investigação e análise das cinquenta maiores empresas conforme classificação da Forbes (excluindo setores de banco, óleo e gás) no período de 1990 a 2004, verificou ao longo do tempo se o crescimento de produtividade, com reflexos no aumento do fluxo de caixa e na redução do reinvestimento, com conseqüente aumento na rentabilidade da empresa, tem sido conduzido por uma política de gestão do capital de giro mais agressiva.

Afza e Nazir (2007) investigaram a relação entre as políticas agressivas e conservadoras de capital de giro por 17 grupos industriais e uma grande amostra de 263 sociedades anônimas cotadas em *Karachi Stock Exchange* (KSE), utilizando dados para o período de 1998 a 2003. O estudo constatou diferenças significativas entre as duas políticas de gestão de capital de giro nos diferentes setores. Além disso, confirmou-se que essas diferenças significativas eram estáveis ao longo do período de estudo. No mesmo raciocínio, Ganesan (2007) argumentou que as empresas concentradas em setores menos competitivos tendem a utilizar uma política conservadora de gestão do capital de giro, enquanto que as empresas concentradas em setores mais competitivos tendem a utilizar uma política agressiva de gestão do capital de giro. Também encontraram uma relação positiva entre a agressividade no financiamento, a

lucratividade e o valor da empresa. Já a agressividade nos investimentos é relacionada positivamente com o valor, medido através do Q de Tobin, mas negativamente relacionado à lucratividade medida através do ROA.

Nobanee e Alhajaar (2009) estudaram a relação entre gestão do capital de giro e lucratividade das empresas em uma análise baseada em uma amostra de 2.123 empresas japonesas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de Tóquio no período de 1990 a 2004. Seus resultados sugerem que os administradores podem aumentar a lucratividade das empresas encurtando o Ciclo de Conversão em Caixa, por intermédio do Prazo Médio de Recebimento, do Prazo Médio de Estocagem e o Prazo Médio de Pagamento.

Siddiquee e Khan (2009) analisaram o desempenho do capital de giro de 83 companhias listadas de diferentes setores na Bolsa de Valores de Dhaka, no período de 2003 a 2007. Os autores adotaram a metodologia proposta pela *CFO Europe Magazine* em sua primeira pesquisa sobre capital de giro realizada em 1997. Os resultados do estudo mostram que existem diferenças significativas entre a situação das companhias nas medidas de capital de giro ao longo do tempo. O estudo indicou também uma consistência na ordenação das indústrias com relação às medidas de capital de giro.

Dang e Soo (2010) avaliaram a relação entre gestão do capital de giro das empresas no Vietnã e a rentabilidade durante os anos de 2006 a 2008 e encontraram uma relação negativa entre a rentabilidade e o ciclo de conversão de caixa. Na mesma linha de pesquisa, Raheman et al. (2010) investigaram o impacto da administração do capital circulante sobre o desempenho das empresas no Paquistão para o período de 1998 a 2007, encontrando relação significativa entre o ciclo de conversão de caixa e o desempenho da empresa, indicando que as empresas estudadas na pesquisa estão seguindo a política de gestão de capital de giro conservadora.

Charitou et al. (2010) investigaram empiricamente o efeito da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade em empresas num mercado emergente, para tanto utilizaram como amostra empresas listadas na Bolsa de Valores do Chipre no período de 1998 a 2007, encontrando impacto da gestão de capital de giro na rentabilidade das empresas.

Talha, Christopher e Kamalavalli (2010) investigaram, a partir de uma amostra de hospitais-empresa Indianos, a existência de relação entre a gestão do capital de giro e a rentabilidade, o estudo centra-se sobre o impacto dessa gestão sobre a rentabilidade, como resultado os autores apresentam a partir da análise de regressão que o índice de liquidez corrente, índice de giro de caixa, a proporção de ativo circulante para o lucro operacional e alavancagem tem uma influência negativa sobre a rentabilidade, e que a liquidez corrente, foi a

variável com maior influência na rentabilidade dos hospitais indianos. Para os autores, a eficiência como as empresas lidam com a gestão do capital de giro, garante prosperidade, enquanto que a negligência pode significar perigo para a própria sobrevivência da empresa.

Pushpa et al. (2010) investigaram o impacto da gestão do capital de giro na rentabilidade das empresas industriais indianas, listadas na BSE (*Bombay Stock Exchange*) e NSE (*National Stock Exchange*) no período de 2003 a 2008, para tanto partiram do desenvolvimento de um quadro empírico semelhante o usado primeiramente por Shin e Soenen (1998) e ao trabalho posterior de Deloof (2003). As conclusões do estudo indicam que a participação do ativo circulante no total de ativos, entre outras variáveis estão diretamente relacionados com a gestão de capital de giro, e têm efeitos significativamente negativos sobre a rentabilidade da empresa.

Baños-Caballero et al. (2010) estudaram o ciclo financeiro de empresas de pequeno e médio porte da Espanha, e encontraram evidências de que empresas mais antigas e com maior fluxo de caixa utilizam estratégias conservadoras na gestão do capital de giro, ao passo que as empresas mais alavancadas, com maiores oportunidades de crescimento e com maior retorno utilizam estratégias mais agressivas na gestão do capital de giro.

Entre os trabalhos encontrados, o único que encontrou relação positiva e estatisticamente significativa entre o ciclo de conversão de caixa e a rentabilidade foi o de Gill et al. (2010). O estudo foi feito a partir de uma amostra de 88 empresas industriais dos Estados Unidos e listadas na Bolsa de Nova York no período de 2005 a 2007. Uma possível explicação para a diferença entre esse resultado e os demais, é que nos países desenvolvidos, como é o caso dos Estados Unidos, o mercado financeiro é mais maduro e o custo para captação de recursos para financiamento do capital de giro é menor (MATIAS, 2006).

Mohamad e Saad (2010) a partir de uma amostra de 172 empresas listadas na bolsa de Bursa, Malásia, no período de 2003 a 2007, encontraram relação negativa entre o ciclo financeiro e a lucratividade, medida através do ROA e ROIC, também encontraram relação negativa entre o ciclo financeiro e o valor da empresa, medido através do Q de Tobin. Resultados semelhantes foram obtidos por Ogudipe et al. (2012) num estudo feito com 54 empresas listadas na bolsa da Nigéria, no período de 1995 a 2009, e por Vural et al. (2012) ao estudarem 75 empresas industriais listadas na bolsa de Istambul na Turquia, no período de 2002 a 2009. Nesse último estudo foi encontrada relação positiva e estatisticamente significativa entre o ciclo financeiro e o Q de Tobin.

Indo de encontro aos resultados mencionados anteriormente, Mathuva (2010) a partir do estudo de uma amostra de 30 empresas Quenianas listadas na Bolsa de Nairobi no período

de 1993 a 2008, encontrou uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a lucratividade e os prazos médios de renovação de estoque, sugerindo que as empresas estudadas adotam uma política conservadora de gestão de capital de giro, quando mantem altos níveis de estoques. Também encontrou uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a lucratividade e os prazos médios de pagamentos a fornecedores, sugerindo que o aumento desses prazos faz com que a empresa necessite menos capital de giro. E corroborando com os demais estudos, também encontrou relação negativa entre o ciclo financeiro e a lucratividade, assim como Chatterjee (2010) a partir do estudo feito com uma amostra de 30 empresas listadas na bolsa de Londres no período de 2006 a 2008.

Rajesh e Redy (2011) estudaram a relação entre a gestão do capital de giro e a rentabilidade das empresas por um período de 2000 a 2009. Os resultados da pesquisa mostraram que os componentes do capital de giro afetam o desempenho corporativo.

Autukaite e Molay (2011) investigaram o impacto das decisões financeiras de curto prazo para empresas francesas listadas na bolsa de Paris no período de 2003 a 2009. Através análise de dados em painel utilizaram a variável excesso de retorno da ação como variável dependente e as variáveis: caixa; despesas de juros; dividendos pagos; alavancagem financeira; recursos de financiamento; lucro antes dos juros e impostos (LAJIR) e capital de giro como variáveis independentes. Os autores encontraram evidências de que um euro investido nas empresas francesas, tanto no caixa como em capital de giro, vale menos que um euro. Isso confirma a baixa rentabilidade de investimentos em capital de giro. Segundo os autores esses resultados apontam a necessidade de um gerenciamento mais preciso dos recursos comprometidos tanto no caixa das empresas como no capital de giro, salientando que o receio da perda de liquidez por parte da administração é um fator importante na elevação dessas contas.

Garcia, Martins e Brandão (2011) verificaram o relacionamento entre o gerenciamento do capital de giro e a rentabilidade operacional de 2.974 empresas não financeiras listadas em bolsas de 11 países europeus no período de 1998 a 2009. Para representar a rentabilidade (variável dependente) foi escolhida a rentabilidade operacional representada pela relação lucro operacional/(ativo total – ativos financeiros) e para mensurar a administração do capital de giro foi usado o conceito de ciclo de caixa. Foi encontrada uma relação negativa e significativa entre as variáveis testadas, evidenciando que um maior ciclo de caixa determina efeitos de redução na rentabilidade operacional. Os autores usaram ainda como variáveis de controle: prazo de contas a receber; prazo de estoques; prazo de contas a pagar; tamanho da empresa; endividamento; liquidez corrente e relação (ativos financeiros/ ativos totais).

Khan et al. (2011) estudaram uma amostra de 92 empresas do ramo têxtil no Paquistão, listadas na Bolsa de Karachi de 2001 a 2008. Nessa amostra, as empresas mais lucrativas são as que demoram mais a pagar seus fornecedores. As relações entre os prazos médios de recebimento de vendas e prazo médio de renovação de estoque com a lucratividade são negativas, em linha com os resultados encontrados na maioria dos demais estudos.

Karaduman et al. (2011) observaram que o ciclo de conversão de caixa é usado como uma medida importante para trabalhar a eficiência, já que a diminuição do ciclo de conversão de caixa tem efeito positivo sobre a rentabilidade. Conforme sugerem Hayajneh e Yassine (2011), as empresas deveriam encurtar o seu ciclo de conversão de caixa para obter maior rentabilidade. Para tanto, podem praticar a gestão do seu capital de giro a partir da redução do tempo entre a venda dos bens e o recebimento do dinheiro de vendas, bem como a partir da redução do tempo para cumprir a conversão das matérias-primas em bens acabados para venda. Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007), observaram uma relação negativa significativa entre a rentabilidade e o ciclo de conversão de caixa.

Quayyum (2012) estudou 28 indústrias listadas na bolsa de Daca, Bangladesh, no período de 2005 a 2009. O autor analisou separadamente cada um dos setores da economia, e exceto para o setor de alimentos, encontrou relação negativa e estatisticamente significativa entre a rentabilidade e o ciclo financeiro.

Palombini e Nakamura (2012) estudaram os fatores determinantes do gerenciamento de capital de giro explorando variáveis internas, a partir de observações de empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2001 a 2008, e chegaram à conclusão que o nível de endividamento, o tamanho da empresa e sua taxa de crescimento podem afetar a gestão do capital de giro das empresas.

Vahid et al. (2012) encontraram resultados diferentes daqueles de Afza e Nazir (2009). Numa amostra de 28 empresas do ramo de autopeças listadas na bolsa de Teerã, encontraram evidências de relação negativa entre a agressividade dos investimentos e a lucratividade e valor das empresas, sugerindo que políticas menos agressivas nos investimentos geram mais valor aos acionistas. Também encontraram relação positiva entre a agressividade nos financiamentos e a lucratividade e valor das empresas, sugerindo que políticas mais agressivas nos financiamentos geram mais valor aos acionistas nesse ramo de negócios.

O estudo feito por Sabri (2012) considerou 41 empresas industriais listadas na bolsa de Amã (Jordânia) no período de 2000 a 2007. Estas empresas foram separadas por tamanho, taxa de crescimento e alavancagem. Os resultados variam de acordo com o grupo analisado. O autor

concluiu que empresas menores têm mais dificuldades em obter financiamento de longo prazo, e por isso utilizam mais crédito de curto prazo, tornando o financiamento mais agressivo. Para compensar essa agressividade no financiamento, essas empresas fazem investimentos mais conservadores, portanto investem mais em ativos circulantes.

Manoori e Muhammad (2012) avaliaram se a gestão do capital de giro de empresas listadas na bolsa de Singapura apresentavam relação com fatores como rentabilidade da empresa (ROA), tamanho da empresa, endividamento, crescimento da empresa, nível do fluxo de caixa, nível de investimentos, e o nível de crescimento da economia. Foi analisado o período de 2003 a 2010. Usando como medida de gestão do capital de giro a variável ciclo de caixa, estes autores encontraram uma correlação negativa com os quocientes (investimentos/vendas) e (fluxo operacional de caixa/vendas), e positivamente correlacionados com rentabilidade medida pelo ROA.

Almeida e Eid Jr (2014) analisaram o efeito da alavancagem financeira de empresas brasileiras no relacionamento entre capital de giro e o valor da empresa, e se dificuldades de acesso a financiamento impactavam neste. As dificuldades de financiamento foram identificadas com fatores como: taxa de *payout*; tamanho da empresa e classificação das debentures. A amostra foi representada por companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 1995 a 2009. Os autores encontraram evidências para duas conclusões: um dólar a mais investido no capital de giro vale menos do que um dólar a mais investido no caixa; e o aumento do investimento em capital de giro reduz o valor da empresa.

2.2 Governança Corporativa

2.2.1 O Problema de Agência

A teoria da agência considera a relação entre os diversos agentes existentes na empresa e os custos decorrentes das soluções dos conflitos existentes em função dos diferentes objetivos envolvidos entre o principal e o agente, considerando que quando estes estiverem livres de interferências externas, deverão agir conforme os seus interesses, que poderão ser convergentes ou divergentes, caso os interesses sejam divergentes se pode considerar uma possível expropriação de parte do valor da companhia, indicando a necessidade de mecanismos que dificultem a adoção de medidas que prejudiquem o valor da companhia.

A presença de algum grau de separação entre propriedade e gestão na maioria das grandes corporações faz com que os executivos não carreguem todo o ônus financeiro de suas decisões. Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976) descrevem a existência de uma relação de agência entre acionistas e administradores, na qual os últimos atuam como agentes dos primeiros, sendo pagos para agir sempre de acordo com o interesse dos proprietários da corporação. Muitas vezes, entretanto, os gestores tomam decisões tendo em vista a maximização de sua utilidade pessoal e não o melhor interesse dos acionistas, resultando em expropriação da riqueza dos mesmos. A minimização dos prejuízos causados por esse problema, denominado por Jensen e Meckling (1976) de problema de agência dos gestores, depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre as partes. A esse conjunto de mecanismos de incentivo e controle para minimização dos problemas de agência dá-se o nome de governança corporativa. Desta forma, o entendimento da governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua mitigação.

A separação entre propriedade e controle apresenta sentido a partir do crescimento e desenvolvimento das organizações, e Jensen e Meckling (1976) afirmam existir uma relação de agência assim que se desenvolve um contrato entre o proprietário dos recursos (*principal*) e o CEOs (*agent*) para realização de alguma atividade e que envolve a delegação do poder de decisão do proprietário dos recursos (*principal*) para CEOs (*agent*). Num cenário ideal os gestores devem buscar atingir os interesses do proprietário gerando a criação de valor para este, mas considerando a existência de divergências entre o *principal* e o *agent*, pois estes últimos podem buscar a utilização de recursos da empresa para benefício próprio ou até mesmo terem comportamentos negligentes quanto à busca de projetos que agreguem valor à empresa. Diante do que foi mencionado, surgem os custos de agência, que se referem às despesas de monitoramento pelo *principal*. A minimização dos custos de agência, depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que harmonizam a relação entre o *principal* e o *agent*, denominado de governança corporativa que pode ser definida como um estágio mais alto de controle na estrutura por intermédio da relação entre o conselho de administração e o CEO sobre a tomada de decisão estratégica (JENSEN e MECKLING, 1976).

No caso da gestão do capital de giro, onde se observa o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade, a Teoria da Agência pode ser utilizada para dar sustentação, considerando que os níveis de caixa e estoques tendem a ser menores por causa do monitoramento por parte do proprietário dos recursos (o Principal). Por outro lado, esta teoria defende que CEOs (*chief*

executive officer) tomariam decisões de baixo risco e baixo retorno se não houvesse cobrança e monitoramento por parte do Conselho de Administração.

Relacionando a Teoria da Agência com a gestão do capital de giro, verificam-se pontos a serem considerados: quanto maior a disponibilidade de capital de curto prazo, maiores serão as condições de arbitragem por parte do *agent*, seja na distribuição de dividendos, seja em projetos com probabilidade de apresentarem baixa rentabilidade.

Para Jensen (1986), como decidir acerca das reservas de caixas é fundamental para o conflito entre acionistas e gestores, e qualquer discussão sobre a eficiência dos mecanismos de governança corporativa no controle dos gestores devem abordar esta questão. Durante uma expansão econômica, com o aumento das reservas de caixa, gestores tomam decisões estratégicas sobre a possibilidade de desembolsar o dinheiro para os acionistas, de gastá-lo internamente, de usá-lo para aquisição externa ou de continuar com as reservas.

Dittmar et al. (2003) a partir de uma amostra com mais de 11.000 empresas de 45 países, descobriram que as empresas dos países onde os direitos dos acionistas não são bem protegidos armazenam até duas vezes mais dinheiro do que empresas em países com boa proteção para os acionistas. Logo, os problemas de agência são determinantes importantes na decisão de armazenar dinheiro, e, desta feita, uma forte governança corporativa é necessária, pois irá desempenhar um papel importante no controle da gestão do capital de giro através da formulação de políticas sólidas.

2.2.2 Conselho de Administração

Consoante Coffee(2001), países com propriedade acionária concentrada, não contam com o controle externo da administração da companhia, ou seja, a existência de mecanismos em que os executivos passem a ser pressionados pela cotação das ações no mercado e pelo consequente risco de aquisição hostil do controle acionário, o que ocorre em países com mercados comparativamente mais desenvolvidos. Quando há acionistas controladores detentores da maioria do poder de voto e mercados secundários menos líquidos, apresenta-se como alternativa aos minoritários a utilização de mecanismos de controle interno da administração, como é o caso do Conselho de Administração (BRATTON E MCCAHERY, 1999).

A lei 6.404/76, no seu artigo 138, parágrafo segundo, estabelece que todas as companhias de capital aberto deverão ter, obrigatoriamente, conselho de administração. O que

o torna um órgão de deliberação colegiada e suas atribuições e poderes conferidos por lei não podem ser outorgados a outro órgão. No Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a missão do conselho de administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento, devendo ainda zelar pela observância dos valores, já que este é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. É um órgão colegiado, cujo desempenho depende do respeito e da compreensão das características de cada um de seus membros, sem que isso implique ausência de debates de ideias. A diversidade de perfis é fundamental, pois permite que a organização se beneficie da pluralidade de argumentos e de um processo de tomada de decisão com maior qualidade e segurança. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente IBGC (2015). IBGC(2015)

Para Bainbridge (2002), o conselho de administração é um importante instrumento nas atividades de monitoramento dos executivos na medida em que as decisões sejam tomadas coletivamente, inibindo interesses individuais. Limitando os problemas de agência inerente as organizações.

O Conselho de Administração é um mecanismo de controle cujo papel estratégico consiste, entre outras funções, em contratar, remunerar e monitorar os dirigentes, para o bom desempenho, e uma de suas ações é substituir CEO's com baixo desempenho (TSAI et al., 2006). No enfoque da teoria da agência, para executar, eficientemente, o seu papel disciplinar, os Conselhos devem ser compostos, sobretudo, de membros independentes em relação a equipe dirigente (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993). Além disso, recomenda-se que sejam compostos de poucos conselheiros (LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993) e que o diretor geral da empresa não acumule a função de presidente do Conselho (JENSEN, 1993). Além de delegar a maioria das atividades da gestão, tais como algumas das funções de controle aos agentes internos, porém fica com o controle sobre eles, também possui o direito de ratificar e monitorar decisões importantes, bem como, possui a função de selecionar, demitir e recompensar os executivos.

Para Essen, Engelen e Carney (2013), os papéis fundamentais dos conselhos de administração, que são um dos pilares da governança corporativa, passam por controlar o negócio, por servir de monitor vigilante do CEO e sua equipe, tudo isso como forma de mitigar os custos de agência resultantes da separação da propriedade e controle. Também deve prover

aconselhamentos em relação à estratégia e construção da rede de relacionamentos da empresa (LANGE, 2009).

A eficiência desse mecanismo de governança é usualmente medida em relação a sua dimensão (DALTON, JOHNSON e ELLSTRAND, 1999; EISENBERG, SUNDGREN e WELLS, 1998) e composição (ANDERSON e REEB, 2003; HERMALIN e WEINSBACH, 1988). Neste caso, a independência dos conselheiros em relação à empresa é considerada benéfica (ESSEN, OOSTERHOUT e CARNEY, 2012), assim como a não existência de “dualidade do CEO”, quando este ocupa assento, e muitas vezes, a presidência do conselho, e exerce simultaneamente o papel executivo na empresa (COLES, MCWILLIAMS e SEN, 2011; FAMA e JENSEN, 1983).

A Governança corporativa coloca o conselho de administração em uma posição de destaque, especialmente em relação ao gerenciamento e a performance das empresas, trazendo um interesse maior por aprimorar questões acerca do seu tamanho, da dupla atribuição e mandato do CEO, bem como do grau de independência deste.

2.2.2.1 Tamanho do Conselho de Administração

O IBGC(2015) recomenda um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze. Que pode variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês.

Jensen (1993) sugere que para melhorar a eficiência dos conselhos de administração, estes deveriam apresentar um pequeno quantitativo de membros e serem compostos, principalmente por membros externos, sendo o CEO o seu único membro interno. Dessa forma, a função de monitoramento seria realizada de maneira mais efetiva e, conseqüentemente, aumentaria a performance da empresa.

Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) consideram o tamanho do conselho de administração um aspecto fundamental para a sua eficiência. A manutenção de um Conselho pequeno pode melhorar a sua performance, do contrário comprometeria a eficiência do funcionamento, devido às dificuldades de comunicação e coordenação, o que permite o domínio dos dirigentes, mediante a realização de coalizões, tornando-o mais simbólico. Além disso, conselhos numerosos favorecem o surgimento de conflitos no grupo, haja vista a dificuldade de se chegar a um consenso nas decisões quando estão envolvidas diversas pessoas.

Evidências empíricas, tais como as observadas por Yemarck (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Andres, Azofra e Lopez (2005), corroboram com a proposição de uma maior eficiência dos conselhos pequenos e sugerem uma influência negativa dessa variável sobre a performance das companhias.

No Brasil, Silveira (2002) corrobora com os estudos indicados por intermédio dos resultados encontrados, à medida que o tamanho do conselho ultrapassa um determinado patamar, esse passa a funcionar menos eficazmente interferindo em seu desempenho e no valor atribuído às empresas pelo mercado.

Pizetta e Costa (2013) listam alguns fatores que contribuem para a integridade do conselho e um desses fatores consiste no tamanho do conselho, pois interfere na agilidade e confiança das decisões tomadas. Além disso, o código de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) recomenda um número bem reduzido de conselheiros no Conselho de Administração, logo quanto maior a quantidade de membros, menor seria o desempenho organizacional.

2.2.2.2 Dupla Atribuição do CEO

A dupla atribuição do CEO representa um problema porque as pessoas que são responsáveis pelo desempenho da empresa são as mesmas que avaliam a sua eficiência. Esta situação dificulta a correta avaliação do desempenho da empresa e pode conduzir a um sub-desempenho do empresa no longo prazo, ou seja, uma demasiada concentração de poder em um único executivo pode levar à baixa performance.

Jensen (1993) propõe a separação das funções de direção geral da companhia, ou seja, a separação do cargo de CEO do cargo de presidente do conselho de administração. Isso, permitiria o aumento da eficiência desse órgão, já que o executivo principal, quando investido também na função de presidente do Conselho, não poderia exercê-la à parte de seus interesses pessoais, pois a este cabe conduzir as reuniões desse órgão da administração e acompanhar diretamente o processo de admissão, demissão, avaliação e recompensa do CEO. Na mesma direção, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) também recomenda o não acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho, indicando que isso poderia levar a conflito de agência e à expropriação dos minoritários.

Para Moscu (2013), a dupla atribuição do CEO pode vir a representar um problema já que as pessoas que são responsáveis pelo desempenho da empresa são as mesmas que avaliam a sua eficiência, além do mais, tal arranjo concentra demasiadamente o poder nas mãos de um executivo, afetando negativamente o desempenho das empresas (JENSEN E MECKLING, 1976; JENSEN, 1993).

No que se refere à questão da relação entre a dupla atribuição do CEO e a existência de investidores institucionais, Moscu (2013) explica que em empresas onde existe a dupla atribuição do CEO, um acompanhamento externo mais de perto, pode reduzir o problema de agência.

A questão da participação acionária concentrada pode explicar o fato de que quanto maior for a concentração, maior será a chance de existir a dupla atribuição do CEO, sugerindo que pode haver queda de performance da empresa (MOSCU, 2013).

2.2.2.3 Mandato do CEO

O tempo de mandato do CEO mensura o tempo que o principal executivo fica na liderança da empresa e para Michel e Hambrick (1992), Thomas, Litschert e Ramaswamy (1991) e Rajagopalan e Deepak (1996) o tempo de mandato do CEO é medido pelo número de anos no cargo. O mandato pode ser considerado de certa forma uma *proxy* para a experiência, pois significa que o CEO aprende durante o tempo em que exerce sua função, ou seja, considera-se a experiência como a capacidade do indivíduo de usar a sua existência passada na tomada de decisão (KUTZ, 2008; REED e REED, 1989; ANGRIAWAN e ABEBE, 2011).

Consoante Henderson et al. (2006), em um estudo longitudinal com 98 CEO's na indústria de alimentos e 228 CEO's na indústria de computadores americana contataram que experiência de um CEO tem papel e impacto importante nas escolhas estratégicas de uma empresa e vem sendo examinado em diversas dimensões. Outros estudos investigaram os mecanismos que desenvolvem a relação entre tempo de mandato e o desempenho da organização, já que este pode impactar positiva ou negativamente no desempenho da empresa, bem como nas escolhas estratégicas, dependendo da fase do ciclo de vida deste mandato e em ambientes com estabilidades distintas (GEDDES; VINOD, 2002; HAMBRICK e FUKUTOMI, 1991; SIMSEK, 2007; JAW e LIN, 2009; MILLER e SHAMZIE, 2001).

Hambrick e Fukutomi (1991) e Miller (1991), simultaneamente, representaram a ideia do “ciclo de vida do CEO”. Desde então, diversos estudos têm encontrado relação de “U

invertido” entre o tempo de mandato do CEO e diversos indicadores de desempenho, foi o caso do estudo de Henderson, Miller e Hambrick (2006) que encontraram uma relação negativa entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho da empresa num ambiente dinâmico. Uma observação é que apesar de a maior parte dos estudos autores encontraram uma relação de “U invertido” com o tempo de mandato, porém alguns resultados também foram significantes para relações retilíneas, levando a crer que existe uma análise contextual a ser feita, pois nestes artigos, não se considera a diferença de tipo de propriedade. (MILLER E SHAMSIE, 2001; WU, CHIANG E JIANG, 2005; HENDERSON, MILLER E HAMBRICK, 2006; ZHANG E RAJAGOPALAN, 2010). Finkelstein e Hambrick (1990) argumentaram que existe uma relação positiva entre o tempo do mandato do Diretor-Presidente e a persistência estratégica, a conformidade estratégica e a conformidade de resultado, sendo que a conformidade representa o inverso do desvio padrão. Assim quanto mais tempo o Diretor-Presidente permanecer no mandato, mais as estratégias escolhidas e os resultados obtidos se aproximarão da média do setor.

Miller (1991) afirma que tempos mais longos de mandatos de CEO podem restringir o processamento de informação. Também podem aumentar a rigidez cognitiva (BANTEL e JACKSON, 1989), e usualmente criam o comprometimento com práticas e políticas estabelecidas na organização (HAMBRICK, GELETKANYCZ e FREDRICKSON, 1993) e podem levar a conhecimento mais específico e restrito (PFEFFER, 1983). Todos estes fatores podem afetar negativamente, limitando a tomada de decisão do CEO.

Os estudos de Fiegenger, Nielsen e Sisson (1996), sugerem que a média de tempo dos diretores do Conselho de Administração relativa ao tempo de mandato do CEO está positivamente relacionado com o desempenho financeiro da organização, apontando que a duração do mandato do CEO também influencia na relação dele com o Conselho de Administração da organização, considerando os reconhecimentos provindos do bom desempenho organizacional, bem como, as penalidades provindas do mau desempenho (PUFFER; WEINTROP, 1991; HILL; PHAN (1991); ALLGOOD; FARREL, 2000; TSAI et al., 2000).

Hill e Phan (1991) indicam que a relação positiva entre o salário de um Diretor-Presidente e o retorno por ação (*stock returns*) irá enfraquecer com o tempo. Indicam, também, uma relação positiva entre a remuneração do Diretor-Presidente e o tamanho da empresa, que irá fortificar ao longo do mandato do Diretor-Presidente. Finalmente, indicam que a relação

positiva entre a remuneração do Diretor-Presidente e a predisposição da organização em assumir risco irá fortalecer-se ao longo do mandato do Diretor-Presidente.

2.2.2.4 Grau de Independência do Conselho de Administração

Considerando, a dificuldade ou a impossibilidade de críticas, avaliações e monitoramento aberto ao executivo principal, ou seja, o papel disciplinar, Lipton e Lorsh (1992) sugere que os conselhos de administração deveriam ser compostos com pelo menos dois conselheiros independentes para cada um dos outros membros que mantenham um vínculo qualquer com a companhia. Jensen (1993) é ainda mais favorável à participação de conselheiros externos, já que sugere que o único conselheiro interno deveria ser o CEO.

Os conselheiros externos têm incentivos para desenvolver uma reputação de especialistas do controle da decisão no mercado de trabalho para os seus serviços e, por conseguinte, não se sentiriam atraídos por acordos com os membros internos, os quais poderiam prejudicar os interesses dos credores residuais. A presença dessa categoria de administradores no Conselho aumentaria a sua eficiência, haja vista o maior monitoramento exercido por esses membros, e, como consequência, o valor da firma se elevaria (FAMA, 1980; FAMA E JENSEN, 1983).

Agrawal e Knoeber (1996), analisando o desempenho de 400 companhias americanas entre 1983 e 1987, identificam uma relação negativa e significativa entre a maior presença de conselheiros independentes e o retorno sobre o preço de mercado das ações.

Weisbach (1988) encontra indícios de associação significativa entre desempenhos ruins das companhias e posteriores saídas do executivo principal, em instituições cujo órgão é dominado por conselheiros externos.

Outros estudos, porém, apresentam resultados divergentes. Byrd e Hickman (1992), por exemplo, mostram que há uma relação não linear entre a presença de conselheiros externos e a criação de valor para o acionista. Para tanto, mediram a reação do mercado em 192 anúncios de ofertas públicas entre 1980 e 1987. A relação torna-se negativa quando a proporção de externos ultrapassa 60% das vagas no conselho.

Mônaco (2000), analisou 647 companhias com registro na Comissão de Valores Mobiliários, usando dados de 1996. Os seus resultados foram que 70,4% dos conselheiros são considerados externos (não integrantes da Diretoria) e 29,6% internos. O autor defende que o alto predomínio de conselheiros externos indica forte potencial de independência do órgão em

relação aos executivos, ponderando que a separação entre conselheiros internos e externos, parte originalmente da ideia de que o conflito de interesses ocorre entre os executivos e os acionistas. A partir do momento que se mensura a participação de conselheiros internos, tem-se uma visão do grau de liberdade desfrutado pelos responsáveis na gestão da companhia. Assim, um conselho composto majoritariamente por internos, pode indicar que existe menor intensidade no monitoramento, uma vez que estes conselheiros estariam supervisionando suas próprias atividades. Entretanto, conforme já discutido, em países com concentração acionária, o conflito ocorre mais especificamente entre controladores e minoritários. Assim, a diferenciação entre conselheiros externos e internos perde poder analítico, uma vez que no grupo de conselheiros externos podem estar incluídos acionistas que fazem parte do controle. (LODI, 2000).

2.2.2.5 Comitês

Sendo o Conselho de Administração instituições que têm o papel de fornecer as orientações estratégicas e controlar as ações executivas no sentido de preservar os interesses dos investidores, se constituindo em instrumentos para melhorar as práticas de governança corporativa. A presença de comitês, que são órgãos de assessoramento ao conselho de administração e podem ser estatutários ou não. Eles estudam os assuntos de sua competência e preparam propostas para o conselho tornando a gestão ainda mais profissional, já que estes irão atuar dentro de expertises específicas. Sua existência não implica a delegação das responsabilidades que competem ao conselho de administração como um todo IBGC (2015).

2.2.3 A Gestão do Capital de Giro e a Governança Corporativa

Para Gill e Shah (2012), a dupla atribuição do CEO e a dimensão do conselho de administração ajudam na manutenção de um nível adequado de capital de giro no organização. O papel da dupla atribuição do CEO, a dimensão do conselho de administração e o comitê de auditoria na gestão do capital de giro não podem ser ignorados, pois representam mecanismos de governança cujo impacto é melhorar a qualidade da gestão financeira de uma empresa.

Drobetz e Grüninger (2007) investigaram os fatores determinantes para se fazer reserva de caixa, a partir de uma amostra de 156 empresas não financeiras suíças no período de 1995 a 2004, encontrando relação positiva entre a dupla atribuição do CEO e uma maior reserva de

caixa, já em relação ao tamanho do conselho de administração, não foi encontrada relação de impacto.

Kuan et al. (2011) examinaram a associação entre governança corporativa e a política de reserva de caixa das empresas de controle familiar. Os autores descobriram que o impacto da governança corporativa nessa política difere entre as empresas de controle familiar e as demais que não possuem controle familiar.

Lau e Block (2012) coletaram dados de *Standard and Poor 500* e o *Edgar data base* para investigar se a presença de controladores fundadores e famílias tiveram impacto significativo no nível de reserva de caixa, e suas implicações sobre o valor da empresa. Os autores descobriram que as empresas beneficiárias mantêm um nível significativamente mais elevado de reserva de caixa do que as empresas familiares. Além disso, eles encontraram uma interação positiva entre o fundador, a gestão do caixa e as participações sobre o valor da empresa, sugerindo que a presença de fundadores como gestores ajuda a mitigar os custos de agência nas reservas de caixa.

Gill e Shah (2012) a partir de uma amostra de empresas canadenses no período de 2009 a 2011, descobriram que a dupla atribuição do CEO e a dimensão do conselho de administração impactam positivamente as reservas de caixa das empresas.

Para Correia, Amaral e Louvet (2011), os critérios de eficiência da governança empregados integram as dimensões: composição do Conselho de Administração, estrutura de propriedade e de controle, modalidades de incentivo aos dirigentes, proteção dos minoritários e transparência das informações publicadas.

Silveira, Barros e Famá (2005), indicaram que dentre os principais mecanismos internos que harmonizam a relação entre o *principal* e o *agent*, em um sistema de governança corporativa de uma empresa, está o Conselho de Administração, além dele, o sistema de remuneração e a posse de ações por parte dos *agents*. Como mecanismos externos, foram destacados a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a empresa, o mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo.

Em diversos países, incluindo o Brasil, documentos conhecidos como “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, apontam com destaque a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, para tanto, pessoas distintas devem ocupar os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, deve haver uma maior participação possível de membros independentes no conselho e deve haver um conselho com número adequado de membros (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2003).

Dahya e Travlos (2000) descrevem como dupla atribuição do CEOs servir aos interesses da equipe de gestão realizando liquidez excessiva como uma maneira de proteger a posição da equipe, bem como, a formulação de políticas junto com o conselho de diretores, incluindo a política relacionada com a gestão de capital de giro.

A estrutura de propriedade é um instrumento de controle eficaz, à medida que possibilita o alinhamento dos interesses de dirigentes e proprietários. Na lógica da teoria da agência, uma certa concentração do capital e a natureza dos acionistas, isto é, a composição acionária, incluindo a participação de dirigentes, constituem mecanismos de governança capazes de produzir essa convergência de interesses (SHILEIFER; VISHNY, 1986; JENSEN, 1993; AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Uma maior participação de investidores externos, como instituições ou outros *blockholders*, também, contribuiria para uma maior disciplina dos dirigentes (JENSEN, 1993; McCONNELL; SERVAES, 1990; AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Ademais, como os acionistas dirigentes tem o direito de receber os resultados da companhia, eles seriam mais motivados e os seus interesses seriam, assim, alinhados aos dos proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976).

Dessa maneira, poder investigar com maior profundidade como as práticas de governança corporativa podem influenciar na gestão do capital de giro, com o intuito de promover maior compreensão acerca das variáveis representativas desse fenômeno e como elas podem estar relacionadas de maneira mais direta.

Dando argumentos para que seja desenvolvida a metodologia que será proposta no próximo capítulo, todos os estudos apresentados anteriormente forneceram base conceitual acerca da gestão do capital de giro, já que apresentam resultados e conclusões de pesquisas realizadas no Brasil e em outros países, partindo de diferentes aspectos.

3 Procedimentos Metodológicos

Neste capítulo serão apresentados os aspectos metodológicos que irão servir de alicerce para o alcance do objetivo deste estudo que busca investigar a influência das práticas de governança corporativa, a partir do Conselho de Administração, sobre a gestão do capital de giro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, para o período de 2010 a 2015, com enfoque nos procedimentos utilizados para verificar as possíveis relações das variáveis no modelo proposto.

3.1 Delineamento da Pesquisa

De acordo com Gil (1991, p. 19), “a pesquisa é requerida quando não se dispõe de informação suficiente para responder ao problema, ou então quando a informação disponível se encontra em tal estado de desordem que não possa ser adequadamente relacionada ao problema”. Logo, a atividade preponderante da metodologia é a pesquisa, considerando que a metodologia resulta de um conjunto de procedimentos a serem utilizados pelo indivíduo na obtenção do conhecimento. É a aplicação do método, por meio de processos e técnicas, que garante a legitimidade do saber obtido (PONTE, OLIVEIRA E BARBOSA, 2007).

Considerando as diversas formas utilizadas para se realizar uma pesquisa, esta assume um caráter descritivo e quantitativo. Os estudos descritivos procuram ilustrar as propriedades, as características e os perfis importantes de grupos, sociedades ou qualquer outro fenômeno que se submeta à análise, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis, fatos e fenômenos sem manipulá-los, permitindo ao pesquisador obter uma melhor compreensão do comportamento de diversos fatores e elementos que influenciam determinado fenômeno (MARTINS, 2002; OLIVEIRA, 1997; SAMPIERI, COLLADO e LUCIO, 2006; CERVO, BERVIAN E DA SILVA, 2007). Neste sentido, esta pesquisa se caracteriza como sendo uma pesquisa descritiva, pois expõe características de determinada população e por se debruçar em dados secundários, com o intuito de identificar possíveis relações entre variáveis, os procedimentos técnicos de pesquisa *ex-post-facto* (GIL, 2010; VERGARA, 2008).

Em linha com o paradigma positivista e a abordagem quantitativa, será utilizado o método dedutivo, no qual, a partir de revisão da literatura, serão propostas hipóteses que irão direcionar toda a pesquisa e que, a partir de técnicas estatísticas, serão testadas de forma a se verificar se as mesmas possuem suporte ou deveriam ser refutadas (POPPER, 2006).

O processo é quantitativo, e é muito utilizado no desenvolvimento das pesquisas descritivas, nas quais se procura descobrir e classificar a relação entre variáveis, utilizando, de forma intensiva, técnicas estatísticas, correlacionando as variáveis e verificando o impacto e a validade do experimento (OLIVEIRA, 1997).

A natureza quantitativa refere-se à investigação empírica dos fenômenos através de técnicas estatísticas, matemática etc. Com a abordagem quantitativa é possível recorrer a ferramentas econométricas para descrever as causas das relações entre as variáveis estudadas. Deste modo, será possível fazer inferências a partir das informações coletadas do cotidiano financeiro das empresas (SILVA, 2014).

3.2 População e Amostra da Pesquisa

A população analisada nesta pesquisa foi composta pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, com informações de 2010 a 2015 e constantes na base de dados Economática®. A opção de escolha por essas empresas, deve-se a facilidade na obtenção de dados confiáveis, a considerar a obrigação legal da divulgação pública dos seus relatórios contábeis, bem como a divulgação pública dos seus relatórios de referência.

Na base de dados Economática® buscou-se pelas empresas sua situação atual ativa em na data da coleta das informações (julho/2016), excluindo as empresas com registros inativos por motivos de cancelamento, suspensão, concordata, recuperação judicial, etc., também se considerou todas aquelas que possuem ações ordinárias (ON).

Finalizando a composição da amostra, foram excluídas as empresas com as seguintes condições:

- Empresas do setor financeiro e seguradoras devido à natureza de suas operações serem bem distintas das não-financeiras, ou seja, das 378 constantes na base de dados Economática® restaram 346. Trata-se de ações adotadas por autores que realizaram pesquisas semelhantes (DELOFF, 2003; AUTUKAITE e MOLAY, 2011; AFZA e NAZIR, 2009; MATHUVA, 2010; GILL et al., 2010).
- Com falta de informações completas nas demonstrações financeiras

- Com patrimônio líquido negativo
- Também foram excluídas da amostra observações que apresentarem valores discrepantes (“*outliers*”) em alguma das variáveis independentes, dependente ou de controle.
- Empresas que não apresentaram dados para compor as variáveis deste estudo

Assumindo tais critérios, a amostra obtida, por ano, pode ser observada logo a seguir.

Na figura 1 (3) observa-se uma variação de forma crescente se considerarmos o período compreendido entre de 2010 e 2014, apresentando uma leve queda no quantitativo no ano de 2015. Assim disposto, no primeiro ano foram 234 empresas, no segundo ano 240 empresas, no terceiro ano 243 empresas, no quarto ano foram 246 empresas, no quinto ano 256 empresas e por fim 246 empresas no último ano. Foram mantidos os *outliers*, já que a eliminação destas observações pode dificultar a inferência dos dados (GREENE, 2002).

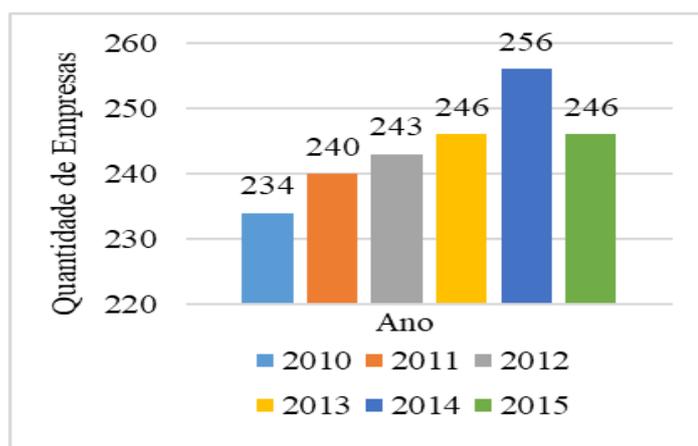


Figura 1 (3): Amostra da Pesquisa
Fonte: Autora, 2016

3.3 Definição Operacional das Variáveis

Após apresentado o desenho metodológico da pesquisa, a seguir são propostas, consoante discussão teórica e empírica, a operacionalização e as justificativas das variáveis dependentes, independentes e de controle que serão utilizadas para responder o problema de pesquisa.

A definição das variáveis dependentes, independentes e de controle deste estudo foram embasadas nos estudos de Lazaridis e Tryfonidis (2006), Gill e Biger (2013), Bhagat e Black (2000), Kyereboah-Coleman (2007), Silveira (2004), Gill e Shah (2012), entre outros.

3.3.1 Variável Dependente

Uma gestão financeira de curto prazo eficiente seria aquela em que os diversos componentes do capital de giro se manteriam em um nível equilibrado e com o devido acompanhamento, já que quanto maior for o ciclo de conversão de caixa, mais se apresenta a necessidade de financiamento. Para representar a eficiência na gestão do capital de giro, foi utilizada a seguinte *proxy* como variável dependente principal:

- **Eficiência de Gestão de Capital de Giro 1 (EGCG1):** mensurado ciclo de conversão de caixa (CCC), conforme proposto Lazaridis e Tryfonidis (2006) e Gill e Biger (2013).

Para entender melhor as relações encontradas, também foram utilizados como variável dependente, de forma individual, os componentes do ciclo de conversão de caixa com a intenção de ter um maior poder explicativo para este. Os resultados para as variáveis dependentes que tratam dos componentes do ciclo de caixa também serão apresentados.

Além da EGCG1, foram utilizadas *proxies* alternativas com o intuito de enriquecer o estudo e dar mais robustez ao modelo. São elas:

- **Eficiência de Gestão de Capital de Giro 2 (EGCG2):** caixa e equivalente de caixa, medido pelo logaritmo natural das disponibilidades (CEC), conforme proposto por Ganesan (2007) e Gill e Biger (2013).

- **Eficiência de Gestão de Capital de Giro 3 (EGCG3):** liquidez corrente, medida pela relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante (LC), conforme proposto por Ganesan (2007) e Gill e Biger (2013).

- **Eficiência de Gestão de Capital de Giro 4 (EGCG4):** necessidade de capital de giro/vendas líquidas (NCG), conforme proposto por Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003).

Num primeiro momento a análise levará em consideração os três setores definidos no quadro 3(3), depois a análise levará em consideração apenas dois setores que serão indústria e comércio.

De forma resumida, as variáveis (e suas operacionalizações) estão apresentadas no quadro 1(3) a seguir:

Sigla	Descrição	Operacionalização	Literatura de Suporte
CCC	Ciclo de Conversão de Caixa	Número de dias PMCR + Número de dias PME – Número de dias PMCP	Lazaridis e Tryfonidis (2006) Gill e Biger (2013)
PMCR	Prazo Médio Contas a Receber	(contas a receber / vendas) *365 dias	Lazaridis e Tryfonidis (2006) Gill e Biger (2013)
PME	Prazo Médio Estoques	(Estoque / custo das mercadorias vendidas) * 365 dias	Lazaridis e Tryfonidis (2006) Gill e Biger (2013)
PMCP	Prazo Médio Contas a Pagar	Contas a pagar / custo das mercadorias vendidas) * 365 dias	Lazaridis e Tryfonidis (2006) Gill e Biger (2013)
CEC	Caixa e Equivalente Caixa (Normalizado)	Log de Caixa e Equivalente de Caixa	Ganesan (2007) Gill e Biger (2013)
LC	Liquidez Corrente	AC / PC	Ganesan (2007) Gill e Biger (2013)
NCG	Necessidade de Capital de Giro	(ACO) – (PCO) / Vendas Líquidas	Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003)

Quadro 1 (3): Variáveis Dependentes

3.3.2 Variáveis Explicativas

Partindo do pressuposto de que alguns mecanismos da governança corporativa podem ser um atributo importante na explicação da condução da gestão do capital de giro, foi construída uma *proxy* para mensurar esses mecanismos, chamado de Índice de Gestão de Governança (IGG) a partir de variáveis associadas ao conselho de administração. O índice é composto por questões objetivas e binárias, de forma que a constatação da adequação de um determinado item aos padrões de governança adiciona 1 ponto e 0, caso contrário. Assim, o IGG foi formado pela soma das respostas positivas do questionário, podendo variar entre 1(um) e 10 (dez) pontos. Quanto maior este valor do índice, considera-se melhor o nível de gestão de governança das empresas. A sua operacionalização completa será descrita no item 3.5.1.

Adicionalmente, serão utilizadas variáveis associadas ao Conselho de Administração, que também serão definidas como independentes, conforme exposto a seguir:

- Tamanho do Conselho de Administração (TCA): Composição quantitativa do Conselho de Administração, já que um conselho “superpovoado” possui menor probabilidade de funcionar de forma efetiva e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo (JENSEN, 1993).
- Dupla Atribuição do CEO (*chief executive officer*), presença de diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho da empresa, representada por uma variável binária no qual: 1 se a mesma pessoa ocupa o cargo de Presidente do Conselho e CEO (*chief executive officer*) e 0 se os cargos forem ocupados por pessoas diferentes.

- Mandato CEO (*chief executive officer*): Número de anos atuando como CEO (*chief executive officer*)
- Grau de Independência do Conselho: é a diferença entre a proporção de membros não executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela seguinte expressão:

$$INDEP = \left(\frac{EXT}{TOT} \right) - \left(\frac{INT}{TOT} \right)$$

Onde:

INDEP – grau de independência do Conselho de Administração;

TOT – número total de membros do conselho;

EXT – número de membros não executivos da empresa (externos) no conselho;

INT – número de membros executivos da empresa (internos) no conselho.

Sigla	Descrição	Operacionalização	Literatura de Suporte
TCA	Tamanho do Conselho de Administração	Quantitativo membros do conselho	Bhagat e Black (2000) Kyereboah- Coleman (2007) Gill e Biger (2013)
DAC	Dupla Atibuição do CEO (<i>chief executive officer</i>)	1 se a mesma pessoa ocupa o cargo de Presidente do Conselho e CEO (<i>chief executive officer</i>) e 0 Caso contrário	Bhagat e Black (2000) Kyereboah-Coleman (2007) Gill e Biger (2013)
MC	Mandato CEO (<i>chief executive officer</i>)	Número de anos atuando como CEO (<i>chief executive officer</i>). 1 se atende aos padrões do IBGC e 0 se não atende	Kyereboah-Coleman (2007) Gill e Biger (2013)
INDEP	Grau de Independência do Conselho	A diferença entre a proporção de membros externos e membros internos no conselho	Bhagat e Black (2000) Silveira (2004)

Quadro 2 (3): Variáveis Explicativas

3.3.3 Variáveis de Controle

Baseado na revisão da literatura, serão utilizadas as seguintes variáveis de controle:

Sigla	Descrição	Operacionalização	Literatura de Suporte
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo do total de ativos	Titman e Wessels (1988) Almeida (2014)
ROA	Retorno sobre o Ativo	EBIT / Total de Ativos	Booth et al. (2001) Almeida (2014)
SIC	Setor de Atuação	Principal atividade econômica das empresas: indústria, comércio serviço.	Silveira, Barros e Famá (2003) Carvalho e Schiozer (2012)
CRESC	Crescimento da empresa	Variação anual volume negócios: (Receita vendas t – Receita de vendas t-1) / Receita Vendas	Gill e Biger (2013)

Quadro 3 (3): Variáveis de Controle

Após apresentar a operacionalização das variáveis, torna-se importante apresentar a relação esperada para cada uma delas, que é apresentada no Quadro 4 (3) a seguir:

Variável	Sinal	Evidência Empírica
Tamanho	-	As empresas maiores têm alto nível de fluxo de caixa, logo tenderiam a apresentar um CCC menor Deloof (2003); Saddour (2006); Gill e Biger (2013)
Retorno sobre o Ativo		Dependendo no ciclo de conversão de caixa a rentabilidade da empresa pode se relacionar positivamente ou negativamente com este.
	+	Nilsson (2010)
	-	Deloof (2003); Shane and Swan (2004); Eljili (2004); Rahman e Naser (2007); Uyar (2009); Valipour et al. (2012).
Setor de Atuação	+	O setor de atuação pode ter influência sobre a condução da gestão do capital de giro. Gill e Biger (2013)
Crescimento		As empresas com uma maior crescimento de vendas tendem a prestar mais atenção ao na gestão do capital de giro.
	+	Jeng-Ren (2006); Moussawi et al. (2006)
	-	Nilsson (2010); Valipour et al. (2012)

Quadro 4 (3): Expectativa da relação esperada para os determinantes da influência das práticas de governança corporativa na gestão do capital de giro

3.4 Coleta e Tratamento de Dados

A coleta de dados foi feita através de fontes secundárias, catalogadas a partir da base de dados Economática®, do *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do *website* da Bovespa e do *website* das empresas estudadas. Sendo que as informações de natureza contábil foram obtidas diretamente das bases de dados do Economática® e as informações acerca da governança corporativa foram obtidas a partir dos formulários de referência encontrados no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no *website* da Bovespa e no *website* das empresas estudadas.

3.5 Métodos Estatísticos de Análise

Para responder ao problema de pesquisa, a análise empírica para verificar a relação entre as variáveis terá tratamento específico para atingir cada um dos objetivos específicos da pesquisa.

3.5.1 Mensuração dos Mecanismos de Governança Corporativa

Estudos anteriores desenvolveram índices contemplando informações diversas para mensurar a governança corporativa, a exemplo de Gompers et al (2003), Bebchuck (2005) e Brown & Caylor (2006) no âmbito internacional, e Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008) no âmbito nacional, dentre outros, consoante discutido anteriormente no item.

O trabalho de Silva e Leal (2005) inspirou a maior parte das questões utilizadas nessa pesquisa para mensuração da governança corporativa, já que tal estudo investigou a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas e seu valor de mercado e desempenho, através da construção de um amplo índice de governança corporativa, a partir de empresas brasileiras listadas em bolsa, ao invés de olhar para um único mecanismo de controle e a finalidade foi de fornecer uma descrição abrangente do nível de governança das empresas. O mencionado índice era composto de 15 itens, abrangendo 4 grandes categorias: Acesso às informações, conteúdo das informações públicas, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle e contemplava um modelo de pontuação contendo 20 itens. As questões relacionadas aos indicadores para mensuração da governança corporativa eram binárias (0 ou 1).

Também foi inspirado no trabalho de Santos e Leal (2007) e Correia (2008), assim como Silva e Leal (2005) buscaram mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas listadas em bolsa, a partir da elaboração de questionários com perguntas binárias e objetivas para mensurar as práticas de governança corporativa de empresas.

Com base nos estudos acima citados, para mensurar as práticas de governança corporativa das empresas pesquisadas neste trabalho, e considerando alguns mecanismos da governança corporativa podem ser um atributo importante na explicação da condução da gestão do capital de giro, foi desenvolvida uma *proxy* para mensurar esses mecanismos denominada Índice de Gestão de Governança (IGG). Este índice é resultado do somatório das respostas positivas, relativas variáveis associadas ao conselho de administração de um questionário composto por 10 questões, tais questões foram objetivas e binárias, de forma que a constatação da divulgação de um determinado item pela empresa adiciona 1 ponto ao índice se o item foi evidenciado e 0, caso contrário, o que leva o índice a valer de 1 (um) a 10 (dez) pontos, sendo que quanto maior este valor do índice, considera-se melhor a gestão de governança das empresas pesquisadas. O IGG, não é baseado em survey, todas as perguntas foram respondidas pela pesquisadora, o que facilita o processo de coleta e evita o viés do respondente, a partir de informações públicas divulgadas nos relatórios de referência além de garantir uma amostra

maior, o questionário foi respondido pela própria pesquisadora.

O número de itens foi ajustado de modo que não torna o questionário muito pequeno, isto não iria capturar a natureza multivariada da gestão de governança corporativa, nem muito grande, o que traria uma considerável subjetividade aos dados. Os 10 itens correspondem a um "sim " ou " não" como resposta a uma pergunta específica, onde se a resposta for "sim", então o valor de 1 é atribuído à questão, caso contrário o valor é 0. O índice é a soma dos pontos de cada questão. O valor máximo do índice é 10.

O questionário completo utilizado na presente pesquisa pode ser visto no Quadro 5.

Questões	
Estrutura de Governança	
01	Tamanho do Conselho de Administração atende aos padrões do IBGC (entre 5 a 11 membros)?
02	Existe Dupla Atribuição do CEO (<i>chief executive officer</i>)?
03	Mandato CEO (<i>chief executive officer</i>) atende aos padrões do IBGC?
04	Possui conselheiros independentes?
05	Divulga composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal?
06	Possui comitês estatutários?
07	Possui Comitês de Auditoria, Financeiro e de Remuneração?
08	Conselheiros são remunerados?
09	Conselheiros recebem bônus?
10	Conselheiros participam no resultado?

Quadro 5 (3): Questões do índice de Gestão de Governança

3.5.2 Mecanismos da Governança Corporativa e a Gestão de Curto Prazo

Partindo-se da hipótese de que uma eficiente gestão do capital de giro possa ter relação com os mecanismos de governança corporativa, passou-se a verificar se estes influenciam a gestão do curto prazo, a partir da consideração do índice gestão de governança, para tanto, foram realizadas análise de regressão linear múltipla, conforme descrito a seguir.

O modelo utilizado é uma versão adaptada daquele utilizado por Gill e Biger (2013) ao estudar o mesmo objeto de pesquisa em indústrias americanas, em que a variável dependente foi o ciclo de conversão de caixa (CCC) tratado como *proxy* de gestão de capital de giro com o intuito de mensurar o impacto das práticas de governança a partir das variáveis independentes.

O uso da técnica de regressão linear múltipla com dados em painel permite controlar variáveis não observadas que podem influenciar a variável dependente, e que variam ao longo do tempo ou de uma entidade para outra, compreendendo as observações repetidas do mesmo conjunto de unidades de corte transversal (JOHNSTON e DINARDO 1997; STOCK e

WATSON, 2004). Assim, o modelo de regressão múltipla para dados em painel pode ser escrito da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 4)}$$

y – variável dependente;

X_1, X_2, \dots, X_k – variáveis independentes (explicativas);

α – intercepto;

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ – coeficientes da regressão;

ε – termo de erro estocástico;

i – representa a i -ésima empresa, para $i = 1, \dots, n$;

t – representa o t -ésimo período de tempo, para $t = 1, \dots, T$;

k – representa o k -ésimo coeficiente e a k -ésima variável.

Para a adequação do modelo de regressão linear, diversos pressupostos foram verificados e condições obedecidas, o que foi realizado no decorrer da análise. Esses pressupostos são a linearidade do fenômeno, a normalidade da distribuição dos termos de erro, a variância constante do termo do erro, a independência dos termos de erro, a inexistência de multicolinearidade e a inexistência de *outliers* (GUJARATI, 2006; HAIR et al., 2009; NORUSIS, 1999; TABACHINICK; FIDEL, 2001).

Conforme sugere Gujarati (2006), a linearidade do fenômeno revela a existência de relações lineares entre as variáveis independentes e a variável dependente, uma vez que a regressão é baseada em correlações. Isso porque é difícil obter bons modelos lineares para o caso de relações não lineares entre os dados. Ela pode ser verificada por meio do Teste de Ramsey Reset, e, caso a significância do teste seja superior a 5%, considera-se que existe linearidade entre as variáveis do modelo.

Em relação a normalidade da distribuição dos termos de erro, trata-se da forma de distribuição dos dados, ou seja, se a distribuição dos resíduos corresponde ao padrão de distribuição de uma curva normal e se possui suas propriedades – forma de sino, simetria e correspondências de medidas de tendência central. Para a verificação desse pressuposto, pode ser empregado o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, que é um teste não paramétrico de aderência para uma amostra, compara a distribuição cumulativa de uma variável com uma distribuição especificada. Caso a significância do teste seja superior a 5%, aceita-se a hipótese

nula de que os dados são normais com base nos resíduos, este é adequado à amostra com mais de 50 observações (HAIR et al., 2009).

Quanto a variância constante do termo do erro ou homocedasticidade revela se as variáveis dependentes exibem níveis iguais de variância ao longo do domínio das variáveis preditoras (HAIR et al., 2009). Ela pode ser verificada por meio do Teste de White e, caso a significância do teste seja superior a 5%, pudesse atestar a homocedasticidade dos dados (GUJARATI, 2006).

A estimação de dados em painel pode ser feita com modelos de efeitos aleatórios ou fixos. A abordagem de efeitos aleatórios considera diferentes interceptos para cada indivíduo (empresa) e que eles são constantes ao longo do tempo, assumindo que as relações entre as variáveis explicativas e explicadas são as mesmas entre os indivíduos (*cross-sectionally*) e ao longo do tempo (BROOKS, 2008).

O modelo de efeitos fixos é mais vantajoso porque controla características específicas da empresa não observadas que possam ter sido omitidas na especificação do modelo, porém, concentra-se exclusivamente na variação dentro da mesma empresa ao longo do tempo (JIRAPORN; CHINTRAKARN; LIU, 2012). A princípio o modelo de efeitos fixos apresenta resultados mais consistentes do que o modelo de efeitos aleatórios. Entretanto, também foi realizado o teste de Hausman a fim de verificar qual modelo econométrico seria o mais adequado.

Os dados em painel podem ser organizados de duas formas: balanceada ou desbalanceada. Johnston e Dinardo (2007) explicam que o painel balanceado tem o mesmo número de observações em cada unidade de corte transversal, entretanto, segundo Greene (2003), é muito comum trabalhar com dados desbalanceados, devido à falta de dados ou da forma como esses dados foram registrados.

Com o objetivo de verificar se a governança corporativa influencia a gestão de capital de giro, no período de 2010 a 2015, com base na *proxy* de eficiência de gestão de capital de giro, tratada como variável dependente principal, ou seja, a eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1) a Equação 4 pode ser apresentada da seguinte forma, considerando as variáveis descritas no item 3.3:

$$EGCG1_{it} = \alpha_i + \beta_1 IGG_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIC_{it} + \beta_5 CRESC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

Onde:

EGCG1 – Eficiência de gestão de capital de giro;

IGG – Índice de Gestão de Governança;

TAM – Tamanho;

ROA – Retorno sobre o Ativo;

SIC – Setor de atuação;

CRESC – Crescimento;

α – intercepto;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ – coeficientes da regressão;

ε – termo de erro estocástico;

i – representa a i -ésima empresa;

t – representa o t -ésimo período de tempo;

Para entender melhor as relações encontradas, também foram testados como variáveis dependentes e de forma individualizada, os componentes do ciclo de conversão de caixa (CCC), que são: o prazo médio de contas a receber (PMCR), o prazo médio de estoque (PME) e o prazo médio de contas a pagar (PMCP). Considerando que o CCC foi apresentado com a *proxy* de eficiência de gestão de capital de giro EGCG1 e tratado como variável dependente principal. Para testar a robustez dos resultados, foram utilizadas outras três *proxies* alternativas de eficiência de gestão de capital de giro (EGCG2, EGCG3 e EGCG4, descritas no item 3.3.1), a partir da Equação 3.

4 Discussão dos Resultados

Doravante serão apresentados os resultados obtidos com as respectivas análises, para o alcance do objetivo principal desta pesquisa que é investigar a influência de mecanismos da governança corporativa sobre a gestão do capital de giro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, para o período de 2010 a 2015.

Parte-se para a apresentação das estatísticas descritivas concernente à amostra e variáveis do estudo, para então apresentar cada um dos objetivos específicos. O primeiro diz respeito a política de gestão de capital de giro, onde se buscou identificar a política de capital de giro das empresas a partir do ciclo de conversão de caixa (CCC), na sequência se verifica o comportamento dessa política ao longo do tempo, bem como se existe um padrão de nos diversos setores econômicos estabelecidos no estudo, e, por fim, busca-se verificar a relação entre a governança corporativa e a gestão do capital de giro.

4.1 Caracterização da Amostra

Conforme apresentado na Figura 1(4), a amostra estudada está distribuída nos anos compreendidos entre 2010 a 2015. Observa-se um crescimento na amostra até o ano de 2014, sendo que 234 empresas foram apresentadas em 2010, passando para 240 empresas em 2011, para 244 em 2012, para 247 em 2013, para 256 em 2014 e por fim a amostra apresenta uma queda no quantitativo destas em 2015, quando a amostra vai para 246 empresas.

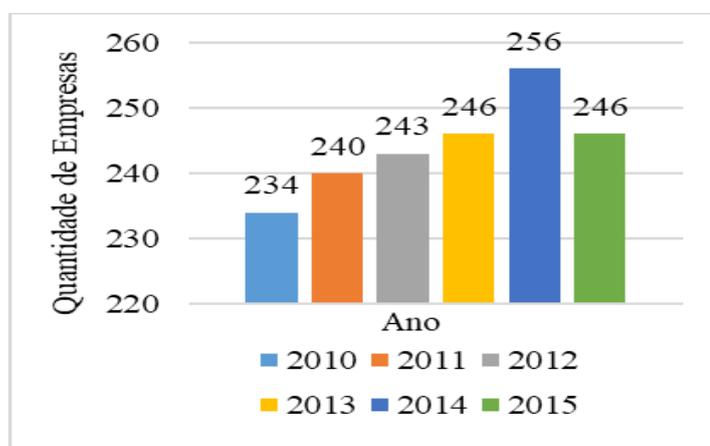


Figura 1(4): Caracterização da amostra
Fonte: Autora, 2016

Agrupando a amostra da pesquisa por atividade econômica principal, a partir de três grandes grupos: comércio, indústria e serviços, a apresentação da amostra devidamente agrupada na Figura 2(4).

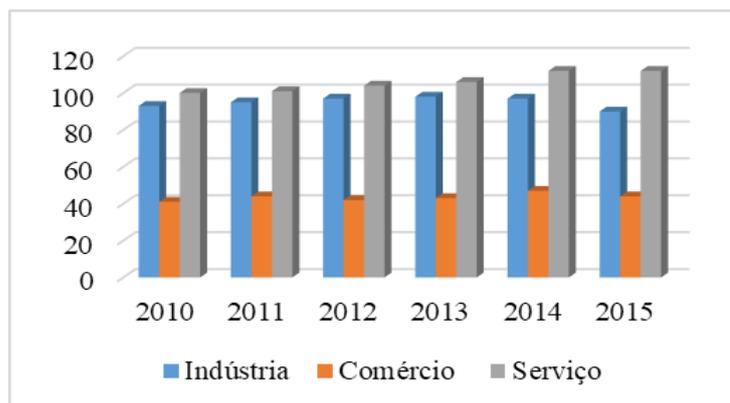


Figura 2(4): Classificação das empresas por setor
Fonte: Autora, 2016

Ainda em relação aos setores, no Quadro 1(4) apresentamos os mesmos ao longo dos 06 anos estudados, com predominância do setor de serviços, que foi representado em média por 44,33% da amostra ao longo do período estudado, o equivalente a 106 empresas em média, secundado pelo setor de indústria, que foi representado em média por 38,93%, o equivalente a 95 empresas em média ao longo do mencionado período. E por fim, o setor de comércio, representado em média por 17,74% da amostra ao longo do período estudado, o equivalente a 44 empresas em média ao longo do mencionado período.

Em relação a participação dos setores econômicos na amostra, ainda há a que se considerar os seus respectivos comportamentos ao longo do período analisado. O setor da indústria esteve nos anos de 2012 e 2013 com a sua participação mais expressiva e a menos expressiva se deu no ano de 2015, no comparativo geral apresentou uma queda na mencionada participação. Já o setor de comércio esteve no ano de 2014 com a sua participação mais expressiva e a menos expressiva se deu no ano de 2010, no comparativo geral apresentou um discreto aumento na mencionada participação. E, finalmente o setor de serviços esteve nos anos de 2014 e 2015 com a sua participação mais expressiva e a menos expressiva se deu no ano de 2010, no comparativo geral apresentou um aumento na mencionada participação. No geral,

percebe-se que não houveram expressivas alterações ao longo dos anos estudados, mas se destaca que o setor de “serviços” é o mais representativo da amostra em todos dos anos.

SETOR ECONÔMICO		Indústria	Comércio	Serviços	Total
2010	Quant	93	41	100	234
	%	39,74	17,52	42,74	100,00
2011	Quant	95	44	101	240
	%	39,58	18,33	42,08	100,00
2012	Quant	97	42	104	243
	%	39,92	17,28	42,80	100,00
2013	Quant	98	42	106	246
	%	39,84	17,07	43,09	100,00
2014	Quant	97	47	112	256
	%	37,89	18,36	43,75	100,00
2015	Quant	90	44	112	246
	%	36,59	17,89	45,53	100,00

Quadro 1(4): Caracterização da amostra por setor econômico (detalhado)

4.2 Gestão de Capital de Giro e Governança Corporativa

4.2.1 Proxy de Gestão de Governança Corporativa

Para verificar o nível de gestão de corporativa foi criado um índice denominado de Índice de Governança Corporativa (IGG), que irá mensurar questões relativas ao conselho de administração. De acordo com o que já foi relatado no capítulo anterior, este índice foi elaborado por meio de respostas afirmativas de um questionário envolvendo 10 questões binárias objetivas. As argumentações das perguntas que formaram o índice de gestão de governança (IGG) tem o embasamento no Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Para responder o questionário do índice de gestão de governança, foram utilizados os formulários de referência das empresas relativos aos anos estudados.

O mecanismo de coleta abordou questões relacionadas a: (i) tamanho do conselho de administração, (ii) existência de dupla atribuição do CEO (*chief executive officer*), (iii) mandato CEO (*chief executive officer*), (iv) existência de conselheiros independentes, (v) divulgação da

composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal, (vi) existência de comitês estatutários (vii) existência de comitês de auditoria, financeiro e de remuneração, (viii) remuneração aos conselheiros, (ix) remuneração aos conselheiros por bônus e (x) remuneração aos conselheiros por participação nos resultados. Verificando se todas as respostas do questionário atendem aos padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa, os resultados alcançados para cada pergunta, no período analisado, serão apresentados a seguir.

A primeira questão investigada é sobre o Tamanho do Conselho de Administração, e em relação a este se faz necessário saber se o mesmo atende aos padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa. A preocupação foi conhecer o quantitativo de empresas da amostra que se enquadram, possuindo no mínimo cinco membros e no máximo onze membros. A Figura 3(4) apresenta o mencionado quantitativo, ao longo do período pesquisado, onde se pode observar uma leve queda entre os anos de 2010, 2011 e 2012, com a retomada do crescimento em 2013 seguida por quedas nos anos de 2014 e retomada do crescimento em 2015. Correspondendo em 2013 a 77,73% da amostra.

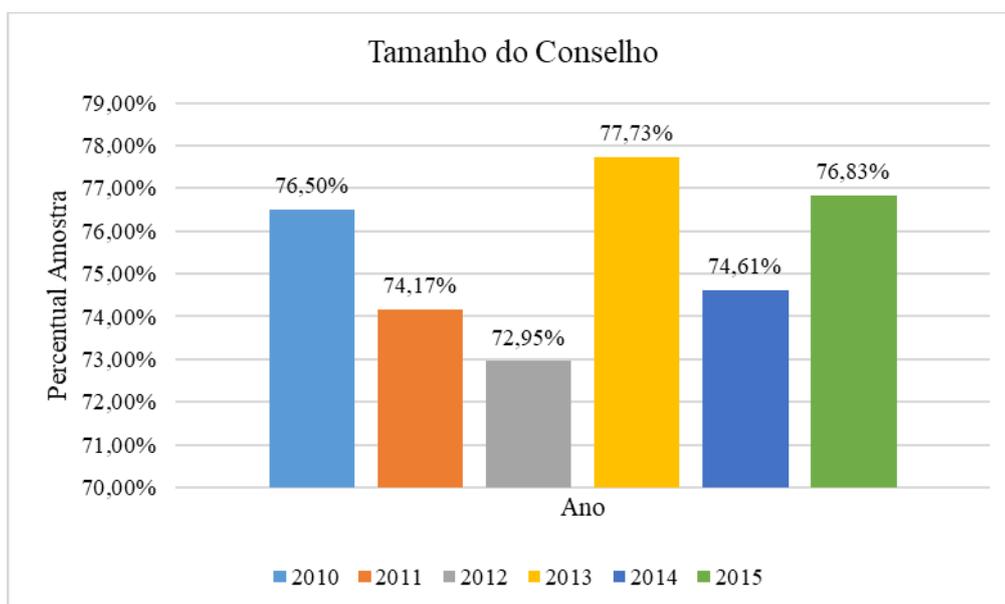


Figura 3(4): Tamanho do Conselho de Administração
Fonte: Autora, 2016

Investigando se o presidente do conselho de administração, além de exercer a já mencionada função, também exerce a função de CEO (*chief executive officer*), ou seja, dupla atribuição do CEO, foi considerada pontuação para a empresa que atendeu aos padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa, aquelas que não apresentaram a mencionada dupla atribuição. A figura 4(4) apresenta a participação na amostra das empresas

que atenderam aos mencionados padrões, onde se observa um crescimento ao longo do período estudado com maior representatividade no ano de 2015, onde o quantitativo de empresas que não possui dupla atribuição de CEO corresponde a 87,80% da amostra estudada.

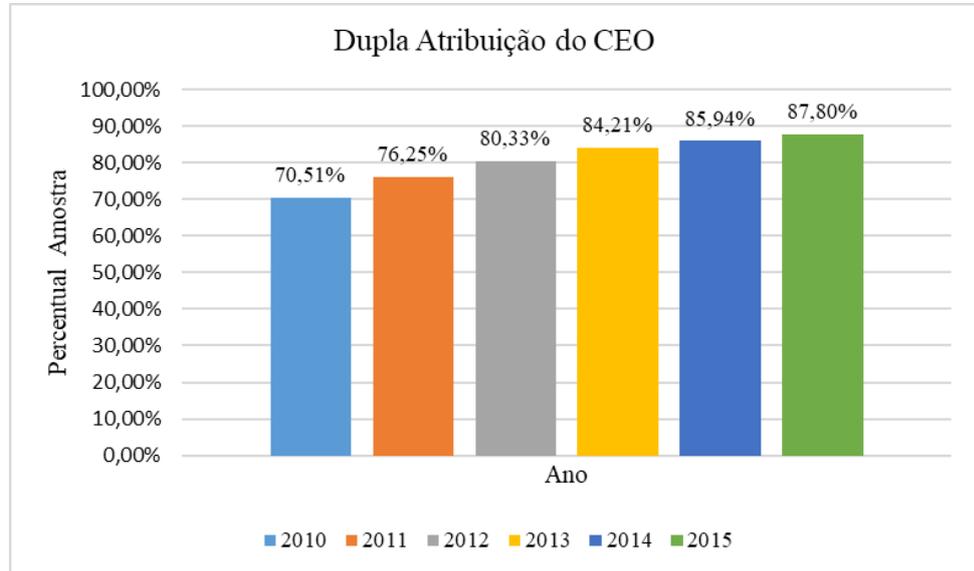


Figura 4(4): Dupla Atribuição do CEO

Fonte: Autora, 2016

Outra questão investigada foi verificar se o prazo de mandato do presidente do conselho de administração atendeu aos padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa, que sugere um prazo de mandato de no mínimo dois anos. A Figura 5(4) apresenta o quantitativo de empresas que atenderam aos mencionados padrões, onde se observa um crescimento no ano de 2011 e uma posterior queda no ano de 2012, com a volta do crescimento a partir de 2012. Já o ano de 2015 apresenta a maior participação, que foi de 71,54%, em relação a amostra estudada.

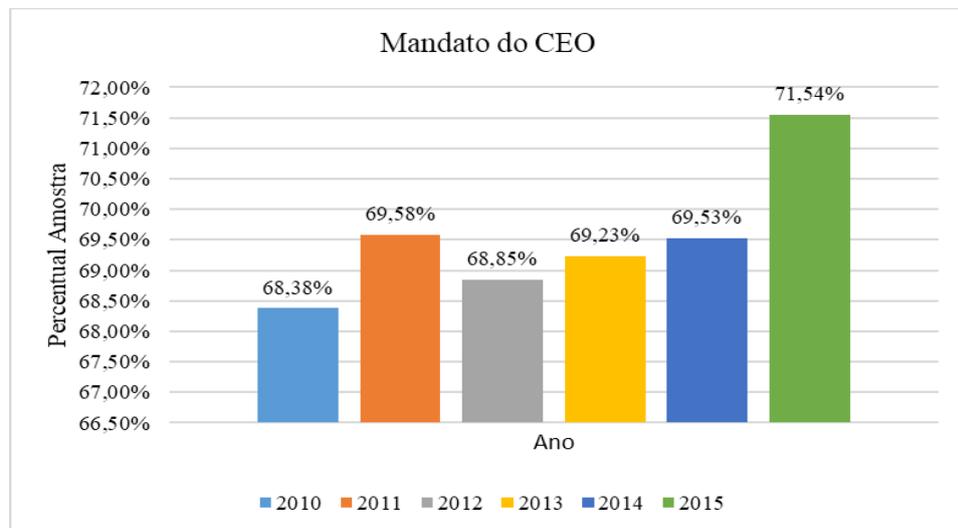


Figura 5(4): Mandato do CEO

Fonte: Autora, 2016

Também foi investigada a existência de conselheiros independentes na composição dos conselhos de administração, considerando o que preconiza os padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa. A Figura 6(4) apresenta o crescimento, ao longo do período da amostra, referente a participação de conselheiros independentes no conselho da administração. Em 2015 62,20% das empresas da amostra possuíam conselheiros independentes no quadro do conselho da administração.

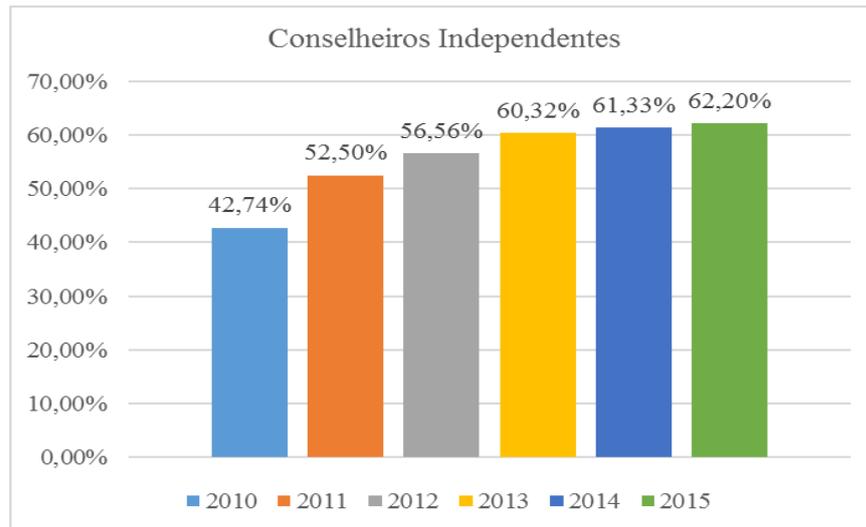


Figura 6(4): Conselheiros Independentes
Fonte: Autora, 2016

Como maneira de se conhecer a formação dos componentes do conselho de administração os padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa sugerem a divulgação da composição e experiência profissional do conselho da administração, da diretoria e do conselho fiscal, na amostra estudada a maioria das empresas fazem essa divulgação no formulário de referência, o que fora devidamente constado na Figura 7(4).



Figura 7(4): Experiência Profissional
Fonte: Autora, 2016

Considerando que os Comitês são órgão de assessoramento ao conselho administrativo sua presença aponta para o profissionalismo das empresa, ao considerar que tais comitês carecem de membros com expertises diferenciadas para atender demandas específicas, conforme sugerido nos padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa. As empresas que os possui, apresentam a existência destes, assim como os membros com as suas respectivas expertises, na amostra estudada, conforme apontado na Figura 8(4), vem aumentando a presença do comitê estatutário ao longo do período, e no ano de 2015 apontou sua maior alta, onde 49,59% das empresas da amostra apresentaram no seu formulário de referência comitês estatutários.

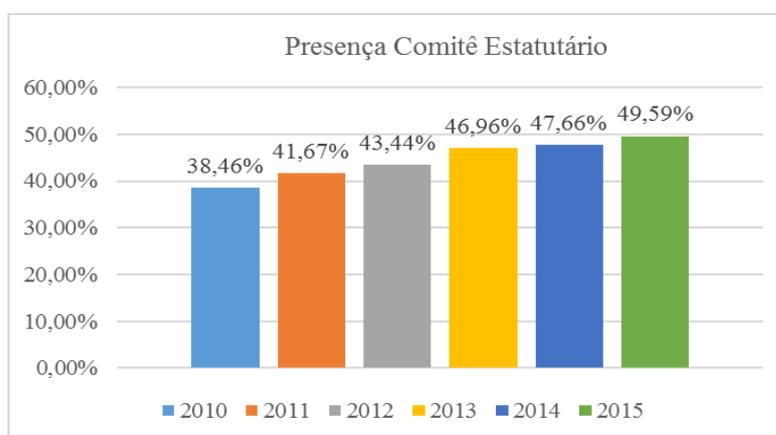


Figura 8(4): Presença de Comitê Estatutário
Fonte: Autora, 2016

Já em relação a presença dos comitês de auditoria, financeiro e de remuneração, a Figura 9(4) aponta um ligeiro crescimento entre os anos de 2010 a 2013, uma leve queda em 2014 e assim como a presença do comitê estatutário, no ano de 2015 apresentou a sua maior alta, quando 41,46% das empresas da amostra apresentaram no seu formulário de referência comitês de auditoria, financeiro e de remuneração (que para empresas supervisionadas pelo Bacen é de formação obrigatória).

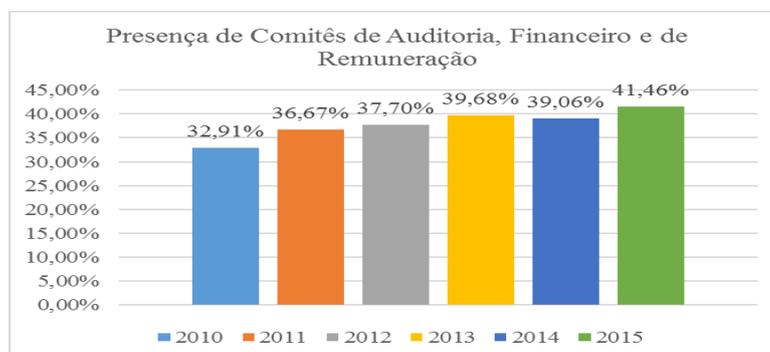


Figura 9(4): Presença de Comitês de Auditoria, Financeiro e de Remuneração
Fonte: Autora, 2016

Outra questão considerada foi a remuneração dos conselheiros, já que que estes devem ser adequadamente remunerados, considerando as condições de mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade. A remuneração apropriada favorece o alinhamento de objetivos e evita conflitos de interesses (IBGG, 2015). Na Figura 10(4) temos indicado que a maioria das empresas da amostra remuneraram seus conselheiros.

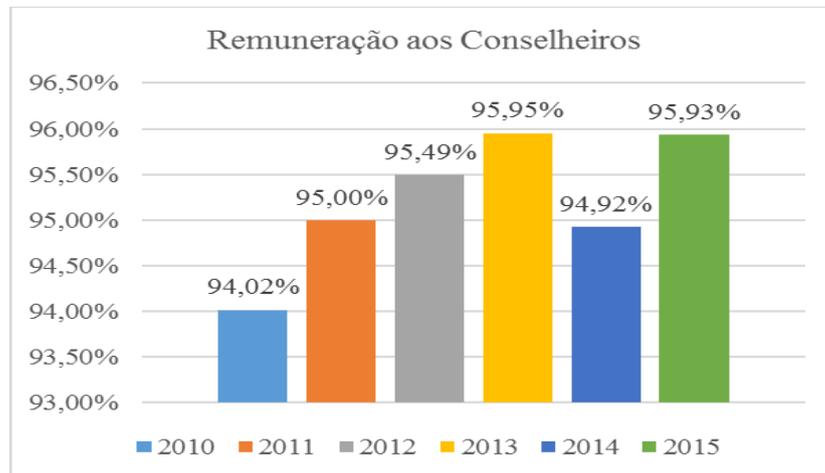


Figura 10(4): Remuneração dos Conselheiros
Fonte: Autora, 2016

Também foi analisado se as empresas realizam remuneração variável através de bônus, que devem ser vinculadas a objetivos estratégicos de médio e longo prazos, focados na geração de valor econômico de longo prazo, o que também corrobora no sentido de que uma remuneração apropriada favorece o alinhamento de objetivos e evita conflitos de interesses. A Figura 11(4) indica um baixo quantitativo de empresas remuneraram seus conselheiros de forma variável.

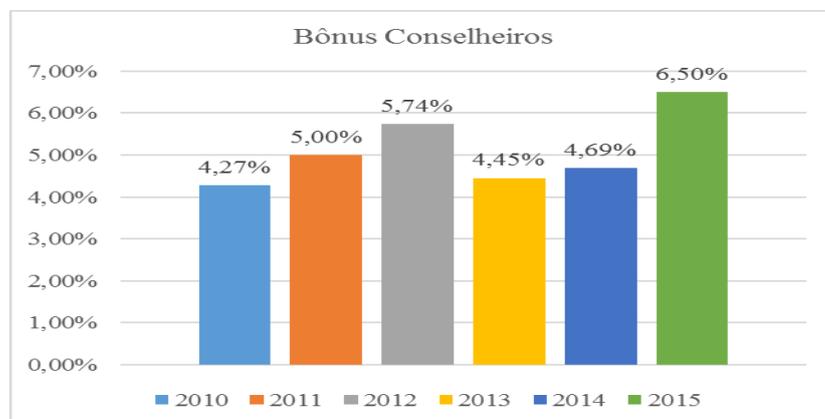


Figura 11(4): Bônus Conselheiros
Fonte: Autora, 2016

E por fim, verificou-se se há participações dos conselheiros no resultado das empresas, já que essa participação no resultado seria prerrogativa do membros da direção, poderia aí se estabelecer um conflito de interesses. Na Figura 12(4) se verifica um baixo quantitativo de empresas remuneraram seus conselheiros de forma variável a partir da participação destes no resultado.

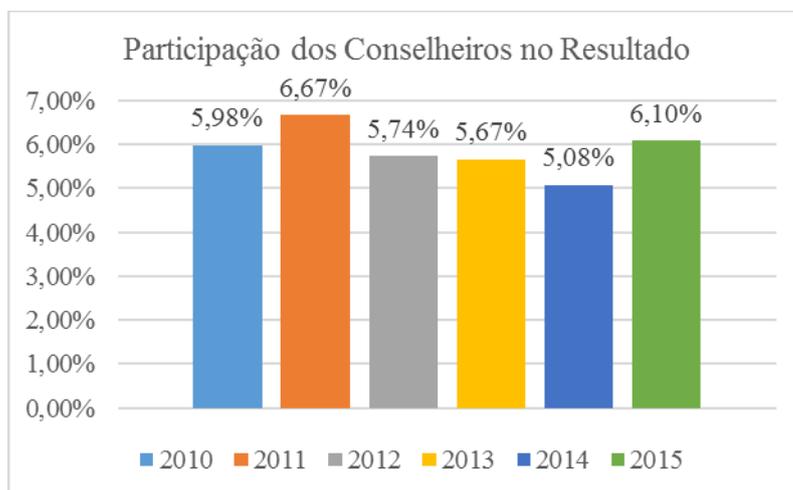


Figura 12(4): Participação no Resultado dos Conselheiros
Fonte: Autora, 2016

4.3 Análise das Estatísticas Descritivas das Variáveis

Para o tratamento dos dados, desde a consolidação dos dados obtidos, remoção de valores discrepantes, estatística descritiva, análise de correlação, as regressões propriamente ditas e a formatação dos dados, foi utilizado o *Microsoft Excel 2016*® e o *software Stata 12*®. Quando da coleta dos dados, diversas empresas não apresentaram informações suficientes em todas as variáveis.

A partir da definição da amostra inicial, o passo seguinte foi a realização de testes, com a finalidade da identificação de *outliers* presentes na amostra e posteriormente excluídos.

Com o intuito de se verificar possíveis valores discrepantes que estejam na amostra, a Tabela 1(4) apresenta as estatísticas descritivas (média, desvio padrão, mínimo e máximo) das variáveis utilizadas para verificar suas relações com a *proxy* utilizada para mensurar a gestão do capital de giro considerando os três setores de atuação, consoante tabela 3(3). Com destaque para que essas medidas na média não apresentaram movimentos muito parecidos ao longo do período da amostra. Também na mesma tabela se encontram as outras *proxies* que também utilizadas.

Verificou-se que o índice de gestão de governança (IGG), que consta no Anexo A, apontou que empresas obtiveram a pontuação mínima de 2 (dois) pontos em todo período da amostra, bem como, empresas obtiveram a pontuação máxima de 9 (nove) pontos no ano de 2011. Também ficou demonstrado que nos anos de 2011 e 2012 empresas apresentaram conselho com quantitativo de 01 (um) membro. Quanto ao retorno sobre o ativo (ROA), este reduziu significativamente os seus valores médios em 56,24% ao longo do período da amostra. O maior crescimento (CRESC) médio foi observado em 2010 (13,81%).

Tabela 1 (4): Estatística descritiva das variáveis contemplando indústria, comércio e serviços

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1), eficiência de gestão de capital de giro 2 (EGCG2), eficiência de gestão de capital de giro 3 (EGCG3), eficiência de gestão de capital de giro 4 (EGCG4), índice de gestão de governança (IGG), tamanho do conselho de administração (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. A tabela considera os três setores de atuação apresentados no quadro 3(3).

Ano	Variáveis	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
2010	Média	122,1480	1,1765	2,1003	0,3975	5,4605	14,8850	0,0961	0,1381	7,3421	0,2763	0,7018	0,8619	2,0299
	Des. Pad.	335,1206	1,9432	2,6569	0,8163	1,5716	1,7402	0,0931	0,5012	2,7633	0,4482	0,4585	0,1415	0,9096
	Mínimo	-668,5714	-9,8394	0,0957	-1,0082	2	10,1109	-0,1647	-5,7403	2	0	0	0	1
	Máximo	4003,9450	4,2975	35,7074	11,1249	9	20,4532	0,6286	0,9349	18	1	1	1	3
	Obs.	234	234	234	234	228	234	234	222	228	228	228	228	234
2011	Média	116,8285	1,1861	1,8455	0,4606	5,7149	14,9626	0,8107	0,0829	7,6936	0,2213	0,7106	0,8762	2,0250
	Des. Pad.	516,2600	1,6876	1,3194	1,5010	1,5633	1,7261	0,0812	0,2248	2,9900	0,4160	0,4544	0,1405	0,9052
	Mínimo	-2024,7150	-8,7139	0,3242	-5,3296	2	9,9925	-0,1547	-1,2190	1	0	0	0	1
	Máximo	5079,8240	3,9281	11,9534	16,4859	10	20,5319	0,4779	0,9388	16	1	1	1	3
	Obs.	240	240	240	235	240	240	240	229	235	235	235	235	240
2012	Média	134,9845	1,3982	1,9054	0,4631	5,7806	14,9892	0,0704	0,0975	7,6371	0,1772	0,7046	0,8746	2,0288
	Des. Pad.	516,9357	1,6012	1,6435	1,4073	1,5412	1,7719	0,0843	0,2180	2,9665	0,3827	0,4572	0,1439	0,9109
	Mínimo	-1307,4630	-5,3930	0,0299	-2,8443	2	9,9257	-0,1673	-1,1792	1	0	0	0	1
	Máximo	5422,9390	3,7796	16,7781	16,0651	9	20,5984	0,4746	1,0000	18	1	1	1	3
	Obs.	243	243	243	243	237	243	243	237	237	237	237	237	243
2013	Média	110,6935	1,4092	2,0933	0,4283	5,8930	14,9332	0,0746	-0,2687	7,6049	0,1481	0,6996	0,8797	2,0325
	Des. Pad.	353,5629	1,3836	2,3900	1,2742	1,6429	1,7597	0,0903	2,8753	2,7976	0,3560	0,4594	0,1371	0,9119
	Mínimo	-1043,6440	-4,0498	0,0475	-1,0357	2	9,8987	-0,3760	-30,6496	2	0	0	2	1
	Máximo	4556,1090	4,3429	25,8166	13,9749	9	20,6463	0,4099	1,0000	16	1	1	1	3
	Obs.	246	246	246	243	246	246	246	241	243	243	243	243	246
2014	Média	115,0244	1,2301	2,0294	0,4118	5,9203	14,8963	0,0743	0,0270	7,6295	0,1235	0,7092	0,8792	2,0586
	Des. Pad.	519,9181	1,6047	2,3336	1,3330	1,5779	1,7907	0,2879	0,4480	2,9574	0,3297	0,4551	0,1413	0,9034
	Mínimo	-3614,6830	-6,3181	0,0541	-1,5836	2	9,7834	-1,0063	-4,5486	2	0	0	2	1
	Máximo	5988,4980	3,8695	20,5134	17,5860	9	20,6364	4,3631	1,0000	16	1	1	1	3
	Obs.	256	256	256	256	251	256	256	243	251	251	251	251	256
2015	Média	90,8453	1,3571	2,0306	0,3182	6,0287	14,8774	0,0449	-0,0487	7,5287	0,1148	0,7254	0,8811	2,0894
	Des. Pad.	307,9612	1,8140	2,7960	0,5604	1,6590	1,8798	0,1104	0,4681	2,9501	0,3194	0,4563	0,1441	0,9036
	Mínimo	-2558,5750	-9,6608	0,0084	-1,7562	2	9,8911	-1,0164	-3,8920	2	0	0	2	1
	Máximo	1670,4800	4,3689	30,2183	4,5117	9	20,6613	0,2836	0,7733	16	1	2	1,2	3
	Obs.	246	246	246	246	244	246	246	246	242	244	244	244	246

Na sequência para efeito de comparação e estudo, se considerou a retirada do setor de serviços, o índice de gestão de governança (IGG), que consta no Anexo A, na Tabela 2(4) verificamos que as empresas mantiveram a pontuação mínima de 2 (dois) pontos em todo período da amostra, bem como, empresas obtiveram a pontuação máxima de 10 (dez) pontos no ano de 2011. Para os anos em estudo nenhum ano apresentou conselho com quantitativo de 01 (um) membro. Quanto ao retorno sobre o ativo (ROA), este reduziu significativamente os

seus valores médios em 56,67% ao longo do período da amostra. O maior crescimento (CRESC) médio foi observado em 2010 (19,51%).

Tabela 2 (4): Estatística descritiva das variáveis contemplando indústria e comércio

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1), eficiência de gestão de capital de giro 2 (EGCG2), eficiência de gestão de capital de giro 3 (EGCG3), eficiência de gestão de capital de giro 4 (EGCG4), índice de gestão de governança (IGG), tamanho do conselho de administração (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. A tabela considera dois dos três setores de atuação apresentado no quadro 3(3), que são indústria e comércio.

Ano	Variáveis	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
2010	Média	134,4642	1,3459	2,0324	0,4323	5,3101	14,7493	0,0799	0,1951	7,0930	0,3411	0,7209	0,8475	1,3060
	Des, Pad,	143,9125	1,8232	1,2016	0,3748	1,5851	1,7894	0,0820	0,1726	2,9274	0,4759	0,4503	13,8556	0,4625
	Mínimo	114,1683	-7,9971	0,9573	-0,0673	2	10,4629	-0,1647	-0,4182	3	0	0	0,3333	1
	Máximo	687,1993	4,2975	8,5552	1,9712	8	20,4532	0,4986	0,7231	18	1	1	1	2
	Obs,	134	134	134	134	129	134	134	127	129	129	129	129	129
2011	Média	147,8624	1,1046	2,0446	0,5379	5,6423	14,8411	0,0680	0,0975	7,5328	0,2774	0,7153	0,8704	1,3165
	Des, Pad	499,6083	1,6068	1,4296	1,5834	1,6393	1,7838	0,0757	0,2115	3,2063	0,4493	0,4529	0,1337	0,4668
	Mínimo	-2024,7150	-5,5174	0,4333	-5,3296	2	10,5732	-0,1547	-0,6445	3	0	0	0,3333	1
	Máximo	5079,8240	3,9057	11,9534	16,4859	10	20,5319	0,3467	0,9388	16	1	1	1	2
	Obs,	139	139	139	139	137	139	139	133	137	137	137	137	137
2012	Média	176,9903	1,3806	2,0263	0,5570	5,6861	14,8926	0,0594	0,0758	7,4964	0,2263	0,7080	0,8709	1,3022
	Des, Pad	489,7731	1,6826	1,7287	1,4409	1,6259	1,8252	0,0797	0,2319	2,9954	0,4200	0,4563	0,1312	0,4609
	Mínimo	-397,6587	-0,5393	0,0299	-0,3854	2	10,5906	-0,1673	-1,1792	3	0	0	0,3333	1
	Máximo	5422,4390	3,7796	16,7781	16,0651	9	20,5984	0,4505	1,0000	16	1	1	1	2
	Obs,	139	139	139	139	137	139	139	137	137	137	137	137	137
2013	Média	158,9833	1,5396	2,1346	0,5791	5,7643	14,8823	0,7158	0,0250	7,4357	0,1929	0,6857	0,8709	1,3000
	Des, Pad	419,8731	1,2524	2,3863	1,6351	1,7325	1,8539	0,0949	0,5319	2,9582	0,3960	0,4659	0,1389	0,4599
	Mínimo	-1043,6440	-3,7182	0,0475	-1,0357	2	10,6575	-0,3760	-5,3374	2	0	0	0,3333	1
	Máximo	4556,1090	4,3429	25,8166	13,9749	9	20,6463	0,4099	0,5061	16	1	1	1	2
	Obs,	140	140	140	140	140	140	140	137	140	140	140	140	140
2014	Média	170,0248	1,2945	2,0278	0,5199	5,8169	14,8295	0,0769	0,0131	7,4648	0,1620	0,6831	0,8695	1,3264
	Des, Pad	560,4538	1,3834	1,8777	1,5876	1,6615	1,8678	0,3772	0,2706	2,9431	0,3697	0,4669	0,1405	0,4705
	Mínimo	-1385,6770	-3,7609	0,0541	-1,5836	2	10,8377	-1,0063	-2,2769	2	0	0	0,3333	1
	Máximo	5988,4980	3,8695	19,2622	17,5860	9	20,6364	4,3631	0,9910	15	1	1	1	2
	Obs,	144	144	144	144	142	144	144	136	142	142	142	142	142
2015	Média	128,9128	1,3590	2,1676	0,3897	5,9399	14,8198	0,0346	-0,0620	7,4737	0,1429	0,7143	0,8775	1,3284
	Des, Pad	303,3814	1,7034	2,9769	0,4409	1,7397	1,9678	0,8691	0,3173	2,9787	0,3513	0,4699	0,1399	0,4714
	Mínimo	-2558,5750	-7,9364	0,0084	-0,3082	2	10,9100	-0,3437	-1,3990	3	0	0	0,3333	1
	Máximo	1103,2940	4,3689	30,2183	2,6682	9	20,6613	0,2836	0,7093	16	1	2	1	2
	Obs,	134	134	134	134	134	134	134	132	133	133	133	133	133

4.4 Gestão do Capital de Giro e a Governança Corporativa

Nessa etapa da pesquisa se buscou verificar a influência da governança corporativa na gestão de curto prazo, para tanto inicialmente se utilizou o Índice de Gestão de Governança (IGG) junto com as variáveis de controle, para depois utilizar 04 variáveis pertinentes ao Conselho de Administração.

Trabalhou-se com estimações a partir da análise de regressão linear múltipla com dados em painel não balanceados com efeitos fixos e aleatórios, contendo ao menos 3 observações por empresa nos 6 anos analisados. O teste de Hausman foi feito com a intenção de se avaliar

qual o método, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, cujos resultados indicaram que, para os dados em questão, a estimação com efeitos fixos foi indicada para os modelos EGCG2, EGCG3 e PME, e a estimação com efeitos aleatórios foi mais adequada para EGCG1, EGCG4, PMCR e PMCP. Na Tabela 3(4) são apresentados os resultados para o modelo EGCG1.

Com relação ao índice de governança corporativa (IGG) este possui uma relação negativa com a proxy de gestão de curto prazo (EGCG1). Considerando que ativos correntes baixos, geraria um IGG1 baixo ou até mesmo negativo, poderia ser um indicativo de forte governança, porém não houve relação estatisticamente significativa, acontecendo o mesmo em relação a proxy PMCR. Já com as proxies PME e PMCP a relação se apresentou de forma positiva, não havendo também relação estatisticamente significativa. O resultado se mostrou inconsistente.

Já em relação ao Tamanho da empresa (TAM), tem-se uma relação positiva, com resultado estatisticamente significativo para o prazo médio de contas a receber (PMCR) que é um componente da proxy, que poderia indicar uma relação positiva entre o tamanho do ativo e contas a receber. Da mesma maneira quando testadas apenas as variáveis de controle, sem o IGG, os resultados continuam a apresentar a mesma relação positiva, bem como um resultado estatisticamente significativo para o prazo médio de contas a receber (PMCR).

Em se tratando do retorno sobre o ativo (ROA), os resultados também não se mostraram consistentes, mesmo tendo apresentado resultado estatisticamente significativo para EGCG1, indicando uma relação negativa entre o retorno e o ciclo de conversão de caixa (CCC), bem como apresentou resultado estatisticamente significativo para prazo médio de contas a receber (PMCR) que é um componente da proxy, que poderia indicar uma relação negativa entre o retorno sobre o ativo e contas a receber. E para crescimento da empresa (CRESC), apesar de seus resultados se apresentarem consistentes, não se observou nenhum resultado estatisticamente significativo. Por fim, em se tratando do setor de atuação (SIC), assim como as demais, também apresentou resultados inconsistentes, e não se observou nenhum resultado estatisticamente significativo. Para todas as variáveis citadas anteriormente os resultados, quando utilizadas só as variáveis de controle, também corroboraram com os resultados individuais já apontados.

Tabela 3 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança A (Painel 2010-2015)

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1), prazo médio estoques (PME), prazo médio contas a receber (PMCR), prazo médio contas a pagar (PMCP), índice de gestão de governança (IGG), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera os três setores de atuação apresentados no quadro 3(3).

Variáveis		EGCG1		PME		PMCR		PMCP	
		A	B	A	B	A	B	A	B
IGG	β	-16,736	-	1,025	-	-14,299	-	0,225	-
	p./z	0,079	-	0,800	-	0,074	-	0,959	-
TAM	β	30,763	24,524	0,626	0,844	79,212	73,557	11,799	11,750
	p./z	0,020	0,052	0,943	0,920	0,000	0,000	0,025	0,017
ROA	β	-255,774	-242,368	60,300	58,549	-289,694	-275,959	-2,377	-1,077
	p./z	0,004	0,006	0,075	0,080	0,000	0,000	0,957	0,980
CRESC	β	-9,467	-9,383	-3,085	-3,100	-7,427	-7,298	-0,194	-0,202
	p./z	0,066	0,067	0,105	0,101	0,069	0,073	0,941	0,939
SIC	β	-61,828	-62,354	14,241	12,355	-36,739	-35,617	1,226	1,163
	p./z	0,029	0,028	0,744	0,772	0,228	0,241	0,906	0,911
Const.	β	-94,926	-98,905	34,489	41,047	-883,023	-884,681	-98,015	-98,515
	p./z	0,627	0,610	0,832	0,795	0,000	0,000	0,195	0,191
R2		0,005	0,004	0,005	0,004	0,000	0,000	0,004	0,003
<i>Test F</i>		-	-	1,150	1,420	-	-	-	-
<i>Prob>F</i>		-	-	0,334	0,226	-	-	-	-
<i>Wald chi2</i>		22,140	19,200	-	-	55,260	52,170	5,690	5,770
<i>Prob>chi2</i>		0,000	0,000	-	-	0,000	0,000	0,338	0,217
<i>Hausman test</i>		0,000	0,000	0,365	0,262	0,000	0,000	0,000	0,000
Observações		1384	1397	1384	1397	1384	1397	1384	1397
Obs. p/ grupo		253	253	253	253	253	253	253	253

Na Tabela 4(4) são apresentados os resultados para o modelo EGCG1, sem considerar o setor de atuação serviços, que no experimento anterior fazia parte da amostra junto com os outros dois setores de atuação que são o comércio e a indústria.

Da mesma forma que no experimento anterior que se trabalhou com os três setores de atuação indicados, com relação ao índice de governança corporativa (IGG) este possui uma relação negativa com a proxy de gestão de curto prazo (EGCG1). Considerando que ativos correntes baixos, gerariam um IGCG1 baixo ou até mesmo negativo, poderia ser um indicativo de forte governança, porém não houve relação estatisticamente significativa, acontecendo o mesmo em relação a proxy PMCR. Já com as proxies PME e PMCP a relação se apresentou de

forma positiva, não havendo também relação estatisticamente significativa. O resultado também se mostrou inconsistente.

Já em relação ao Tamanho da empresa (TAM), o resultado agora se apresenta inconsistente e sem nenhuma relação estatisticamente significativa, da mesma maneira quando testadas apenas as variáveis de controle. Em se tratando do retorno sobre o ativo (ROA), os resultados também não se mostraram consistentes, e nem apresentou nenhum resultado estatisticamente significativo.

Para crescimento da empresa (CRESC), os resultados se apresentarem consistentes e apresentou relação estatisticamente significativa em relação as proxies PME e PMCR, ou seja, o crescimento teria relação com o prazo médio de estoques (PME) e com o prazo médio de contas a receber (PMCR).

As proxies EGCG2, EGCG3 e EGCG4 foram apresentadas como alternativas a proxy EGCG1, desta feita, após o teste de Hausman, a estimação com efeitos fixos foi indicada para EGCG2 e a estimação com efeitos aleatórios foi a indicada para EGCG3 e EGCG4. Na Tabela 5(4) são apresentados os resultados.

O índice de governança corporativa (IGG), apresentou resultados que não se mostraram consistentes e sem nenhum achado de significado estatístico. Quanto ao tamanho da empresa (TAM) apesar dele também não apresentar resultados que se mostrassem consistentes, apresentou uma relação inversa com o EGCG3 e com significado estatístico, ou seja, uma relação inversa entre a liquidez corrente e o tamanho da empresa. Já como EGCG4 a relação se apresentou de forma direta e com significado estatístico, apontando uma relação direta do tamanho da empresa com a necessidade de capital de giro/vendas líquidas.

O retorno sobre o ativo (ROA) apesar de ter apresentado resultados consistentes, só apresentou resultado com significado estatístico em relação a proxy EGCG4, apontando uma relação inversa com este, ou seja, o retorno sobre o ativo é inversamente proporcional a necessidade de capital de giro/vendas líquidas.

Quanto ao crescimento da empresa (CRESC), este também apresentou dados consistentes e com resultados estatisticamente significativos em relação as proxies EGCG3 e EGCG4, com relação inversa, apontando que o crescimento da empresa carrega proporcionalidade inversa em relação a liquidez corrente e a necessidade de capital de giro/vendas líquidas. Por fim, o setor de atuação não apresentou resultados consistentes e nem nenhum resultado de significado estatístico.

Tabela 4 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança A1 (Painel 2010-2015)

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1), prazo médio estoques (PME), prazo médio contas a receber (PMCR), prazo médio contas a pagar (PMCP), índice de gestão de governança (IGG), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera dois dos três setores de atuação apresentado no quadro 3(3), que são indústria e comércio.

Variáveis		EGCG1		PME		PMCR		PMCP	
		A	B	A	B	A	B	A	B
IGG	β	-1,513	-	0,902	-	-1,866	-	-2,320	-
	p./z	0,870	-	0,728	-	0,721	-	0,732	-
TAM	β	-47,266	-48,091	3,456	3,519	12,739	12,237	11,837	10,820
	p./z	0,062	0,053	0,625	0,614	0,373	0,384	0,155	0,159
ROA	β	-61,908	-61,005	-4,322	-4,703	81,571	82,475	67,628	69,397
	p./z	0,462	0,464	0,854	0,840	0,087	0,080	0,345	0,328
CRESC	β	-42,869	-42,715	-26,986	27,215	-50,163	-49,875	-26,530	-26,345
	p./z	0,018	0,018	0,000	0,000	0,000	0,000	0,103	0,103
SIC	β							40,160	39,611
	p./z							0,216	0,222
Const.	β	875,669	878,533	52,915	57,378	-56,756	-60,800	-135,339	-132,807
	p./z	0,019	0,018	0,612	0,579	0,788	0,771	0,246	0,252
R2		0,017	0,017	0,044	0,044	0,039	0,039	0,002	0,002
Test F		2,820	3,840	7,410	10,030	6,550	8,790	-	-
Prob>F		0,024	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000	-	-
Wald chi2		-	-	-	-	-	-	7,250	7,250
Prob>chi2		-	-	-	-	-	-	0,202	0,123
Hausman test		0,798	0,604	0,734	0,656	0,744	0,575	0,000	0,000
Observações		786	793	786	793	786	793	786	793
Obs. p/ grupo		144	144	144	144	144	144	144	144

Retirado o setor de atuação serviços, e novamente considerando as proxies EGCG2, EGCG3 e EGCG4 como alternativas a proxy EGCG1. Na Tabela 6(4) são apresentados os resultados.

O índice de governança corporativa (IGG), continuou a apresentar resultados que não se mostraram consistentes e sem nenhum achado de significado estatístico. Quanto ao tamanho da empresa (TAM) apesar dele também não apresentar resultados que se mostrassem consistentes, continuou a apresentar a relação inversa com o EGCG3 com significado estatístico e não apresentou relação como EGCG4. O retorno sobre o ativo (ROA) agora não mais apresenta resultados consistentes, e nem nenhum achado estatisticamente significativo.

Quanto ao crescimento da empresa (CRESC), este também agora não apresenta dados consistentes e com resultados estatisticamente significativos em relação as proxies EGCG1 e

ECGC2, apenas em relação a ECGC4 e novamente com relação inversa, Por fim, o setor de atuação não apresentou resultados consistentes.

Tabela 5 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança B (Painel 2010-2015)

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 2 (EGCG2), eficiência de gestão de capital de giro 3 (EGCG3), eficiência de gestão de capital de giro 4 (EGCG4), índice de gestão de governança (IGG), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera os três setores de atuação apresentados no quadro 3(3).

Variáveis		EGCG2		EGCG3		EGCG4	
		A	B	A	B	A	B
IGG	β	0,961	-	0,000	-	-0,062	-
	p./z	0,256	-	0,987	-	0,029	-
TAM	β	0,214	0,222	-0,626	-0,597	0,107	0,084
	p./z	0,239	0,210	0,000	0,000	0,005	0,020
ROA	β	-0,360	-0,399	-0,763	-0,787	-1,174	-1,122
	p./z	0,611	0,569	0,090	0,076	0,000	0,000
CRESC	β	-0,017	-0,017	-0,093	-0,093	-0,065	-0,065
	p./z	0,666	0,663	0,000	0,000	0,000	0,000
SIC	β	-0,331	-0,518	-0,092	-0,796	-0,158	-0,161
	p./z	0,717	0,562	0,873	0,888	0,047	0,043
Const.	β	-1,777	-0,945	11,633	11,161	-0,407	-0,415
	p./z	0,602	0,776	0,000	0,000	0,465	0,455
R2		0,003	0,002	0,045	0,043	0,009	0,006
Test F		0,780	0,600	10,650	12,940	-	-
Prob>F		0,567	0,664	0,000	0,000	-	-
Wald chi2		-	-	-	-	49,790	45,240
Prob>chi2		-	-	-	-	0,000	0,000
Hausman test		0,291	0,288	0,087	0,077	0,000	0,000
Observações		1384	1397	1384	1397	1384	1397
Obs. p/ grupo		253	253	253	253	253	253

Na Tabela 7(4), estão os resultados do modelo EGCG1, que agora se apresenta com o índice de gestão de governança (IGG) substituído pelas variáveis tamanho do conselho (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato do CEO (MC) e grau de independência do conselho (INDEP).

As variáveis que substituíram o índice de gestão de governança, assim como no resultado anterior também não apresentaram resultados consistentes, apesar da variável grau de independência do conselho (INDEP) apresentar uma relação inversa e com um resultado marginalmente significativo em relação ao prazo médio estoque (PME).

Já em relação ao Tamanho da empresa (TAM), manteve a relação positiva, de resultado estatisticamente significativo com o prazo médio de contas a receber (PMCR) assim como o retorno sobre o ativo (ROA), manteve o resultado estatisticamente significativo e inversamente correlacionado para EGCG1 e para prazo médio de contas a receber (PMCR). Quanto ao crescimento da empresa (CRESC), seus resultados se mantiveram consistentes, porém também não se observou nenhum resultado estatisticamente significativo. O setor de atuação (SIC), continuou a apresentar resultados inconsistentes, e não se observou nenhum resultado estatisticamente significativo.

Tabela 6 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança B1
(Painel 2010-2015)

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 2 (EGCG2), eficiência de gestão de capital de giro 3 (EGCG3), eficiência de gestão de capital de giro 4 (EGCG4), índice de gestão de governança (IGG), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera dois dos três setores de atuação apresentado no quadro 3(3), que são indústria e comércio.

Variáveis		EGCG2		EGCG3		EGCG4	
		A	B	A	B	A	B
IGG	β	0,026	-	0,000	-	-0,566	-
	p./z	0,793	-	0,989	-	0,079	-
TAM	β	0,303	0,302	-0,607	-0,612	0,029	0,010
	p./z	0,278	0,273	0,001	0,001	0,741	0,900
ROA	β	-0,535	-0,502	-0,455	-0,464	0,183	0,201
	p./z	0,565	0,586	0,452	0,438	0,530	0,488
CRESC	β	0,213	0,214	-0,440	-0,046	-1,084	-1,076
	p./z	0,287	0,282	0,731	0,719	0,000	0,000
SIC	β						
	p./z						
Const.	β	-3,321	-3,147	11,174	11,249	0,456	0,400
	p./z	0,421	0,442	0,000	0,000	0,725	0,756
R2		0,004	0,003	0,205	0,021	0,319	0,316
Test F		0,640	0,830	3,330	4,620	74,900	99,530
Prob>F		0,631	0,479	0,100	0,003	0,000	0,000
Wald chi2		-	-	-	-	-	-
Prob>chi2		-	-	-	-	-	-
Hausman test		0,649	0,464	0,127	0,089	0,912	0,714
Observações		786	793	786	793	786	793
Obs. p/ grupo		144	144	144	144	144	144

Sem considerar o setor de atuação de serviços, a Tabela 8(4), apresenta também os resultados do modelo EGCG1, com indicador de gestão de governança (IGG) substituído pelas variáveis tamanho do conselho (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato do CEO

(MC) e grau de independência do conselho (INDEP), desconsiderando o setor de atuação serviço.

Tabela 7 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança C (Painel 2010-2015)

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1), tamanho do conselho de administração (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera os três setores de atuação apresentados no quadro 3(3).

Variáveis		EGCG1		PME		PMCR		PMCP	
		A	B	A	B	A	B	A	B
TCA	β	-11,303	-	-1,434	-	-10,790	-	-1,457	-
	p./z	0,027	-	0,489	-	0,011	-	0,550	-
DAC	β	-1,607	-	-11,730	-	4,950	-	5,924	-
	p./z	0,954	-	0,272	-	0,826	-	0,665	-
MC	β	11,625	-	8,298	-	14,159	-	5,080	-
	p./z	0,673	-	0,463	-	0,536	-	0,696	-
INDEP	β	-20,797	-	-85,419	-	103,212	-	-17,658	-
	p./z	0,799	-	0,007	-	0,119	-	0,657	-
TAM	β	32,599	24,524	1,934	0,844	80,738	73,557	13,253	11,750
	p./z	0,014	0,052	0,824	0,920	0,000	0,000	0,013	0,017
ROA	β	-240,711	-242,368	55,779	58,549	-266,208	-275,959	-4,233	-1,077
	p./z	0,007	0,006	0,100	0,080	0,000	0,000	0,925	0,980
CRESC	β	-9,563	-9,383	-3,294	-3,100	-7,214	-7,298	-0,257	-0,202
	p./z	0,640	0,067	0,083	0,101	0,078	0,073	0,922	0,939
SIC	β	-60,825	-62,354	15,604	12,355	-35,561	-35,617	1,838	1,163
	p./z	0,031	0,028	0,718	0,772	0,243	0,241	0,859	0,911
Const.	β	-126,993	-98,905	100,235	41,047	-1012,470	-884,681	-100,352	-98,515
	p./z	0,543	0,610	0,546	0,795	0,000	0,000	0,233	0,191
R2		0,010	0,004	0,013	0,004	0,000	0,000	0,007	0,003
Test F		-	-	1,920	1,420	-	-	-	-
Prob>F		-	-	0,054	0,226	-	-	-	-
Wald chi2		24,400	19,200	-	-	60,150	52,170	6,820	5,770
Prob>chi2		0,002	0,000	-	-	0,000	0,000	0,555	0,217
Hausman test		0,000	0,000	0,105	0,262	0,000	0,000	0,000	0,000
Observações		1384	1397	1384	1397	1384	1397	1384	1397
Obs. p/ grupo		253	253	253	253	253	253	253	253

Todos os indicadores que substituíram o índice de gestão de governança (IGG), apresentaram resultados inconsistentes e sem nenhum resultado com significância estatística, o mesmo aconteceu com as variáveis tamanho da empresa (TAM) e retorno sobre o ativo (ROA). Já em relação ao crescimento da empresa (CRESC), seus resultados se mantiveram consistentes,

e se observou resultado estatisticamente significativo e negativamente correlacionado com o prazo médio estoque (PME) e o prazo médio contas a receber (PMCR), conforme também já fora observado quando se trabalhou com o IGG sem as empresas de serviços.

Tabela 8 (4): Gestão de Capital de Giro e Gestão de Governança C1 (Painel 2010-2015)

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 1 (EGCG1), tamanho do conselho de administração (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera dois dos três setores de atuação apresentados no quadro 3(3), que são indústria e comércio.

Variáveis		EGCG1		PME		PMCR		PMCP	
		A	B	A	B	A	B	A	B
TCA	β	-2,276	-	-1,335	-	-3,833	-	-2,020	-
	p./z	0,642	-	0,330	-	0,166	-	0,593	-
DAC	β	-37,395	-	-6,187	-	-22,247	-	8,633	-
	p./z	0,124	-	0,363	-	0,105	-	0,667	-
MC	β	-3,870	-	7,148	-	5,190	-	29,813	-
	p./z	0,891	-	0,367	-	0,745	-	0,150	-
INDEP	β	-31,341	-	-31,394	-	-8,849	-	-73,022	-
	p./z	0,749	-	0,251	-	0,873	-	0,328	-
TAM	β	-48,055	-48,091	5,154	3,519	14,235	12,237	13,872	10,820
	p./z	0,060	0,053	0,470	0,614	0,323	0,384	0,095	0,159
ROA	β	-54,686	-61,005	-3,931	-4,703	87,032	82,475	58,525	69,397
	p./z	0,516	0,464	0,868	0,840	0,068	0,080	0,416	0,328
CRESC	β	-41,248	-42,715	-27,123	27,215	-49,382	-49,875	-26,762	-26,345
	p./z	0,023	0,018	0,000	0,000	0,000	0,000	0,101	0,103
SIC	β							38,216	39,611
	p./z							0,231	0,222
Const.	β	933,462	878,533	66,333	57,378	-52,475	-60,800	-120,453	-132,807
	p./z	0,017	0,018	0,542	0,579	0,811	0,771	0,353	0,252
R2		0,021	0,017	0,050	0,044	0,046	0,039	0,019	0,002
Test F		2,000	3,840	4,770	10,030	4,450	8,790	-	-
Prob>F		0,053	0,009	0,000	0,000	0,000	0,000	-	-
Wald chi2		-	-	-	-	-	-	10,940	7,250
Prob>chi2		-	-	-	-	-	-	0,204	0,123
Hausman test		0,880	0,604	0,833	0,656	0,690	0,575	0,000	0,000
Observações		786	793	786	793	786	793	786	793
Obs. p/ grupo		144	144	144	144	144	144	144	144

A Tabela 9(4) apresenta novamente as proxies EGCG2, EGCG3 e EGCG4 que foram apresentadas como alternativas a proxy EGCG1. Com relação as variáveis tamanho do

conselho (TAC), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato do CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), apresentaram resultados que não se mostraram consistentes, contudo o tamanho do conselho (TAC) apresenta uma relação negativa com um resultado marginalmente significativo com a proxy de gestão de curto prazo EGCG4.

**Tabela 9 (4): Determinantes da Gestão de Capital de Giro A
(Painel 2010-2015)**

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 2 (EGCG2), eficiência de gestão de capital de giro 3 (EGCG3), eficiência de gestão de capital de giro 4 (EGCG4), tamanho do conselho de administração (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera os três setores de atuação apresentados no quadro 3(3).

Variáveis	EGCG2		EGCG3		EGCG4		
	A	B	A	B	A	B	
TCA	β	0,051	-	0,321	-	-0,041	-
	p./z	0,238	-	0,243	-	0,006	-
DAC	β	0,071	-	-0,470	-	0,061	-
	p./z	0,751	-	0,741	-	0,466	-
MC	β	0,367	-	-0,111	-	0,025	-
	p./z	0,877	-	0,460	-	0,753	-
INDEP	β	-0,340	-	-0,356	-	0,303	-
	p./z	0,609	-	0,397	-	0,216	-
TAM	β	0,224	0,222	-0,645	-0,597	0,113	0,084
	p./z	0,219	0,210	0,000	0,000	0,003	0,020
ROA	β	-0,491	-0,399	-0,804	-0,787	-1,098	-1,122
	p./z	0,491	0,569	0,075	0,076	0,000	0,000
CRESC	β	-0,018	-0,017	0,093	-0,093	-0,065	-0,065
	p./z	0,649	0,663	0,000	0,000	0,000	0,000
SIC	β	-0,443	-0,518	-0,118	-0,796	-0,157	-0,161
	p./z	0,625	0,562	0,837	0,888	0,049	0,043
Const.	β	-1,253	-0,945	12,125	11,161	-0,840	-0,415
	p./z	0,720	0,776	0,000	0,000	0,163	0,455
R2		0,003	0,002	0,047	0,043	0,011	0,006
Test F		0,540	0,600	6,940	12,940	-	-
Prob>F		0,827	0,664	0,000	0,000	-	-
Wald chi2		-	-	-	-	53,220	45,240
Prob>chi2		-	-	-	-	0,000	0,000
Hausman test		0,383	0,288	0,086	0,077	0,000	0,000
Observações		1384	1397	1384	1397	1384	1397
Obs. p/ grupo		253	253	253	253	253	253

O tamanho da empresa (TAM), também não apresentou resultados que se mostrassem consistentes, porém relação negativa com resultado estatisticamente significativo com as proxies de gestão de curto prazo EGCG3 e uma relação positiva, corroborando com resultado obtido quando foi considerado o IGG. Já o retorno sobre o ativo (ROA), apesar também dos resultados inconsistentes, apresentou novamente uma relação negativa e estatisticamente significativa com a proxy de gestão de curto prazo EGCG4.

Agora o crescimento da empresa (CRESC) apresenta relação positiva com a proxy de gestão de curto prazo EGCG3, diferentemente do observado quando se trabalhou com o IGG, mas manteve a relação negativa com proxy de gestão de curto prazo EGCG4. O setor de atuação (SIC), apresentou resultados que não se mostraram consistentes.

Sem considerar o setor de atuação serviços, a Tabela 10(4) apresenta as proxies EGCG2, EGCG3 e EGCG4 que foram apresentadas como alternativas a proxy EGCG1, se apresenta com indicador de gestão de governança (IGG) substituído pelas variáveis tamanho do conselho (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato do CEO (MC) e grau de independência do conselho (INDEP). Relativo a essas variáveis estas não apresentaram resultados que não se mostraram consistentes.

**Tabela 10 (4): Determinantes da Gestão de Capital de Giro B
(Painel 2010-2015)**

As variáveis investigadas foram: eficiência de gestão de capital de giro 2 (EGCG2), eficiência de gestão de capital de giro 3 (EGCG3), eficiência de gestão de capital de giro 4 (EGCG4), tamanho do conselho de administração (TCA), dupla atribuição do CEO (DAC), mandato CEO (MC), grau de independência do conselho (INDEP), tamanho da empresa (TAM), retorno sobre o ativo (ROA), crescimento da empresa (CRESC), setor de atuação (SIC). A caracterização operacional das variáveis é apresentada na seção 3.3. São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), da estatística do *p*-valor. Os coeficientes foram estimados com painel desbalanceado com efeito fixo e variável, estando em negrito os valores estatisticamente significativos. A coluna A considera o modelo com a participação do índice de gestão de governança e a coluna B considera o modelo apenas com as variáveis de controle. A tabela considera dois dos três setores de atuação apresentados no quadro 3(3), que são indústria e comércio.

Variáveis		EGCG2		EGCG3		EGCG4	
		A	B	A	B	A	B
TCA	β	0,092	-	0,290	-	-0,026	-
	p./z	0,089	-	0,408	-	0,116	-
DAC	β	0,110	-	-0,315	-	0,012	-
	p./z	0,068	-	0,071	-	0,879	-
MC	β	-0,145	-	-0,181	-	0,032	-
	p./z	0,642	-	0,371	-	0,743	-
INDEP	β	0,205	-	-1,242	-	-0,040	-
	p./z	0,849	-	0,077	-	0,905	-
TAM	β	0,235	0,302	-0,652	-0,612	0,031	0,010
	p./z	0,404	0,273	0,000	0,001	0,726	0,900
ROA	β	-0,528	-0,502	-0,447	-0,464	0,192	0,201
	p./z	0,570	0,586	0,460	0,438	0,512	0,488
CRESC	β	0,227	0,214	-0,029	-0,046	-1,081	-1,076
	p./z	0,256	0,282	0,822	0,719	0,000	0,000
SIC	β						
	p./z						
Const.	β	-2,898	-3,147	12,905	11,249	0,311	0,400
	p./z	0,500	0,442	0,000	0,000	0,818	0,756
R2		0,009	0,003	0,029	0,021	0,319	0,316
Test F		0,850	0,830	2,760	4,620	42,510	99,530
Prob>F		0,548	0,479	0,007	0,003	0,000	0,000
Wald chi2		-	-	-	-	-	-
Prob>chi2		-	-	-	-	-	-
Hausman test		0,350	0,464	0,149	0,089	0,952	0,714
Observações		786	793	786	793	786	793
Obs. p/ grupo		144	144	144	144	144	144

Em relação ao tamanho da empresa (TAM) apesar dele também não apresentar resultados que se mostrassem consistentes, continuou a apresentar a relação inversa com o ECGC3 com significado estatístico corroborando com achado anterior. O retorno sobre o ativo (ROA) não apresenta resultados consistentes, e nenhum achado estatisticamente significativo.

Quanto ao crescimento da empresa (CRESC), este também não apresenta dados consistentes e com resultados estatisticamente significativos em relação as proxies ECGC1 e ECGC2, apenas em relação a ECGC4 e novamente com relação inversa e o setor de atuação não apresentou resultados consistentes.

5 Considerações Finais

Considerando que dentro da literatura de finanças corporativas ainda não existem teorias bem delineadas acerca da gestão do capital de giro, ademais esse é um tema pouco abordado e o resultado de pesquisas nessa área dificilmente chega a um consenso. Aliar a gestão do capital de giro a governança corporativa é um desafio que vem sendo ultrapassado por alguns estudos internacionais que assim como a presente tese tratam da influência da governança corporativa na gestão do curto prazo. Tal tema vem despertando o interesse de pesquisadores, no intuito de aprofundar o conhecimento nas análises que envolvem tais questões, já que reconhecer a possibilidade dessa influência garante uma visão diferenciada acerca de como conduzir a gestão. Desta feita, a presente tese buscou investigar a influência de mecanismos da governança corporativa sobre a gestão do capital de giro das empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2015.

Com o objetivo de investigar a influência de mecanismos de governança corporativa sobre a gestão do capital de giro das empresas, foram realizadas dez questões objetivas com o intuito de se obter um indicador que na sua essência traga indagações pertinentes à atuação do Conselho de Administração, a partir dos padrões do Código das Melhores Práticas da Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), considerando ser este um importante instrumento para monitorar os executivos na medida em que as decisões sejam tomadas coletivamente, inibindo interesses individuais. A primeira faz referência ao tamanho do conselho de administração, que no ano de 2015 76,83% dos conselhos da amostra atendiam aos padrões estabelecidos pelo IBGC, a segunda considera a dupla atribuição do CEO (chief executive officer), foi observado que no período da amostra o quantitativo de empresas que não possui a dupla atribuição vem crescendo e atingiu em 2015 87,80%, a terceira pergunta está relacionada ao prazo de mandato do presidente do conselho de administração e os padrões estabelecidos pelo IBGC, a quarta faz referência a existência de conselheiros independentes na composição do conselho das empresas que compõem a amostra. A quinta questão diz respeito a apresentação da composição e experiência profissional do conselho da administração, da diretoria e do conselho fiscal. A sexta pergunta do questionário está relacionada a existência de comitê estatutário nas empresas. A sétima questão, aborda se as empresas possuem comitês de auditoria, financeiro e de remuneração, a oitava, nona e décima dizem respeito a remuneração aos conselheiros, ou seja, se é remunerado, se recebe

algum tipo de bônus e se tem participação nos resultados, com isso foi atendido o primeiro objetivo, onde foi mensurado o nível de gestão de governança por meio da *proxy* IGG.

Buscando verificar se o IGG influencia na gestão do capital de giro, foram realizadas análise de regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado, onde primeiramente se considerou a *proxy* da gestão do capital de giro, o índice, as variáveis que tratam do conselho de administração e que substituíram o índice, como forma de comparação, e as variáveis de controle. Também como comparativo, mais três proxies da gestão do capital de giro foram consideradas.

A partir dos resultados obtidos através das estimações dos dados em painel desbalanceado, pode-se mencionar que há pouca influência do Índice de Gestão de Governança (IGG) na gestão do curto prazo, consideradas a duas amostras, a que contemplava os três setores de atuação e aquela que retirava serviços. Também é possível dizer que a *proxy* ECGC4 foi quem mais explicou o modelo quando considerada a retirada das empresas do setor de serviço da amostra.

O presente estudo traz uma contribuição a literatura financeira de curto prazo com foco há governança corporativa, considerando as seguintes frentes:

- a) quando descreve as práticas de gestão de capital de giro das empresas brasileiras por setor de atuação; e
- b) quando compara as mencionadas práticas com um índice de gestão de governança com intuito de se verificar a influência deste na gestão de capital de giro

Como sugestão para estudos futuros, pode-se trabalhar com agrupamentos de empresas dentro dos seus respectivos setores de atuação como outra linha de pesquisa a ser investigada com o intuito de para entender como essas variáveis se comportam. Em adição, também se poderia comparar os resultados com outros países.

Referências

AFZA Talat. NAZIR, Mian Saiid. Is it better to be aggressive or conservative in managing Working capital? **Journal of Quality and Technology Management**, v. 3, n. 2, p. 11-21, 2007.

AFZA Talat. NAZIR, Mian Saiid. Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. **The IUP Journal of Applied Finance**, Vol. 15, No. 8, pp. 19-30, August 2009.

AGRAWAL, A; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.

ALLGOOD, S.; FARREL, K. The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and turnover. **The Journal of Financial Research**, v. 23, n. 3, p. 373-390, 2000.

ALMEIDA, J. R. de. **Gestão do capital de giro, acesso a financiamentos e valor da empresa**. Dissertação de Mestrado. 2010. Dissertação - EAESP/FGV, 2010.

ALMEIDA, J. R. e EID Jr., W. Access to Finance, Working Capital Management and Company Value: Evidences from Brazilian Companies listed on BM&FBOVESPA. **Journal of Business Research**, v.67, n.5, p.924-934, 2014.

ANGRIAWAN, A. & ABEBE, M. (2011). Chief Executive background characteristics and environmental scanning emphasis: An empirical investigation. **Journal of Business Strategies**, 28(1), 75–96.

APPUHAMI, B.A.R. The impact of firm's capital expenditure on working capital management: an empirical study across industries in Thailand. **International Management Review**, v. 4, n. 1, p. 11-24, 2008.

ASHBY, A. Do's and Don't's for Good Cash Management. **Financial Executive**, v. 21, n. 8, p. 58-60, 2005.

ASSAF NETO, A.; Silva, C. A. T. **Administração de capital de giro**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

AUTUKAITE, R. e MOLAY, E. Cash Holdings, **Working Capital, and Firm Value: Evidence from France**. International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 11-13, 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1836900>.

BAINBRIDGE, Stephen M. Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance. **Social Science Research Network Eletronic Library**. Working Paper, 2002.

BAÑOS-CABALLERO, S.; GARCIA-TERUEL, P.J.; MARTINEZ-SOLANO, P.M. Working Capital Management in SMEs. **Accounting & Finance**, v. 50, n. 3, p. 511-527, 2010.

BARKER III, V.; MUELLE, G. CEO characteristics and firm R&D spending. **Management Science**, v. 48, n. 6, p. 782–801, 2002.

BHAGAT, S.; BLACK, B. **Board independence and long term firm performance**. New York, Columbia Law School, 2000. Working paper n. 143.

BOISJOLY, R. P. The Cash Flow Implications of Managing Working Capital and Capital Investment. **Journal of Business & Economic Studies**, v. 15, n. 1, p.98-108, 2009.

BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DERMIRGUC-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. Capital Structure in Developing Countries. **The Journal of Finance**. v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

BRAGA, R. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

BRAGA, R.F. **Análise avançada do capital de giro**. Caderno de Estudos, São Paulo, n. 3, set. 2008.

BRATTON, W. W.; MCCAHERY, J. A. Comparative corporate governance and the theory of the firm: the case against global cross reference. **Columbia Journal of Transnational Law**, v. 38, n. 2, 1999.

BRIGHAM E.F.; EHRHARDT M. C. **Financial Management: Theory and Practice** (11th Edition). New York: South-Western College Publishers, 2004.

BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C., EHRHARDT M, C. **Administração Financeira – Teoria e Prática**. São Paulo: 2001.

CARVALHO, Claudinê Jordão de; SCHIOZER, Rafael Felipe. Gestão de capital de giro, um estudo comparativo entre práticas de empresas brasileiras e britânicas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.16, n.4, p. 518-543, jul/ago., 2012.

CHAKRABORTY, K. Working capital and profitability: an empirical analysis of their relationship with reference to selected companies in the Indian pharmaceutical industry. **The Icfai Journal of Management Research** 7(12), 41-59, 2008.

CHARITOU, Melita Stephaniu., ELFANI, Marita., LOIS, Petros. The effect of Working Capital Management on firms Profitability: Empirical evidence from an Emerging Market. **Journal of Business and Economic Research**. Vol .8, No. 12, pp. 63 -68, 2010.

CHATTERJEE, Saswata. **The Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Listed Companies in the London Stock Exchange**. Working Paper, 2010. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=1587249>>

CHING, Hong Yuh; NOVAZZI, Ayrton; GERAB, Fábio. Relationship between Working capital management and profitability in brazilian listed companies. **Journal of Global Business and Economics**. Vol 3 N.1. July 2011.

CHIOU, J.; CHENG, L.; WU, H. The determinants of working capital management. **The Journal of American Academy of Business**, Cambridge, v. 10, n. 1, p. 149-155, 2006.

CHRISTOPHER, S. B., KAMALAVALLI, A. L. (2009). **Sensitivity of profitability to Working capital management in Indian corporate hospitals.** Available: <http://ssrn.com/abstract=1331500> Acesso em: 20 set. 2015

COFFEE, J. C. **The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control.** New York, Columbia Law School, 2001. Working paper n.182.

CORREIA, L. F. **Um índice de governança para empresas no Brasil. 2008.** 271 p. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, Laise Correia. F; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./abr. 2011.

COSSIN, D.; HRICKO, T. The benefits of holding cash: a real options approach, **Managerial Finance**, Vol. 30 No. 5, pp. 29-43, (2004).

DAHYA, J.; TRAVLOS, N.G. Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited, **European Financial Management**, Vol. 6 No. 1, pp. 461-83, 2000.

CRON, W.; SLOCUM, J. The influence of career stages on salespeople's job attitudes, work perceptions, and performance. **Journal of Marketing Research**, v. 23, n. 3,p. 119-129, 1986.

DARUN, Mohd Ridzuan. **The Determinants of Working Capital Management Practices: A Malaysian Perspective.** 190 p. Thesis - Lincoln University, New Zealand, 2011.

DASH, M.; HANUMAN, R. **A liquidity-profitability trade-off model for working capital management.** Alliance Business School, v. 7, 2009.

DE ANDRES, P. A., AZOFRA, V. e LOPEZ, F. Corporate boards in some OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness, Corporate Governance. **An International Review**, 13, 197-210, 2005.

DELOOF, M. Does working capital management affects profitability of Belgian firms? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3, p. 573-587, 2003.

DITTMAR, A., MAHRT-SMITH, J.; SERVAES, H. International corporate governance and corporate cash holdings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 3 No. 1, pp. 111-33, 2003.

DONG, H., SU, J. The relationship between working capital management and profitability: A Vietnam case. **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue 49, 2010.

DROBETZ, W.; GRUNINGER, M. C. Corporate cash holdings: evidence from Switzerland. **Financial Markets Portfolio**, Vol. 21, pp. 293-324, 2007.

EISENBERG, T., SUNDGREN, S. e WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, pp. 35-54, 1998.

EITZEN, D.; YETMAN, N. Managerial change, longevity, and organizational effectiveness. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 1, p110-116, 1972.

ELJELLY, Ama. Liquidity – Profitability trade off: An Empirical investigation in an Emerging market. **International Journal of Commerce and Management**. Vol, 14, NO. 2, pp. 48 – 61, 2004.

ETIENNOT, H.; PREVE, L. A.; SARRIA ALLENDE, V. Working capital management: an exploratory study. **Journal of Applied Finance**, n.1, p. 162-175, 2012.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F., JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law & Economics**, Vol. 26, pp. 327-49, 1983.

FIEGENER, M.; NIELSEN, J.; SISSON, J. Tenure characteristics of outside directors and financial performance: Results from the banking industry. **American Business Review**, v. 14, n. 1, p. 89-96, 1996.

FILBECK, G.; KRUEGER T. An analysis of working capital management results across industries. **Mid-American Journal of Business**, v. 20, n. 2, p. 11-18, 2005.

FILBECK, G.; KRUEGER, T.; PREECE, D. CFO Magazine´s working capital survey: do selected firms work for shareholders? **Quarterly Journal of Business and Economics** 46(1), (2007).

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. Top Management Team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. **Administrative Science Quarterly**, v. 35, n. 3, p. 484-503, 1990.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo Fleuriet - a dinâmica financeira das empresas**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GANESAN, V. An Analysis of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry. **Rivier Academic Journal**, (3), 1-10, 2007.

GARCIA, J.; MARTINS. F.; BRANDÃO, E. **The Impact of Working Capital Management upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies**. 2011. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=2165210>>.

GARCIA-TERUEL, P.J.; MARTINEZ-SOLANO, P.M. Effects of working capital management on SME profitability. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, n. 2, p. 164-177, 2007.

GARCIA-TERUEL, P.J. Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. **International Small Business Journal**. v. 28, n. 3, pp. 215–233, 2010.

GARDNER M J, MILLS D. L., POPE R. A. “Working Capital Policy and Operating Risk: An Empirical Analysis”. **Financial Review**, Vol. 21, No. 3, p. 31, 1986.

GEDDES, R.; VINOD, H CEO tenure, Board composition, and regulation. **Journal of Regulatory Economics**, v. 21, n. 2, p. 217-235, 2002.

GENTRY, J. A., State of the Art of Short-Run Financial Management. **Financial Management**, Summer 1988, pp. 41-57.

GHOSH, S. K. MAJI, S. G. “**Working Capital Management Efficiency: A study on the Indian Cement Industry**”. The Institute of Cost and Works Accountants of India, 2003.

GILL, Amarjit S., BIGER, Nahum. The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. **Managerial Finance Journal**, 2012. Vol. 39 No. 2, pp. 116-132, 2013.

GILL, Amarjit S., BIGER, Nahum, MATHUR, Neil. The relationship between working capital management and profitability: evidence from the United States. **Business and Economic Journal**, 2010.

GILL, A.; MATHUR, N. The impact of board size, CEO duality, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms. **Journal of Applied Finance and Banking**, Vol. 1 No. 3, pp. 83-95, 2011.

GILL, Amarjit., SHAH, Charul. “Determinants of corporate cash holdings: evidence from Canada”. **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 4 No. 1, pp. 70-9, 2012.

GITMAN L. J. **Principles of Managerial Finance**. 11th Edition. New York: Addison Wesley Publishers, 2005.

_____. Estimating Corporate Liquidity Requirements: A Simplified Approach. **The Financial Reviews**, 9(1),79-88, 1974.

GUPTA M. C. The Effects of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies. **Journal of Finance**, Vol. 24, No. 3, pp. 517-529, 1969.

GUPTA M. C., HUEFNER R. J. A Cluster Analysis Study of Financial Ratios and Industry Characteristics. **Journal of Accounting Research**, Vol. 10, No. 1, pp. 77-95, 1972.

HALL, B. J; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats? **Quarterly Journal of Economics**, v. 103, n. 3, p. 653-691, 1998.

HAMBRICK, D.; FUKUTOMI, G. The seasons of a CEO's tenure. **Academy of Management Review**, v. 16, n. 4, p. 719-742, 1991.

HARFORD, J., MANSI, S. A., MAXWELL, W.F. Corporate governance and firm cash holdings in the US. **Journal of Financial Economics**, Vol. 87 No. 3, pp. 535-55, 2008.

HARRIS, A. Working Capital Management: Difficult, But Rewarding. **Financial Executive**, v. 21, n. 4, pp. 52-53, 2005.

HAYAJNEH, O. S.; YASSINE, F. L. A. The impact of working capital efficiency on profitability: an empirical analysis on Jordanian manufacturing firms. **International Research Journal of Finance & Economics**; n. 66, p. 67, 2011.

HENDERSON, A.; MILLER, D.; HAMBRICK, D. How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure and company performance. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 5, p. 447-460, 2006.

HILL, C.; PHAN, P. CEO tenure as a determinant of CEO pay. **Academy of Management Journal**, v. 34, p. 707-17, 1991.

HILL, M. D., Kelly, G. W. & Highfield, M. J. Net operating working capital behavior: a first look. **Financial Management**, 783-205, 2010.

HOWORTH, C.; WESTHEAD, P. The focus of working capital management in UK small firms. **Management Accounting Research**, 14(2), 94-111. (2003). Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=414820>>

IBENTA, S. N. **Investment analysis and financial management strategy** (p. 45). Enugu: Institute for Development Studies, 2005.

JAW, Y; LIN, W. Corporate elite characteristics and firm's internationalization: CEO-level and TMT-level roles. **The International Journal of Human Resource Management**, 20(1), 220-233, 2009.

JENG, Ren (2006); MOUSSAWI et al. (2006) de Valipour Relação esperadas das variáveis olhar todos os autores e baixar mais para que possa melhor fazer essas tabelas.

JENSEN; MECKLING, W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael. Agency costs of the free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review** 76, 323-329, 1986.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

_____. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. 1st. ed. Boston: Harvard University Press, 2001. 320p.

_____; MURPHY, K. Performance pay and topmanagement incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JORDAO DE CARVALHO, Claudine. **Um Ensaio em Gestão de Capital de Giro em Micros e Pequenas Empresas**. 205 f. Tese (Doutorado em Administração) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2012.

KAPLAN, S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 3, p. 510-546, 1994.

KARADUMAN, Hasan Agan.; AKBAS, Halil.; CALISKAN, Arzu. The relationship between working capital management and profitability: evidence from an emerging market. **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue 62, 2011.

KATO, T; KIM, W; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, n. 1, p. 36-55, 2007.

KHAN, Majid Imdad; AKASH, Rana Shahid Imdad; HAMID, Kashif; HUSSAIN, Faryad. Working Capital Management and Risk- Return Trade off Hypothesis: Empirical Evidence from Textile Sector of Pakistan. **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, ISSN 1450-2275 Issue 40. 2011.

Kyereboah-Coleman, Anthony. Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective. **African Development Review**. V. 19, Issue 2, 2007

KIM, Chang-Soo; MAUER, David C.; SHERMAN, Ann E. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.33, n.3, p.335-359, 1998.

KIM, Y. H., CHUNG, K. H. An integrated evaluation of investment in inventory and credit: a cash flow approach. **Journal of Business Finance and Accounting** 17, 381-390, 1990.

KUAN, T. H.; LI, C. S.; CHU, S. H. Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. **Journal of Business Research**, Vol. 64 No. 7, pp. 757-64, 2011.

KUTZ, M. (2008). Toward a conceptual model of contextual intelligence: A transferable leadership construct. **Leadership Review**, 8, 18–31.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER Andrei e VISHNY, Robert W. Legal Determinants of External Finance The Journal of Finance Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, pp. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER Andrei e VISHNY, Robert W. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LAU, J.; BLOCK, J. H. (2012), “**Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms**”, **Corporate Ownership and Control**, pp. 1-40, Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=2000175>>.

LAZARIDIS, I. e TRYFONIDIS, D. Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. **Journal of Financial Management and Analysis**, v.19, n.1, p.26-35, 2006.

LAWRENCE D. Brown & MARCUS L. Caylor, Corporate Governance and Firm Valuation. 25 **J. Acct. & Pub. Pol'y** 409, 411 (2006).

LEUZ, C. Cross listing, bonding and firm's reporting incentives: a discussion of lang, Raedy and Wilson. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1-2, p. 285-299, 2006.

_____; NANDA, D; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an International comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n.3, p.505-527, 2003.

LIPTON, M.; LORSCH, J.W. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, Vol. 48 No. 1, pp. 59-78, 1992.

LAMBERSON, M., Changes in Working Capital of Small firms in relation to changes in economic activity. **Mid – American**, 1995.

LYROUDI, K.; LAZARIDIS, J. **The Cash Conversion Cycle And Liquidity Analysis of The Food Industry in Greece**. 2000. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=236175>>

MANOORI, E. e MUHAMMAD, D. Determinants of Working Capital Management: Case of Singapore firms. **Research Journal of Finance and Accounting**, v.3, n.11, p.15-23, 2012.

MANN, O. A. Working capital for rate-making purposes. **Journal of Accountancy**, 26(5), 340-342, 1918.

MATHUVA, David M. The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms. **Research Journal of Business Management** 4(1): 1-11, 2010.

MATIAS, Alberto Borges. **Finanças Corporativas de Curto Prazo**. São Paulo. Ed Atlas, 2006.

McCONNELL, J. L; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 595-612, 1990.

MILLER, D. Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. **Management Science**, v. 37, n. 1, p. 34-52, 1991.

MILLER, D.; SHAMSIE, J. Learning across the life cycle: Experimentation and performance among the Hollywood studio heads. **Strategic Management Journal**, 22(8), 725–745, 2001.

MINTZ, S. The working capital survey in details. **Chief Financial Officer**, v. 15, n.7, p. 55-68, 1999.

MOHAMAD, N. E. A. B; SAAD, B. M. N. Working capital management: the effect of Market valuation and profitability in Malaysia. **International Journal of Business and Management**, vol. 5, no. 11, page 140-147, 2010.

MOSCU, Raluca-Georgiana. Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? **International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences**. January Vol. 2, No. 1, ISSN: 2226-3624, 2013.

MOYER R.C.; McGUIGAN JR.; KRETLOW, W. J. **Contemporary Financial Management** (10th Edition). New York: South-Western College Publication, 2005.

NADIRI, M. I. The determinants of real cash balances in the US total manufacturing sector. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 83 No. 2, pp. 173-96, 1969.

NG, C. K., SMITH, J. K., SMITH, R. L. Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade. **The Journal of Finance**, 54(3), 1109–1129. (1999). Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/222436>>

NOBANEE, H., ALHAJAAR, M. **A note of working capital management and corporate profitability of Japanese firms**. July, 2009.
Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1433243>>.

_____, H.; ABDULLATIF, M. e ALHAJJAR, M. Cash Conversion Cycle and Firm's Performance of Japanese Firms. **Asian Review of Accounting**, v. 19, n. 2, p.147-156, 2011.

NUNN, Kenneth P The strategic determinants of working capital: a product-line perspective. **The Journal of Financial Research**, v. 4, n. 3, p. 207-219, 1981.

NWANKWO, O. Dimensions of financial management (p. 451). Enugu: **Jones Communication and Publishers**, 2005.

OGUNDIPE, Sunday. E.; IDOWU Abiola; OGUNDIPE, Lawrencia. O. Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria. **World Academy of Science, Engineering and Technology** 61, 2012.

OHNSTON, J. Tenure, promotion and executive remuneration. **Applied Economics**, v. 34, n. 8, p. 993-997, 2002.

PADACHI, K.. Trends in working capital management and its impact on firm's performance: an analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. **International Review of Business Research Papers**, v. 2, n. 2, p. 45-58, 2006.

PUFFER, S.; WEINTROP, J. Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 1, p. 1-19,1991.

PALOMBINI, N. V. N.; NAKAMURA, W. T.; JESUS, M.; BASTOS, D. D. **O impacto da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade no mercado brasileiro análise de regressão com painel de dados no período de 2000 a 2008**. In: XXVII Congresso Brasileiro de Custos, 2010, Belo Horizonte. Anais do XXVII Congresso Brasileiro de Custos, 2010.

PALOMBINI, N. V. N.; NAKAMURA, W; The Determinant factors of working capital management in the Brazilian Market. **RAE**, v. 52, n. 1, p. 055-069, 2012.

PAPADAKIS, V.; BARWISE, P. Strategic decision. **Kluwer Academic Publishers**. Boston, 1998.

PIMENTEL, R. C.; LIMA, I. S. Relação trimestral de longo prazo entre os indicadores de liquidez e de rentabilidade: a evidência de empresas fazem setor têxtil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 46, n. 3, p. 275-289, jul./set. 2011.

PIMENTEL, R. C.; BRAGA, R.; CASA NOVA, S. P. de C. Interação entre rentabilidade e liquidez: um estudo exploratório. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, 2005.

PINCHES G.E. **Essentials of Financial Management** (4th Edition). New York: HarperCollins College Division, 1991.

PUSHPA, Negi. SANKPAL, Shilpa; CHAKRABORTY, Anindita; MATHUR, Garima. **Working capital management and firm's performance: a study of Indian manufacturing companies**. 2010. Disponível em:
<www.thefreelibrary.com/_/print/PrintArticle.aspx?id=233291552> Acesso em: 10. Dez. 2015.

QUAYYUM, Sayeda Tahmina. Relationship between Working Capital Management and Profitability in Context of Manufacturing Industries in Bangladesh. **International Journal of Business and Management** Vol. 7, No. 1; January 2012.

RAFUSE, M. E. Working Capital Management: An Urgent Need to Refocus. **Journal of Management Decision**, v. 34, n 2, p. 59 - 63, 1996.

RAHEMAN, Abdul., AFZA, Talat., QAYYM, Abdul., MAHMOOD, Ahmad. Working Capital Management and Corporate performance of manufacturing sector in Pakistan. **International Research Journal of Finance and Economics**. Issue 47, pp. 151 – 16, 2010.

RAHEMAN, Abdul. NASR, Mohamed. Working Capital Management And Profitability – Case of Pakistani Firms. **International Review of Business Research Papers** Vol.3 No.1, Pp.279 - 300, March 2007.

RAJESH, M.; REDDY. Impact of working capital management on firms profitability. **Global Journal of Finance and Management**. Volume 3, N.1, pp.151-158, 2011.

RAMACHANDRAN, A.; JANAKIRAMAN, M. The relationship between working capital management efficiency and ebit. **Managing Global Transitions**, v. 7, n. 1, p. 61-74, 2009.

RAPPAPORT, A. Review of Financial Management and Policy. **The Accounting Review**, 44(4), 874–876, 1969. Disponível em:< <http://www.jstor.org/stable/243706>>

REED, R. & REED, M. (1989). CEO experience and diversification strategy fit. **Journal of Management Studies**, 26(3), 251–270.

RICHARDS, V. D.; LAUGHLIN, E. J. A. Cash conversion cycle approach to liquidity analysis. **Financial Management**, v. 9, n. 1, p. 32-38, 1980.

ROCHA, T. A. R.; SOUSA, A. M.; LUPORINE, C. E. M. **Relação entre indicadores de capital de giro e lucratividade das empresas listadas na BM&FBovespa**. In: XIV SEMEAD São Paulo: São Paulo, 2012. Acesso em: 5 set. 2015.

ROSS, Stephen A. WESRTERFIELD, Randolph W. JORDAN, Bradford D. **Princípios da Administração Financeira**. Tradução Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi; revisão técnica Antonio Zoratto Sanvicente. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

ROSS, Stephen A. WESRTERFIELD, Randolph W. JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

ROVENPOR, J. The relationship between four personal characteristics of chief executive officers (ceos) and company merger and acquisition activity. **Journal of Business and Psychology**, v. 8, n. 1, p. 27-55, 1993.

SANTIAGO-CASTRO, M.; BAEK, H. Board composition and firm performance of large Latin American firms: An exploratory view. **Latin American Business Review**, v. 4. n. 2, p. 1-19, 2003.

SADDOUR, K. (2006), “**The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms**”, **CEREG**, pp. 1-33, available at: www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200606.pdf (acesso em 3 de junho de 2016).

SABRI, Tamer Bahjat. The impact of working capital on the value of the company in light of differing size, growth, and debt. **BEH- Business and Economic Horizons**. Vol 7. Issue 1. Pp. 27-41. June 2012.

SATHYAMOORTHY, C. R; WALLY -DIMA, L. B. Working capital management: the case of listed retail domestic companies in Botswana. **The Icfai Journal of Management Research**, v. 7, n.5, p.7-24, 2008

SCHIFF, M. LIEBER, Z., A model for the integration of credit and inventory management.” **The Journal of Finance** 29, 133-140, 1974.

SHEN, W. CANNELLA Jr., A. Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, post-succession senior executive turnover, and departing CEO tenure. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 4, p. 717-733, 2002.

SHIN, H. H. e SOENEN, L. S. Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. **Financial Practice and Education**, p. 37-45, fall/winter 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY. R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n.3, p. 461-488, 1986.

SIDDIQUEE, M. M., KHAN, S. M.. **Analyzing working capital performance: Evidence from Dhaka Stock Exchange (DSE)**. 2009. Disponível em:< <http://ssrn.com/abstract=1374210>>

SILVEIRA, Alexandre di Miceli. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. Di M. da et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./dez. 2004.

SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. B. C. de; FAMÁ, R. **A qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil?** In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 29., 2005, Brasília. Anais... Brasília: ANANPAD, 2005. 1 CD-ROM.

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SIMSEK, Z. CEO tenure and organizational performance: An intervening model. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 6, p. 653-662, 2007.

SMITH, Keith V. State of the Art of Working Capital Management. **Financial Management** Vol. 2, No. 3 pp. 50-55, 1973. Disponível em:<www.jstor.org/stable/3664987>.

SMITH, K. **Profitability versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management, in Readings on the Management of Working Capital**, West Publishing Company. St. Paul, New York, 1980.

SMITH, M. Beaumont, BEGEMANN, E. Measuring Association between Working Capital and Return on Investment, South African. **Journal of Business Management**, Vol 28 No 1, 1997.

SOARES NETO, Aderson de Castro; POZO, Hamilton; TACHIZAWA, Takeshy. O capital de giro como componente de um modelo de gestão no contexto das micro e pequenas empresas: estudo em um segmento empresarial (cluster) da indústria têxtil. **REUNA**. Belo Horizonte, v.16, n.2, p. 53-70, Mai.-Jun. 2011.

SOENEN, L. A. Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability. **Journal of Cash Management**. 13, 53-57, 1993.

TALHA, M.; CRISTOPHER, S. B.; KAMALAVALLI, A. L. Sensitivity of profitability to working capital management in Indian corporate hospitals. **International Journal of Managerial and Financial Accounting**, v. 2, n. 3, p.213 – 227, 2010.

TITMAN S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **Journal of Finance**, 43, pp. 1-19, 1988.

TSAI, W.; HUNG, J.; KUO, Y.; KUO, L. CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: An Agency Theory perspective. **Family Business Review**, v. 19, n.1, p. 11-28, 2006.

VAHID, Taghizadeh Khanqah; MOHSEN, Akbari Khosroshahi; MOHAMMADREZA, Ebrati. The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: Evidence from Iranian Companies. **International Research Journal of Finance and Economics**. 2012.

VALIPOUR, H., MORADI, J.; FARSI, F. D. The impact of company characteristics on working capital management. **Journal of Applied Finance and Banking**, Vol. 2 No. 1, pp. 105-25, 2012.

VAN HORNE, James C. A Risk-Return analysis of a firm's working capital position. **The Engineering Economist**, 1969.

VISHNANI, S.; BHUPESH, K. S. Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance- An Empirical Study. **Global Business Review**. 8: 267-281, 2007.

ZARIYAWATI, M.; TAUFIQ, H.; SAZALI, A. Determinants of Working Capital Management: Evidence from Malaysia. **International Conference on Financial Theory and Engineering**, (pp. 190-194). Dubai, 2010.

ZHOU, X. Executive compensation and managerial incentives: a comparison between Canada and the United States. **Journal of Corporate Finance**, v. 5, n. 3, p. 277-301, 1999.

WEINRAUB H.J. VISSCHER. Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies. **Journal of Financial and Strategic Decision** 11(2): 11-18, 1998.

WU, S.; LEVITAS, E.; PRIEM, R. CEO tenure and company invention under differing levels of technological dynamism. **Academy of Management Journal**, v. 48, n. 5, p.859-873, 2005.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, Vol. 40 No. 2, pp. 185-211, 1996.

ANEXO A – Composição do Índice de Governança Corporativa

Questões		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Estrutura de Governança		Respostas positivas (%)					
1	Tamanho do Conselho de Administração atende aos padrões do IBGC?	76,50%	74,17%	72,95%	77,73%	74,61%	76,83%
2	Existe Dupla Atribuição do CEO (<i>chief executive officer</i>)?	70,51%	76,25%	80,33%	84,21%	85,94%	87,80%
3	Mandato CEO (<i>chief executive officer</i>) atende aos padrões do IBGC?	68,38%	69,58%	68,85%	69,23%	69,53%	71,54%
4	Possui conselheiros independentes?	42,74%	52,50%	56,56%	61,33%	60,32%	62,20%
5	Divulga composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal?	97,44%	97,50%	97,54%	98,38%	97,66%	98,78%
6	Possui comitês estatutários?	38,46%	41,67%	43,44%	46,96%	47,66%	49,59%
7	Possui Comitês de Auditoria, Financeiro e de Remuneração?	32,91%	36,67%	37,70%	39,68%	39,06%	41,46%
8	Conselheiros são remunerados?	94,02%	95,00%	95,49%	95,95%	94,92%	95,93%
9	Conselheiros recebem bônus?	4,27%	5,00%	5,74%	4,45%	4,69%	6,50%
10	Conselheiros participam no resultado?	5,98%	6,67%	5,74%	5,67%	5,08%	6,10%

ANEXO B - Índice de Gestão de Governança Corporativa

Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aco Altona	5	5	6	6	6	6	Comgas	7	7	7	7	7	7
Aes Elpa	3	5	5	5	5	5	Conc Rio Ter	4	4	4	5	4	4
Aes Tiete	5	5	5	5	5	4	Construtora Adolpho Lind.	-	-	-	3	3	3
Afluenta	4	4	4	4	3	4	Contax	6	5	6	6	7	8
Afluenta T	4	4	4	4	5	4	Copasa	6	6	6	6	6	6
Alfa Holdings	3	3	2	2	3	3	Cor Ribeiro	3	-	-	3	3	3
Aliansce	6	6	6	7	7	7	Cosan Logística	-	-	-	-	6	8
Aliperti	3	3	4	4	4	4	Cosan S.A. Ind. e Com.	-	10	9	8	8	8
All Norte	3	3	4	4	3	2	Cosern	5	5	5	5	5	5
Alpargatas	5	5	5	6	6	6	Cpfl Energia	6	6	6	6	5	6
Altus	-	-	-	4	4	4	Cpfl Energias Renováveis	6	6	7	7	7	7
Alupar	8	8	8	8	7	8	Cr2 Empreendimentos Imob	5	6	6	6	6	6
Ambev	-	-	-	9	9	9	Cremer	8	8	8	8	8	7
Ampla Energ	5	5	5	5	6	4	Cristal	-	-	-	2	2	2
Andrade G	3	3	3	3	3	3	Csu Cardsyst	4	5	5	6	6	6
Andrade G Partic.	5	5	5	5	5	5	Cyrela Brazil	6	7	7	7	7	8
Arezzo Co	5	5	6	8	8	8	Cyrela Commercial	5	5	5	5	5	5
Arteris	6	6	6	6	6	6	Dasa	7	6	7	7	7	6
Azevedo	5	5	5	5	5	5	Dimed	4	4	4	4	4	3
B2w Digital	7	8	8	8	8	8	Direcional	5	5	4	4	7	7
Bardella	4	4	3	3	3	3	Dohler	4	5	5	5	5	5
Battistella	6	-	-	-	-	-	Dtcom Direct	3	3	4	4	4	4
Baumer	5	5	5	5	5	5	Dufry	8	7	7	6	7	7
Bic Monark	2	2	2	2	2	2	Duratex	7	7	7	7	7	7
Biosev	-	-	6	6	8	-	Ecorodovias	8	8	8	8	8	8
Br Home	-	-	-	-	-	5	Edp - Energias Do Brasil S.A.	7	7	7	7	7	7
Br Malls	8	8	8	8	8	8	Elekeiroz	7	7	7	7	7	7
Bradespar	4	-	-	-	-	-	Elektro	7	7	8	8	8	8
Brasil Brokers	6	6	6	6	6	8	Eletronbras	6	6	6	6	6	6
Brasil Pharma	-	8	8	8	6	7	Eletropaulo	7	7	7	7	7	7
Brasilagro	-	5	7	9	9	9	Emae	-	5	5	4	4	5
Braskem	7	7	7	7	7	8	Embraer	6	7	8	8	8	8
Brf Sa	8	8	8	8	8	8	Encorpar	3	3	3	3	-	-
Brq Solucoes	-	-	-	-	-	4	Energisa Mt	4	5	5	5	7	7
Buettner	2	-	-	-	-	-	Energisa	9	9	9	9	9	9
Cambuci	3	3	4	4	5	4	Eneva	7	6	6	8	8	8
Casan	4	4	5	4	5	4	Equatorial Energia	6	6	6	8	8	8
Ccr Sa	8	8	7	8	8	8	Estacio Participacoes	8	8	8	8	8	8
Ceb	4	4	4	4	4	5	Eternit	8	8	8	8	8	9
Cedro	6	5	4	5	4	4	Eucatex	5	4	4	5	5	5
Ceee-D	5	5	5	5	5	-	Even	5	5	5	5	6	7
Ceee-GT	-	-	-	-	5	5	Évora S/A	5	6	6	6	6	6
Ceg	3	3	3	4	4	4	Excelsior	3	3	3	3	3	3
Celpa	5	5	-	-	5	5	Ez Tec Empreend. E Participa	6	6	6	6	6	6
Celpe	5	5	4	5	5	4	Fer Heringer	4	7	7	7	7	7
Celul Irani	4	5	7	8	8	8	Ferbasa	4	4	4	4	4	4
Cemar	5	5	5	5	5	5	Fibam	3	3	3	3	3	-
Centrais Elet De SC	6	6	6	6	6	6	Fibria	8	8	8	8	8	8
Cesp	7	7	7	7	7	7	Fleury	8	7	8	8	8	8
Cia Águas Do Brasil	-	-	-	7	7	7	Forja Taurus	4	7	8	8	8	-
Cia Energetica De MG	6	6	6	6	6	7	Forno De Minas Alimentos	-	-	-	-	-	3
Cia Habitassul De Part.	4	4	4	4	4	5	Fras-Le	5	5	5	5	5	5
Cia Hering On	8	8	8	8	8	8	Gaec Educação	-	-	-	8	8	8
Cia Melhoramento São Paulo	5	6	6	6	5	5	Gafisa	6	6	6	6	6	6
Cia Paranaense De Energia	8	8	8	8	8	8	General Shopping Brasil	6	6	7	7	7	7
Cia Participações Aliança BA	3	3	3	3	3	3	Ger Paranap	-	-	-	-	-	7
Coteminas	3	4	4	4	3	4	Gerdaul	7	7	7	8	8	8
Cielo	7	7	8	8	8	8	Gpc Participacoes	6	6	4	4	4	-
Coelba	5	5	5	5	5	5	Grazziotin	5	5	5	5	5	5
Coelce	5	5	6	5	5	5	Grendene	6	6	6	6	6	6

(continua)

(continuação)

Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Guararapes	2	2	2	2	2	2	Multiplan	5	6	6	7	7	7
Helbor	5	5	6	6	6	6	Multiplus	5	8	7	7	8	8
Hypermarcas	7	7	8	8	8	8	Mundial	2	4	4	4	4	-
Ideiasnet	7	7	7	6	7	-	Nadir Figuei	3	4	4	4	4	4
Iguatemi	6	6	6	6	6	6	Natura	8	8	7	7	6	7
Ind Cataguas	7	6	6	6	6	6	Neoenergia	7	7	7	7	7	7
Inds Romi	4	5	4	4	5	5	Nortec Quimica	-	-	7	6	6	6
Inepar	5	6	6	6	-	-	Nutriplant	-	-	6	6	5	4
Internacional Meal Company	-	-	-	-	6	6	Oderich	3	3	3	3	3	3
Investimentos E Particip. Em I	7	7	7	7	7	7	Odontoprev	8	8	8	8	7	6
Iochp-Maxion	6	7	7	7	7	7	OGX Petroleo E Gás S/A	-	-	-	-	5	-
Itausa	7	7	7	7	7	7	Oi	7	6	6	6	6	5
Itautec	7	7	7	7	6	6	Oleo E Gás Participações	-	-	6	-	-	-
Jbs	7	7	8	8	8	8	Osx Brasil	7	7	7	6	-	-
Jereissati	3	5	5	5	5	5	Ouro Fino	-	-	-	-	7	7
Jereissati Telecom	4	5	5	-	-	-	P.Acucar	6	6	6	7	7	7
Jhsf Participacoes	7	7	7	7	7	7	Panatlantica	3	3	3	3	3	3
Joao Fortes	5	4	4	5	5	5	Paranapanema	7	7	8	8	7	7
Josapar	4	4	4	4	4	3	Pdg Realt	7	7	7	7	7	7
Jsl	5	7	7	8	7	9	Petro Rio	-	8	8	6	7	7
Karsten	4	4	5	-	-	-	Petrobras	6	6	6	6	7	6
Kepler Weber	6	6	6	6	6	6	Pettenati ON	-	3	3	4	5	5
Klabin S/A	4	4	4	4	4	4	Plascar	5	5	4	4	5	4
Kroton Educacional	8	8	8	8	7	8	Pomifrutas	5	5	5	6	6	6
Le Lis Blanc	-	-	-	-	8	8	Portobello	5	6	5	5	5	6
Light S/A	5	7	7	7	7	7	Positivo Inf	7	7	6	7	7	7
Linx	-	-	6	7	6	7	Pq Hopi Hari	4	4	3	-	-	-
Litel Participações	4	-	-	-	-	-	Prática Participações	-	-	-	-	-	5
Lix Da Cunha	-	4	4	4	4	-	Profarma	4	4	5	6	6	6
Localiza	6	7	7	7	7	7	Prumo Logística	-	-	-	-	9	8
Locamerica	7	7	7	7	7	-	Qep Participações	6	6	6	6	6	6
Log-In	8	8	8	8	8	8	Qualicorp	-	8	7	7	7	7
Lojas Americ	5	5	5	5	5	5	Quality Software	-	-	-	-	-	4
Lojas Hering	5	4	6	6	6	4	Raiadrogasil	-	-	-	-	-	9
Lojas Marisa	7	6	6	7	7	7	Randon Part	5	6	6	6	6	6
Lojas Renner	8	8	8	8	8	8	Rede Energia	7	7	-	-	-	-
Lopes Brasil	5	6	6	8	8	8	Renova Energia	4	5	7	8	6	6
Lupatech	4	-	-	-	6	6	Riosulense	5	5	4	4	4	-
M.Diasbranco	6	6	6	6	7	7	Rodobensimob	8	8	8	8	8	8
Maestro Locadora De Veiculo	-	-	-	-	-	6	Rumi Resid	6	7	8	7	7	8
Magaz Luiza	7	7	7	7	7	7	Rumo Logística	-	-	-	-	5	7
Magnesita SA	6	5	6	6	7	7	Sabesp	6	8	7	6	6	8
Mangels Industrial	4	4	4	-	-	-	Sanepar	5	5	5	6	6	6
Marcopolo	8	8	7	7	8	8	Santanense	4	4	4	4	4	4
Marfrig	7	7	6	7	7	7	Santos Brp	5	7	7	7	7	7
Mendes Jr	3	3	3	3	3	3	Sao Carlos	5	7	6	6	6	6
Menezes Cort	3	4	4	4	4	4	Sao Martinho	-	8	8	8	8	8
Metal Iguacu	4	4	4	4	4	4	Saraiva	6	6	6	7	6	6
Metal Leve	4	5	5	5	4	5	Sauipe	-	-	-	4	4	4
Metalfrio	5	5	5	5	5	-	Schulz	5	5	5	5	5	5
Metalurgica Gerdau	6	6	6	8	7	7	Senior Solution	-	-	5	5	6	6
Metisa	5	5	5	5	5	5	Ser Educa	-	-	-	8	8	8
Mills	8	8	8	7	7	6	Sid Nacional	7	7	5	5	5	6
Minasmaquinas	3	3	4	4	2	4	Slc Agricola	7	7	7	7	7	7
Minerva	5	7	7	7	7	-	Smiles	-	-	-	-	7	7
Minupar	-	5	-	-	-	-	Soane Sierra	5	4	5	5	5	5
MMX Mineração E Metálicos	7	8	7	7	-	-	Somos Educação	-	8	8	7	6	6
Monteiro Aranha	4	-	-	-	-	-	Sondotecnica	3	2	2	2	2	2
Mrs Logist	7	7	7	6	6	7	Spring Global	4	4	4	4	6	6
Mrv	5	5	6	7	7	7	Springer	3	4	4	4	4	4

(continua)

Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Statkraft	-	5	5	5	5	5	Tupy	7	7	7	8	7	7
Sultepa	5	5	5	5	5	4	Ultrapar Participações	5	5	5	5	5	5
Suzano	5	5	5	5	5	5	Unicasa	-	-	-	4	5	5
Technos	-	6	5	8	6	6	Unipar Carbocloro	-	-	-	3	4	7
Tecnisa	5	5	5	6	6	6	Usiminas	7	7	7	7	7	7
Tectoy	4	4	4	4	-	-	Vale	7	7	7	7	7	8
Tegma	6	6	6	6	6	8	Valid	6	5	5	5	6	6
Tekno	4	5	5	5	5	5	Vanguarda Agro	7	8	8	8	7	8
Telebras	-	-	-	-	4	-	Viavarejo	5	5	7	8	8	8
Telef Brasil	5	5	5	5	5	5	Vigor Alimentos	-	-	6	7	7	7
Tereos Internacional	-	5	6	5	6	7	Viver	5	6	7	6	6	-
Tim Participações	7	8	8	7	7	7	Vulcabras/Azaleia	6	6	4	5	6	6
Time For Fun	5	5	5	6	6	6	Weg	7	7	7	7	6	7
Totvs	7	6	7	8	7	7	Wembley	3	3	3	2	3	3
Tpi - Triunfo Participações	8	8	6	6	6	6	Wetzel	4	4	-	-	-	-
Tran Paulist	7	7	7	7	7	7	Whirlpool	4	4	4	3	3	3
Transmissora Aliança	6	4	6	6	5	7	Wilson Sons	7	6	7	7	7	7
Trevisa Investimentos	6	6	6	6	6	6	WLM Industria E Comercio	5	4	4	4	4	4
Trisul ON	8	8	8	8	8	8							

ANEXO C – Matriz de Correlação das Variáveis (Ano)

2010																
Variável	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	PMCR	PME	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
EGCG1	1															
EGCG2	0,0491	1														
EGCG3	0,1866	0,0223	1													
EGCG4	0,8811	0,0301	0,1986	1												
PMCR	0,8309	0,0145	0,0406	0,9440	1											
PME	0,5685	0,0821	0,2715	0,1988	0,0535	1										
PMCP	-0,2650	0,0284	-0,0679	-0,1882	-0,0910	-0,0152	1									
IGG	0,0012	0,0245	-0,0759	0,0397	0,0821	-0,1336	-0,0356	1								
TAM	0,0384	-0,1099	-0,1196	0,1366	0,1952	-0,1786	0,1163	0,4084	1							
ROA	0,0349	-0,0361	0,0999	-0,1287	-0,1059	0,2062	-0,0547	0,0618	-0,0166	1						
CRESC	-0,1832	0,0322	0,1596	-0,2492	-0,3320	0,1494	0,0029	0,0838	0,0565	0,0607	1					
TCA	-0,0788	-0,0686	0,0638	-0,0142	-0,0022	-0,1556	-0,0237	0,4039	0,4725	0,0641	0,1763	1				
DAC	0,0659	-0,0307	-0,0003	0,0228	-0,0281	0,1931	0,0708	-0,4908	-0,2474	-0,0563	0,0062	-0,1866	1			
MC	-0,0915	-0,0161	-0,1412	-0,1537	-0,1314	0,0169	-0,0160	0,1508	-0,0427	0,0371	-0,0040	-0,0609	0,1231	1		
INDEP	-0,2197	-0,0029	-0,1924	-0,0808	-0,0161	-0,4190	-0,0664	0,4502	0,2817	-0,1066	-0,0517	0,3778	-0,5001	0,0430	1	
SIC	-0,0700	-0,0793	-0,0016	-0,0780	0,0378	-0,1375	0,1493	0,1350	0,1461	0,1863	-0,1309	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	1
2011																
Variável	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	PMCR	PME	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
EGCG1	1															
EGCG2	0,1335	1														
EGCG3	-0,0013	0,0586	1													
EGCG4	0,9425	0,1111	-0,0347	1												
PMCR	0,8709	0,0374	-0,0203	0,9093	1											
PME	0,3188	0,1115	0,1444	0,1880	0,0282	1										
PMCP	0,0849	-0,1388	0,0340	0,2292	0,5130	-0,0728	1									
IGG	-0,0683	-0,1276	-0,0882	-0,0909	-0,0285	-0,0791	0,0366	1								
TAM	0,0202	-0,0775	-0,1682	0,0441	0,0435	-0,0382	0,0389	0,4584	1							
ROA	-0,0945	0,1311	-0,0017	-0,1253	-0,1144	-0,1604	-0,1566	0,0501	-0,0219	1						
CRESC	-0,0847	-0,0999	-0,0581	-0,0294	0,0096	-0,2536	0,0668	0,2566	0,1114	0,1481	1					
TCA	-0,1236	-0,0475	-0,1546	-0,1366	-0,0868	-0,0136	0,0534	0,4089	0,5364	0,0450	0,1094	1				
DAC	-0,0029	-0,0454	0,0609	0,0010	-0,0399	0,1815	0,0110	-0,3941	-0,1818	-0,1054	-0,1350	-0,1781	1			
MC	-0,0544	-0,0952	-0,0645	-0,0486	-0,0279	-0,0268	0,0367	0,1675	-0,0451	0,0676	0,0554	-0,0611	0,0505	1		
INDEP	-0,1270	-0,1110	-0,0442	-0,1435	-0,0903	-0,1233	-0,0079	0,4147	0,1877	-0,0159	0,1690	0,3977	-0,3956	0,0045	1	
SIC	-0,1183	0,0085	-0,2002	-0,1113	-0,0419	-0,2162	0,0374	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	1
2012																
Variável	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	PMCR	PME	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
EGCG1	1															
EGCG2	-0,0658	1														
EGCG3	0,0462	0,1282	1													
EGCG4	0,9705	-0,0983	0,0256	1												
PMCR	0,9071	-0,0818	-0,0115	0,9610	1											
PME	0,3513	0,0124	0,0867	0,2047	0,0266	1										
PMCP	0,2918	-0,0605	-0,1000	0,4277	0,5890	-0,0757	1									
IGG	-0,0463	-0,0049	-0,1264	-0,0387	-0,0287	-0,0692	-0,0172	1								
TAM	0,0069	0,0330	-0,1847	0,0246	0,0335	-0,0451	0,0494	0,4553	1							
ROA	-0,1429	0,0722	0,0379	-0,1648	-0,1177	-0,1463	-0,0888	0,0342	-0,0864	1						
CRESC	-0,1725	0,1148	0,0233	-0,1737	-0,0725	-0,1564	0,1421	0,1829	0,1829	0,2545	1					
TCA	-0,0969	0,0081	-0,1212	-0,0902	-0,0888	-0,0173	-0,0162	0,4014	0,5129	0,0033	0,1521	1				
DAC	0,0229	0,0526	0,0842	0,0033	-0,0276	0,1631	-0,0140	-0,3925	-0,1057	-0,0654	-0,0741	-0,1733	1			
MC	-0,0557	-0,0366	-0,0817	-0,0825	-0,0439	-0,0454	-0,0175	0,2241	-0,0197	0,0336	0,0931	0,0024	-0,0337	1		
INDEP	-0,1305	-0,0203	-0,0774	-0,1127	-0,0982	-0,1206	-0,0386	0,3585	0,1329	0,0037	0,0852	0,3739	-0,3627	0,0231	1	
SIC	-0,1185	-0,0318	-0,1058	-0,1043	-0,0484	-0,1692	0,0461	0,1137	0,1256	0,1776	0,1822	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	1

(continua)

(continuação)

2013																
Variável	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	PMCR	PME	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
EGCG1	1															
EGCG2	-0,0735	1														
EGCG3	0,0721	-0,0947	1													
EGCG4	0,7072	-0,0360	-0,0039	1												
PMCR	0,8714	-0,0476	-0,0050	0,6969	1											
PME	0,3973	-0,0876	0,0820	0,2136	0,0582	1										
PMCP	-0,0052	-0,0073	-0,1335	0,1509	0,3806	-0,0259	1									
IGG	-0,1261	0,1112	-0,1938	-0,1533	-0,0611	-0,1069	0,0799	1								
TAM	-0,1581	-0,0456	-0,2590	-0,1444	-0,0850	-0,0851	0,1212	0,4411	1							
ROA	-0,0404	0,1361	0,1314	-0,0768	-0,0703	-0,1172	-0,1817	0,0597	-0,0615	1						
CRESC	0,0254	-0,0748	-0,0796	-0,0566	0,0251	0,0637	0,0547	0,1130	-0,0378	-0,0313	1					
TCA	-0,1368	-0,0307	-0,1860	-0,1563	-0,0624	-0,1181	0,0955	0,4525	0,5611	0,0591	0,1065	1				
DAC	0,2073	-0,0603	0,1086	0,2414	0,1597	0,1444	-0,0023	-0,4936	-0,1532	-0,0543	0,0379	-0,2785	1			
MC	-0,0287	0,1192	-0,0365	0,0174	0,0203	-0,0740	0,0654	0,2554	-0,0049	0,0252	0,0252	-0,0025	-0,0674	1		
INDEP	-0,1731	-0,0003	-0,1209	-0,0870	-0,1459	-0,1154	-0,0269	0,3114	0,1148	-0,0677	-0,0798	0,3325	-0,3451	-0,0022	1	
SIC	-0,2015	-0,1226	-0,0486	-0,1308	-0,0915	-0,2264	0,0955	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	1
2014																
Variável	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	PMCR	PME	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
EGCG1	1															
EGCG2	-0,0860	1														
EGCG3	0,0758	0,0208	1													
EGCG4	0,9712	-0,0654	0,0424	1												
PMCR	0,9176	-0,0650	0,0000	0,9500	1											
PME	0,4844	-0,0425	0,1449	0,4435	0,1877	1										
PMCP	0,2679	0,0255	-0,1170	0,4418	0,5467	-0,0074	1									
IGG	-0,0592	0,0970	-0,1863	-0,0645	-0,0559	-0,0446	-0,0375	1								
TAM	-0,1411	0,2650	-0,2804	-0,1225	-0,0915	-0,0890	0,0758	0,4748	1							
ROA	-0,0743	-0,0177	-0,0030	-0,0860	-0,0398	-0,1211	-0,0052	0,0309	0,0594	1						
CRESC	-0,4141	0,0131	-0,0223	-0,4595	-0,2644	-0,5113	-0,0150	0,0352	0,1567	0,1270	1					
TCA	-0,1073	0,2185	-0,1787	-0,1132	-0,0736	-0,1255	-0,0148	0,4300	0,5325	0,0772	0,1164	1				
DAC	0,1253	-0,0439	0,1549	0,1449	0,1505	0,0687	0,1678	-0,5105	-0,1645	-0,0335	-0,0233	-0,2912	1			
MC	-0,0237	-0,0487	-0,0073	-0,0046	0,0204	-0,0572	0,0967	0,2376	0,0149	-0,0389	0,1215	0,1228	0,0026	1		
INDEP	-0,0942	0,1530	-0,1616	-0,1072	-0,1150	-0,0580	-0,1388	0,3580	0,1152	-0,0781	-0,0319	0,3439	-0,4258	0,0115	1	
SIC	-0,1391	0,0042	-0,0237	-0,1323	-0,0816	-0,2497	-0,0583	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	1
2015																
Variável	EGCG1	EGCG2	EGCG3	EGCG4	PMCR	PME	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	TCA	DAC	MC	INDEP	SIC
EGCG1	1															
EGCG2	-0,0553	1														
EGCG3	0,3405	0,0662	1													
EGCG4	0,8109	-0,0668	0,3415	1												
PMCR	0,5024	-0,0429	0,1345	0,7904	1											
PME	0,7221	-0,0312	0,4849	0,8436	0,5704	1										
PMCP	-0,7106	0,0392	-0,0868	-0,2332	0,1017	-0,0858	1									
IGG	0,0203	0,0227	-0,2055	-0,0576	0,0522	-0,0940	-0,0745	1								
TAM	-0,1548	0,0388	-0,2745	-0,1577	-0,0441	-0,1637	0,0870	0,4808	1							
ROA	-0,0848	-0,0528	-0,0945	-0,1642	-0,1207	-0,1465	-0,0330	0,0248	0,1458	1						
CRESC	-0,1628	0,0114	-0,3944	-0,2686	-0,1066	-0,3239	-0,0417	0,1970	0,2462	0,2823	1					
TCA	-0,0524	-0,1233	-0,1732	-0,1534	-0,1005	-0,1462	-0,0709	0,4351	0,5109	0,1761	0,1346	1				
DAC	-0,0566	0,1095	0,2410	0,0856	-0,0285	0,1469	0,1740	-0,5142	-0,1668	-0,0678	-0,1866	-0,2766	1			
MC	-0,0705	0,0946	0,0020	-0,0446	-0,0163	-0,0183	0,0813	0,2732	-0,0279	0,0020	0,0059	0,1453	-0,0304	1		
INDEP	0,0001	-0,0734	-0,1252	-0,0639	-0,0123	-0,1109	-0,0842	0,3877	0,1439	0,0502	0,1062	0,3186	-0,4292	0,0612	1	
SIC	-0,1521	0,0030	-0,0715	-0,1795	-0,0450	-0,2504	0,0209	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	1

ANEXO D – Tabelas Matrizes Correlação Proxies

Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	-0,0586*	1				
TAM	-0,0610*	0,4525*	1			
ROA	-0,0419	0,0007	0,0033	1		
CRESC	-0,0436	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	-0,1361*	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	0,0169	1				
TAM	0,0208	0,4525*	1			
ROA	0,0312	0,0007	0,0033	1		
CRESC	-0,0238	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	-0,0451	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,1459*	1				
TAM	-0,2090*	0,4525*	1			
ROA	-0,0005	0,0007	0,0033	1		
CRESC	-0,0570	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	-0,0588	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	-0,0672*	1				
TAM	-0,0336	0,4525*	1			
ROA	-0,0717*	0,0007	0,0033	1		
CRESC	-0,0800*	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	-0,1196*	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	-0,0218	1				
TAM	0,0067	0,4525*	1			
ROA	-0,0523*	0,0007	0,0033	1		
CRESC	-0,0256	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	-0,0472	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	-0,0795*	1				
TAM	-0,0971*	0,4525*	1			
ROA	-0,0568*	0,0007	0,0033	1		
CRESC	-0,0319	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	-0,2090*	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	0,0244	1				
TAM	0,0764*	0,4525*	1			
ROA	-0,0594*	0,0007	0,0033	1		
CRESC	0,0182	0,0693*	0,0162	0,0390	1	
SIC	0,0460	0,1148*	0,0958*	0,0779*	-0,0404	1

ANEXO E – Matriz Correlação Variável EGCG 1

2010						
Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	0,0012	1				
TAM	0,0384	0,4084	1			
ROA	0,0349	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	-0,1832	0,0838	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0700	0,1350	0,1461	0,1863	0,1309	1

2011						
Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	-0,0683	1				
TAM	0,0202	0,4584	1			
ROA	-0,0945	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	-0,0847	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,1183	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	1

2012						
Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	-0,0463	1				
TAM	0,0069	0,4553	1			
ROA	-0,1429	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	-0,1725	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1185	0,1137	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013						
Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	-0,1261	1				
TAM	-0,1581	0,4411	1			
ROA	-0,0404	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	0,0254	0,1130	-0,0378	0,0313	1	
SIC	-0,2015	0,1236	0,0700	0,0820	0,1155	1

2014						
Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	-0,0592	1				
TAM	-0,1411	0,4748	1			
ROA	-0,0743	0,0309	0,0594	1		
CRESC	-0,4141	0,0352	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,1391	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015						
Variável	EGCG1	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1					
IGG	0,0203	1				
TAM	-0,1548	0,4808	1			
ROA	-0,0848	0,0248	0,1458	1		
CRESC	-0,1628	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,1521	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO F – Matriz Correlação Variável EGCG 2

2010						
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	0,0245	1				
TAM	-0,1099	0,4084	1			
ROA	-0,0361	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	0,0322	0,0838	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0793	0,1350	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011						
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	-0,1276	1				
TAM	-0,0750	0,4584	1			
ROA	0,1311	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	0,0999	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	0,0085	0,1111	0,1683	0,2277	0,0363	1

2012						
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	-0,0049	1				
TAM	0,0330	0,4553	1			
ROA	0,0722	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	0,1148	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,0318	0,1137	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013						
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	0,1112	1				
TAM	-0,0456	0,4411	1			
ROA	0,1361	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	-0,0748	0,1130	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,1226	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014						
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	0,0970	1				
TAM	0,2650	0,4748	1			
ROA	-0,0177	0,0309	0,0594	1		
CRESC	0,0131	0,0352	0,1567	0,1270	1	
SIC	0,0042	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015						
Variável	EGCG2	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG2	1					
IGG	0,0227	1				
TAM	0,0388	0,4808	1			
ROA	-0,0528	0,0248	0,1458	1		
CRESC	0,0114	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	0,0030	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO G – Matriz Correlação Variável EGCG 3

2010						
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,0759	1				
TAM	-0,1196	0,4084	1			
ROA	0,0999	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	0,1596	0,0838	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0016	0,1350	0,1461	0,1863	-0,1309	1
2011						
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,0882	1				
TAM	-0,1682	0,4584	1			
ROA	-0,0017	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	-0,0581	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,2002	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	1
2012						
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,1264	1				
TAM	-0,1847	0,4553	1			
ROA	0,0379	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	0,0233	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1058	0,1137	0,1256	0,1776	0,1822	1
2013						
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,1938	1				
TAM	-0,2590	0,4411	1			
ROA	0,1314	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	-0,0796	0,1130	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,0486	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	1
2014						
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,1863	1				
TAM	-0,2804	0,4748	1			
ROA	-0,0030	0,0309	0,0594	1		
CRESC	-0,0223	0,0352	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,0237	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1
2015						
Variável	EGCG3	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1					
IGG	-0,2055	1				
TAM	-0,2745	0,4808	1			
ROA	-0,0945	0,0248	0,1458	1		
CRESC	-0,3944	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,0715	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO H – Matriz correlação variável EGCG 4

2010						
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	0,0397	1				
TAM	0,1366	0,4084	1			
ROA	-0,1287	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	-0,2492	0,0838	0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0780	0,1350	0,1461	0,1863	0,1309	1

2011						
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	-0,0909	1				
TAM	0,0441	0,4584	1			
ROA	-0,1253	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	-0,0294	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,1113	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	1

2012						
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	-0,0387	1				
TAM	0,0246	0,4553	1			
ROA	-0,1648	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	-0,1737	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1043	0,1137	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013						
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	-0,1533	1				
TAM	-0,1444	0,4411	1			
ROA	-0,0768	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	-0,0566	0,1130	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,1308	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014						
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	-0,0645	1				
TAM	-0,1225	0,4748	1			
ROA	0,0860	0,0309	0,0594	1		
CRESC	-0,4595	0,0352	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,1323	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015						
Variável	EGCG4	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1					
IGG	-0,0576	1				
TAM	-0,1577	0,4808	1			
ROA	-0,1642	0,0248	0,1458	1		
CRESC	-0,2686	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,1795	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO I – Matriz Correlação Variável PMCR

2010						
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	0,0821	1				
TAM	0,1952	0,4084	1			
ROA	-0,1059	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	-0,3320	0,0838	-0,0565	0,0607	1	
SIC	0,0378	0,1350	0,1461	0,1863	-0,1309	1
2011						
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	-0,0285	1				
TAM	0,0435	0,4584	1			
ROA	-0,1144	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	0,0096	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,0419	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	1
2012						
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	-0,0287	1				
TAM	0,0335	0,4553	1			
ROA	-0,1177	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	-0,0725	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,0484	0,1137	0,1256	0,1176	0,1822	1
2013						
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	-0,0611	1				
TAM	-0,0850	0,4411	1			
ROA	-0,0703	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	0,0251	0,1130	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,0912	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	1
2014						
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	-0,0559	1				
TAM	-0,0915	0,4748	1			
ROA	-0,0398	0,0309	0,0594	1		
CRESC	-0,2644	0,0350	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,0816	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1
2015						
Variável	PMCR	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1					
IGG	0,0522	1				
TAM	-0,0441	0,4808	1			
ROA	-0,1207	0,0248	0,1458	1		
CRESC	-0,1066	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	0,0450	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO J – Matriz Correlação Variável PME

2010						
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	-0,1336	1				
TAM	-0,1786	0,4084	1			
ROA	0,2062	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	0,1494	0,0838	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,1375	0,1350	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011						
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	1,9200	1				
TAM	-0,0382	0,4584	1			
ROA	-0,1604	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	-0,2536	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,2162	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	1

2012						
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	-0,0692	1				
TAM	-0,0451	0,4553	1			
ROA	-0,1463	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	-0,1564	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1692	0,1137	0,1256	0,1176	0,1822	1

2013						
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	-0,1069	1				
TAM	-0,0851	0,4411	1			
ROA	-0,1172	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	0,0637	0,1130	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,2264	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014						
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	-0,0446	1				
TAM	-0,0890	0,4748	1			
ROA	-0,1211	0,0309	0,0594	1		
CRESC	-0,5113	0,0350	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,2497	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015						
Variável	PME	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1					
IGG	-0,0940	1				
TAM	-0,1637	0,4808	1			
ROA	-0,1465	0,0248	0,1458	1		
CRESC	-0,3239	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,2504	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO K – Matriz Correlação Variável PMCP

2010						
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	-0,0356	1				
TAM	0,1163	0,4084	1			
ROA	-0,0547	0,0618	-0,0166	1		
CRESC	0,0029	0,0838	-0,0565	0,0607	1	
SIC	0,1493	0,1350	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011						
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	0,0366	1				
TAM	0,0389	0,4584	1			
ROA	-0,1566	0,0501	-0,0219	1		
CRESC	0,0668	0,2566	0,1114	0,1481	1	
SIC	0,0374	0,1111	0,1683	0,2277	-0,0363	1

2012						
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	-0,0172	1				
TAM	0,0494	0,4553	1			
ROA	-0,0888	0,0342	-0,0864	1		
CRESC	0,1421	0,1829	0,1829	0,2545	1	
SIC	0,0461	0,1137	0,1256	0,1176	0,1822	1

2013						
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	0,0799	1				
TAM	0,1212	0,4411	1			
ROA	-0,1817	0,0597	-0,0615	1		
CRESC	-0,0547	0,1130	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	0,0955	0,1236	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014						
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	-0,0375	1				
TAM	0,0758	0,4748	1			
ROA	-0,0052	0,0309	0,0594	1		
CRESC	-0,0150	0,0350	0,1567	0,1270	1	
SIC	0,0583	0,1211	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015						
Variável	PMCP	IGG	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1					
IGG	-0,0745	1				
TAM	0,0870	0,4808	1			
ROA	-0,0330	0,0248	0,1458	1		
CRESC	-0,0417	0,1970	0,2462	0,2823	1	
SIC	0,0209	0,0936	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO L – Matriz correlação variável EGCG1 A

2010									
Variável	EGCG1	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1								
TCA	-0,0788	1							
DAC	0,0659	-0,1866	1						
MC	-0,0915	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,2197	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	0,0384	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	-0,0349	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	-0,1832	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0700	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011									
Variável	EGCG1	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1								
TCA	-0,1236	1							
DAC	-0,0029	-0,1781	1						
MC	-0,0544	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,1270	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	0,0202	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,0945	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	-0,0847	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	0,1183	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1

2012									
Variável	EGCG1	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1								
TCA	-0,0969	1							
DAC	0,0229	-0,1733	1						
MC	-0,0557	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,1305	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	0,0069	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	-0,1429	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	-0,1725	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	0,1185	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013									
Variável	EGCG1	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1								
TCA	-0,1368	1							
DAC	0,2073	-0,2785	1						
MC	-0,0287	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,1731	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	-0,1581	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	-0,0404	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	0,0254	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,2015	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014									
Variável	EGCG1	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1								
TCA	-0,1073	1							
DAC	0,1253	-0,2912	1						
MC	-0,0237	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,0942	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	-0,1411	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,0743	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,4141	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,1391	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015									
Variável	EGCG1	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG1	1								
TCA	-0,0524	1							
DAC	-0,0566	-0,2766	1						
MC	-0,0705	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	0,0001	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	-0,1548	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,0848	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,1628	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	0,1521	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO M – Matriz Correlação Variável EGCG2 A

2010									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	0,0638	1							
DAC	-0,0003	-0,1866	1						
MC	-0,1412	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,1924	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	-0,1196	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	0,0999	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	0,1596	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0016	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1546	1							
DAC	0,0609	-0,1781	1						
MC	-0,0645	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,0442	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	-0,1682	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,0017	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	-0,0581	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,2002	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1

2012									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1212	1							
DAC	0,0842	-0,1733	1						
MC	-0,0817	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,0774	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	-0,1847	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	0,0379	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	0,0233	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1058	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1860	1							
DAC	0,1086	-0,2785	1						
MC	-0,0365	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,1209	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	-0,2590	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	0,1314	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	-0,0796	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,0486	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1787	1							
DAC	0,1549	-0,2912	1						
MC	-0,0073	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,1616	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	-0,2804	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,0030	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,0223	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,0237	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1732	1							
DAC	0,2410	-0,2766	1						
MC	0,0020	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	-0,1252	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	-0,2745	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,0945	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,3944	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,0715	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO N – Matriz Correlação Variável EGCG3 A

2010									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	0,0638	1							
DAC	-0,0003	-0,1866	1						
MC	-0,1412	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,1924	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	-0,1196	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	0,0999	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	0,1596	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0016	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1
2011									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1546	1							
DAC	0,0609	-0,1781	1						
MC	-0,0645	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,0442	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	-0,1682	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,0017	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	-0,0581	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,2002	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1
2012									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1212	1							
DAC	0,0842	-0,1733	1						
MC	-0,0817	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,0774	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	-0,1847	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	0,0379	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	0,0233	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1058	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1
2013									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1860	1							
DAC	0,1086	-0,2785	1						
MC	-0,0365	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,1209	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	-0,2590	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	0,1314	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	-0,0796	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,0486	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1
2014									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1787	1							
DAC	0,1549	-0,2912	1						
MC	-0,0073	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,1616	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	-0,2804	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,0030	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,0223	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,0237	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1
2015									
Variável	EGCG3	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG3	1								
TCA	-0,1732	1							
DAC	0,2410	-0,2766	1						
MC	0,0020	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	-0,1252	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	-0,2745	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,0945	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,3944	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,0715	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO O – Matriz Correlação Variável EGCG4 A

2010									
Variável	EGCG4	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1								
TCA	-0,0142	1							
DAC	0,0228	-0,1866	1						
MC	-0,1537	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,0808	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	0,1366	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	-0,1287	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	-0,2492	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,0780	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011									
Variável	EGCG4	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1								
TCA	-0,1366	1							
DAC	0,0010	-0,1781	1						
MC	-0,0486	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,1435	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	0,0441	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,1253	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	-0,0294	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,0111	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1

2012									
Variável	EGCG4	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1								
TCA	-0,0902	1							
DAC	0,0033	-0,1733	1						
MC	-0,0825	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,1127	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	0,0246	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	-0,1648	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	-0,1737	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1043	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013									
Variável	EGCG4	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1								
TCA	-0,1563	1							
DAC	0,2414	-0,2785	1						
MC	0,0174	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,0870	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	-0,1444	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	-0,0768	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	-0,0566	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,1308	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014									
Variável	EGCG4	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1								
TCA	-0,1132	1							
DAC	0,1449	-0,2912	1						
MC	-0,0046	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,1072	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	-0,1225	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,0860	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,4595	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,1323	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015									
Variável	EGCG4	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
EGCG4	1								
TCA	-0,1534	1							
DAC	0,0856	-0,2766	1						
MC	-0,0446	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	-0,0639	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	-0,1577	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,1642	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,2686	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,1795	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO P – Matriz Correlação Variável PMCR A

2010									
Variável	PMCR	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1								
TCA	-0,0022	1							
DAC	-0,0281	-0,1866	1						
MC	-0,1314	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,0161	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	0,1952	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	-0,1059	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	-0,3320	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	0,0378	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011									
Variável	PMCR	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1								
TCA	-0,0868	1							
DAC	-0,0399	-0,1781	1						
MC	-0,0279	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,0903	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	0,0435	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,1144	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	0,0960	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	0,0419	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1

2012									
Variável	PMCR	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1								
TCA	-0,0888	1							
DAC	-0,0276	-0,1733	1						
MC	-0,0439	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,0982	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	0,0335	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	-0,1177	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	-0,0725	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,0484	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013									
Variável	PMCR	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1								
TCA	-0,0624	1							
DAC	0,1597	-0,2785	1						
MC	0,0203	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,1459	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	-0,0850	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	-0,0703	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	0,0251	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,0915	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014									
Variável	PMCR	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1								
TCA	-0,0736	1							
DAC	0,1505	-0,2912	1						
MC	0,0204	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,1150	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	-0,0915	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,0398	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,2644	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,0816	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015									
Variável	PMCR	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCR	1								
TCA	-0,1005	1							
DAC	-0,0285	-0,2766	1						
MC	-0,0163	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	-0,0123	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	-0,0441	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,1207	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,1066	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,0450	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO Q – Matriz Correlação Variável PME A

2010									
Variável	PME	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1								
TCA	-0,1556	1							
DAC	0,1931	-0,1866	1						
MC	0,0169	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,4190	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	-0,1786	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	0,2062	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	0,1494	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	-0,1375	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1
2011									
Variável	PME	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1								
TCA	-0,0136	1							
DAC	0,1815	-0,1781	1						
MC	-0,0268	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,1233	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	-0,0382	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,1604	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	-0,2536	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	-0,2162	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1
2012									
Variável	PME	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1								
TCA	-0,0173	1							
DAC	0,1631	-0,1733	1						
MC	-0,0454	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,1206	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	-0,0451	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	-0,1463	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	-0,1564	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	-0,1692	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1
2013									
Variável	PME	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1								
TCA	-0,1181	1							
DAC	0,1444	-0,2785	1						
MC	-0,0740	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,1154	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	-0,0851	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	-0,1172	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	0,0637	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	-0,2264	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1
2014									
Variável	PME	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1								
TCA	-0,1255	1							
DAC	0,0687	-0,2912	1						
MC	-0,0572	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,0580	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	-0,0890	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,1211	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,5113	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,2497	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1
2015									
Variável	PME	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PME	1								
TCA	-0,1462	1							
DAC	0,1469	-0,2766	1						
MC	-0,0183	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	-0,1109	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	-0,1637	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,1465	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,3239	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,2504	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1

ANEXO R – Matriz Correlação Variável PMCP A

2010									
Variável	PMCP	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1								
TCA	-0,0237	1							
DAC	0,0708	-0,1866	1						
MC	-0,0160	-0,0609	0,1231	1					
INDEP	-0,0664	0,3778	-0,5001	0,0430	1				
TAM	0,1163	0,4725	-0,2474	-0,0427	0,2817	1			
ROA	-0,0547	0,0641	-0,0563	0,0371	-0,1066	-0,0166	1		
CRESC	0,0029	0,1763	0,0062	-0,0040	-0,0517	-0,0565	0,0607	1	
SIC	0,1493	0,1227	-0,1337	-0,0299	0,0804	0,1461	0,1863	-0,1309	1

2011									
Variável	PMCP	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1								
TCA	0,0534	1							
DAC	0,0110	-0,1781	1						
MC	0,0367	-0,0611	0,0505	1					
INDEP	-0,0079	0,3977	-0,3956	0,0045	1				
TAM	0,0389	0,5364	-0,1818	-0,0451	0,1877	1			
ROA	-0,1566	0,0450	-0,1054	0,0676	-0,0159	-0,0219	1		
CRESC	0,0668	0,1094	-0,1350	0,0554	0,1690	0,1114	0,1481	1	
SIC	0,0374	0,1042	-0,1327	0,0081	0,0536	0,1683	0,2277	0,0363	1

2012									
Variável	PMCP	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1								
TCA	-0,0162	1							
DAC	-0,0140	-0,1733	1						
MC	-0,0175	0,0024	-0,0337	1					
INDEP	-0,0386	0,3739	-0,3627	0,0231	1				
TAM	0,0494	0,5129	-0,1057	-0,0197	0,1329	1			
ROA	-0,0888	0,0328	-0,0654	0,0336	0,0037	-0,0864	1		
CRESC	0,1421	0,1521	-0,0741	0,0931	0,0852	0,1829	0,2545	1	
SIC	0,0461	0,0801	-0,1221	0,0259	0,0448	0,1256	0,1776	0,1822	1

2013									
Variável	PMCP	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1								
TCA	0,0955	1							
DAC	-0,0023	-0,2785	1						
MC	0,0654	-0,0025	-0,0674	1					
INDEP	-0,0269	0,3325	-0,3451	-0,0022	1				
TAM	0,1212	0,5611	-0,1532	-0,0440	0,1148	1			
ROA	0,1817	0,0591	-0,0543	-0,0049	-0,0677	-0,0615	1		
CRESC	0,0547	0,1065	0,0379	0,0252	-0,0798	-0,0378	-0,0313	1	
SIC	0,0955	0,1069	-0,1177	0,0311	0,0964	0,0700	0,0820	-0,1155	1

2014									
Variável	PMCP	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1								
TCA	-0,0148	1							
DAC	0,1678	-0,2912	1						
MC	0,0967	0,1228	0,0026	1					
INDEP	-0,1388	0,3439	-0,4258	0,1150	1				
TAM	0,0758	0,5325	-0,1645	0,0149	0,1152	1			
ROA	-0,0052	0,0772	-0,0335	-0,0389	-0,0781	0,0594	1		
CRESC	-0,0150	0,1164	-0,0233	0,1215	-0,0319	0,1567	0,1270	1	
SIC	-0,0583	0,1017	-0,1278	0,0920	0,1018	0,0859	0,0910	0,0675	1

2015									
Variável	PMCP	TCA	DAC	MC	INDEP	TAM	ROA	CRESC	SIC
PMCP	1								
TCA	-0,0709	1							
DAC	0,1740	-0,2766	1						
MC	0,0813	0,1453	-0,0304	1					
INDEP	-0,0842	0,3186	-0,4292	0,0612	1				
TAM	0,0870	0,5109	-0,1668	-0,0279	0,1439	1			
ROA	-0,0330	0,1761	-0,0678	0,0020	0,0502	0,1458	1		
CRESC	-0,0417	0,1346	-0,1866	0,0059	0,1062	0,2462	0,2823	1	
SIC	-0,0209	0,0701	-0,1219	0,0562	0,0641	0,0734	0,1020	0,0608	1