

INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DO CICLO DE VIDA NO EBITDA DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE IBrX100*

INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE AND THE LIFE CYCLE IN THE EBITDA OF COMPANIES LISTED IN THE IBrX100 INDEX

Nathalie Andrews**

Márcia Bianchi***

RESUMO

O objetivo deste estudo é analisar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida no EBITDA. Para tanto, foram analisadas 82 companhias abertas listadas no Índice IBrX 100 da B3 S.A - Brasil Bolsa Balcão (B3), no período de 2013 a 2017. Partindo-se de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, bem como do método de regressão para dados em painel (balanceado), foi evidenciado que a relação entre o tamanho das empresas e o EBITDA não é significativa. Outro resultado apontado pelo estudo foi que nível de governança corporativa da B3 não é um bom previsor das características de governança das companhias. O tamanho do conselho de administração não se mostra significativo para explicar o EBITDA do período corrente. Já quanto ao conselho fiscal, esta pesquisa demonstra que em média as empresas que possuem conselho fiscal apresentaram valores mais baixos de EBITDA. Além disso, foi verificado que as entidades em estágios de turbulência e declínio apresentam em média resultados melhores. Dessa forma, esta pesquisa auxilia os interessados no mercado de capitais, tendo em vista que apresenta análise da associação entre governança corporativa, ciclo de vida e EBITDA, levando em conta que estas variáveis são frequentemente utilizadas por investidores.

Palavras-chave: Ciclo de Vida. EBITDA. Governança Corporativa.

ABSTRACT

This study aims to analyze the corporate governance and the EBITDA cycle of life influence. For this purpose, 82 open companies listed in the IBrX 100 da B3 S.A - *Brasil Bolsa Balcão* (B3) - index have been analyzed, during the period from 2013 to 2017. Starting from a quantitative, descriptive and documental research, as well as the regression method for panel data (balanced), it was stressed that the relation between the company size and the EBITDA is not significant. Another result pointed by this study was that the level of the B3 corporate governance is not a good companies governance characteristics provider. The size of the administrative board is not significant to explain the EBITDA of the current period. As for the fiscal board, this research has showed that, in average, the organizations that have fiscal board have lower EBITDA values. In addition, it was verified that the entities in a turmoil and decline stage have outperformed better results. Consequently, this research helps the ones that are

*Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no segundo semestre de 2018, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientanda. Graduanda de Ciências Contábeis na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). (nathalie.andrews@outlook.com).

*** Orientadora. Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS e do PPGCONT-UFRGS. (marcia.bianchi@ufrgs.br).

interested in the capital market, bearing in mind that it points the analyzes of the association with corporative governance, cycle of life and EBITDA, considering that these variables are frequently used by investors.

Keywords: Life Cycle. EBITDA. Corporate Governance.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de processos que visam garantir que a alta administração e demais órgãos das companhias estejam com seus objetivos alinhados aos interesses dos investidores, de modo que suas decisões sejam monitoradas e controladas, com o intuito de transmitir essa sintonia com segurança às partes interessadas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC, 2018). De acordo com Nascimento, Bianchi e Terra (2007), o principal objetivo intuito da governança corporativa é a mitigação da assimetria informacional entre as partes interessadas de um negócio por meio de mecanismos de controle e transparência, a fim de assegurar a veracidade das informações, transmitindo maior segurança aos investidores de que seus recursos estão sendo bem aplicados pela administração, bem como dos retornos sobre seus investimentos.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p. 2) esclarece que a relevância dos mecanismos de governança para os usuários da informação, uma vez que “[...] a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança corporativa determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma”. Dessa forma, garantir a confiança dos investidores quanto ao retorno financeiro aos seus investimentos exige das companhias fatores relacionados ao ambiente institucional a qual se inserem, tais como “[...] a proteção ao investidor, a infraestrutura legal, os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento de contratos” (SILVEIRA, 2004, p. 12).

Para Correia *et al.* (2013), outro aspecto que corrobora a tomada de decisão dos administradores está relacionado ao estágio de ciclo de vida em que as empresas se encontram, tendo em vista que em cada etapa de evolução organizacional as entidades apresentam técnicas estratégicas, métodos de gestão e estruturas organizacionais diferentes. Conforme os autores, a evolução do ciclo de vida das empresas reflete nas estratégias das companhias, nos mecanismos de gestão e também nas informações por elas divulgadas. Ainda, os autores afirmam que tais informações, além de auxiliar os administradores, também apoiam as decisões daqueles que investem nas empresas, considerando que a partir da análise do ciclo de vida é possível explicar as mudanças e transições das entidades.

Assim, como a análise das práticas de governança corporativa e o estágio do ciclo de vida, os investidores igualmente utilizam indicadores financeiros e econômicos para decidir sobre os seus investimentos. Um dos indicadores utilizados para analisar o desempenho das empresas de capital aberto, é o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), também conhecido no Brasil como Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA) (KPMG, 2016). O EBITDA pode ser compreendido como um indicador de qualidade operacional, pois trata dos recursos das organizações gerados em sua atividade, livres de efeitos financeiros e impostos (MOREIRA *et al.*, 2014). Segundo Frezatti e Aguiar (2007), a utilização do EBITDA pelos analistas de investimento se justifica por ser uma aproximação do caixa operacional resultante do período, além de apresentar um cálculo simples.

Considerando o exposto, esta pesquisa busca responder o seguinte questionamento: *Qual é a influência da governança corporativa e do ciclo de vida no EBITDA das companhias de capital aberto listadas no Índice IBBrX 100 da B3 S.A - Brasil Bolsa Balcão (B3)? Dentro*

desse contexto, o objetivo deste estudo é analisar a influência de características de governança corporativa no EBITDA, considerando o estágio de ciclo de vida das empresas entre os anos de 2013 e 2017.

O tema se mostra relevante pela análise de um dos principais indicadores utilizados pelos analistas de mercado para avaliar o desempenho empresarial na tomada de decisão (FREZATTI; AGUIAR, 2007). O estudo que analise o EBITDA sob o enfoque dos mecanismos de governança corporativa se faz pertinente, pois avalia a forma com a qual os mecanismos de governança corporativa influenciam na mitigação de assimetria informacional entre gerentes e acionista por meio do EBITDA, tendo em vista que estudos internacionais, como o de Cormier, Demaria e Magnan (2017), evidenciaram que, nas empresas com boas práticas de governança corporativa, o EBITDA reflete baixo impacto na relação dos lucros e o preço das ações. Ainda, a avaliação de como tal relação se apresenta em cada etapa do ciclo de vida se mostra importante pelas diferentes características de cada estágio da vida de uma empresa, suas diferentes estratégias de investimento e financiamento, bem como seus aspectos mercadológicos, podendo apresentar relações distintas entre a governança corporativa e o EBITDA (LIMA *et al.*, 2015).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem o objetivo de apresentar as características da governança corporativa e o conceito e as particularidades do EBITDA. E por fim, são abordados os estudos anteriores relacionados com o tema.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é um conjunto de processos que permite reduzir a divergência de entendimento do que é melhor para a empresa, de forma a alinhar os interesses de todas as partes (IBGC, 2018). Da mesma forma, pode ser tida como um conjunto de mecanismos para gerir as companhias, levando-se em conta os interesses da diretoria, do conselho de administração e dos investidores, a fim de garantir que as empresas sejam transparentes, meritocráticas e sustentáveis, proporcionando a otimização do desempenho da organização (CVM, 2002; SILVEIRA, 2015).

Rossetti e Andrade (2014) explicam que a governança corporativa possui três razões essenciais. A primeira é o relacionamento acionistas-corporações, que era muito distante, mas as práticas de boa governança fizeram com que a relação da companhia para com os acionistas ficasse mais próxima, mais transparente e mais confiável. A segunda razão é a atuação da direção executiva, que teve que passar por várias mudanças devido a uma série de aspectos de gestão, os quais eram prejudiciais aos interesses tanto dos proprietários quanto dos acionistas. E a terceira razão foi a constituição de conselhos de administração, que antes não dirigiam os assuntos das companhias de forma eficiente, e que com as mudanças, devido à adoção das práticas de boa governança, os responsáveis passaram a ser avaliados e cobrados quanto ao seu comprometimento com os objetivos e resultados organizacionais.

A governança corporativa tem como um dos principais objetivos a proteção do valor da empresa a partir de medidas de controle e *disclosure* da informação. É importante que os acionistas tenham amplo acesso as informações para que possam tomar suas decisões de investimento de modo a alcançar maiores resultados. Com a seriedade dos gestores, a veracidade, a transparência das informações e a garantia do amplo acesso às informações, é possível reduzir o custo de captação das companhias. Ademais, essas práticas também são relevantes por proporcionar o igual tratamento a todos os acionistas, de modo a permitir a tomada de decisões mais justa e adequada aos interesses de cada investidor (VIEIRA; MENDES, 2004; MARTINS; SILVA; BARROS, 2005).

Com a adoção das práticas de boa governança e a redução dos conflitos de interesse entre os administradores e os investidores, o mercado de ações é fortalecido. O mercado reconhece as empresas que aderem a essas práticas, o que contribui para o *valuation* das mesmas (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005). As empresas que praticam uma boa governança tendem a reduzir o custo de capital, tendo em vista que a adoção das práticas de governança corporativa resulta em maior credibilidade às companhias e, portanto, atraem mais investidores. As empresas que não possuem um bom nível de governança corporativa trazem riscos aos investidores quanto à manipulação de resultado operacional e à exigência de benefícios por parte dos administradores (VIEIRA; MENDES, 2004; MARTINS; SILVA; BARROS, 2005).

A importância para todas as empresas, não somente para as companhias abertas, em adotar as práticas de boa governança se justifica pela atração dos investidores por empresas que aderem a bons programas de governança corporativa, porque assim são mais transparentes e possuem um bom nível de credibilidade. Ainda, as empresas que utilizam as práticas de boa governança, demonstram que procuram e identificam falhas e também buscam mudanças nos processos e que as fazem com êxito. As empresas que adotam as práticas de boa governança reduzem os benefícios particulares dos diretores e administradores, além de melhorarem a qualidade das informações divulgadas para o mercado (LANZANA, 2004; ROTTA, 2004; ALMEIDA *et al.*, 2010).

Com base no mercado de ações, verificou-se que os investidores apresentam interesse e disposição maior para pagar valores mais altos pelas empresas que adotam as práticas de boa governança. Para os analistas de investimentos, empresas que adotam essas medidas apresentam maior expectativa de longevidade, além de defender os interesses dos proprietários (IBGC, 2018). De acordo com as necessidades do mercado, no ano de 2001, a Bovespa criou os segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, os quais seguem regras rígidas de governança corporativa. Estas regras vão além das exigidas pela Lei das Sociedades por Ações e têm o intuito de melhorar a avaliação das entidades que optarem por esses segmentos de listagem, de forma a destacar aquelas mais comprometidas com as práticas de governança corporativa (LANZANA, 2004; SILVEIRA, 2004; B3, 2018).

2.2 EBITDA

O Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), conhecido internacionalmente como *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) é um indicador muito utilizado pelos acionistas das empresas para avaliar a geração de caixa. Além disso, esse indicador é aproveitado por analistas de mercado na avaliação das companhias, no *valuation*, e aplicado por companhias e credores como base de contratos (PEREIRA; EID JUNIOR, 2002; MACEDO *et al.*, 2012).

O EBITDA é um indicador utilizado para avaliar a lucratividade das empresas, por conta de eliminar as despesas que não são saídas de caixa (SCHIFRIN, 2011), demonstrar a capacidade da empresa em originar caixa para os investidores (PEREIRA; EID JUNIOR, 2002) e medir o “[...] fluxo de caixa operacional antes dos impostos” (ROSS *et al.*, 2015, p. 57).

Para Rodrigues e Gomes (2014), o EBITDA é um indicador econômico que demonstra o resultado da empresa, levando-se em conta apenas a atividade principal. Sendo assim, são desconsiderados os juros, impostos, depreciação e a amortização. Iço e Braga (2000), esclarecem que os impostos desconsiderados em seu cálculo se referem àqueles impostos sobre o lucro líquido. Ainda, Iço e Braga (2000, p.7) expõem que esse indicador representa o desempenho operacional de caixa sem levar em consideração “[...] o custo de eventual capital tomado emprestado, e nem computadas as despesas e receitas financeiras, os eventos extraordinários e os ganhos ou perdas não operacionais”.

O EBITDA é muito utilizado por investidores por ser uma aproximação do Fluxo de Caixa e também pela simplicidade do cálculo. Contudo, sua divulgação não é obrigatória e por muitos anos não existiu nenhuma orientação a respeito desse indicador (FREZATTI; AGUIAR, 2007; MOREIRA et al., 2014).

Portanto, considerando a sua relevância no mercado de ações e a preocupação quanto a possíveis fraudes, a Comissão de Valores Mobiliários divulgou a Instrução CVM nº 527, no dia 04 de outubro de 2012. Com essa instrução foi possível melhorar a compreensão sobre o EBITDA e também torná-lo comparável entre as empresas.

Essa instrução trata da divulgação voluntária. O documento elucida que o cálculo deve ser realizado com base nos números divulgados nas demonstrações contábeis. É esclarecido também que deve ser divulgado de forma consistente e comparável com os relatórios publicados nos anos anteriores. Ademais, a fórmula do cálculo é a seguinte: $\text{Lucro Líquido do Período} + \text{Juros} + \text{Impostos} + \text{Depreciação} + \text{Amortização} = \text{EBITDA}$ (DIAZ, 2002; CVM, 2012).

Diaz (2002) relata que o principal ponto positivo da utilização do EBITDA é a comparabilidade que esse indicador proporciona, tendo em vista que é possível confrontar o resultado de empresas de mesmo setor, desconsiderando a estrutura de capital. Dessa forma, permite análises da rentabilidade operacional das companhias. Contudo, autor adverte à utilização do mesmo como fluxo de caixa operacional.

Apesar desse indicador ser muito utilizado por analistas de mercado e investidores, existe também muitas críticas a seu respeito. A crítica que mais possui estudos é quanto à comparação que este indicador tem com o Fluxo de Caixa Operacional. Muitos investidores utilizam o EBITDA, que é uma informação não regulada, como uma aproximação do fluxo de caixa operacional. Contudo, em alguns setores da economia, o valor desses dois indicadores é bem diferente, e em outros não. Dessa maneira, ainda não existe um consenso quanto à utilização de forma similar dos dois indicadores (JONES; SIESSERE; NAKAMURA, 2016).

Outra crítica recorrente é pelo fato de desconsiderar a depreciação. Portanto, não é recomendado para avaliar empresas que possuem ativos de vida curta ou que são muito afetadas pelas mudanças tecnológicas. Esse tipo de companhias, quando avaliadas por esse indicador por não levar em conta a depreciação, conseqüentemente também desconsidera os reinvestimentos e a manutenção dos equipamentos da atividade normal da empresa, o que pode trazer riscos aos investidores (MACEDO *et al.* 2012).

2.3 ESTUDOS RELACIONADOS

Momose (2009) estudou a utilização do EBITDA e procurou entender a importância do uso do EBITDA pelos investidores. Além disso, também fez uma análise comparativa entre EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e com base na pesquisa o autor também procurou explicar as tendências futuras com relação ao EBITDA. A pesquisa foi realizada a partir de um questionário com 50 respostas válidas, aplicado a três participantes que atuam direta ou indiretamente no mercado de capitais brasileiro. Ao final do estudo, o autor revelou que a utilização do EBITDA se faz relevante principalmente pela comparabilidade que proporciona. Ainda, foi constatado que o EBITDA é um importante indicador operacional, porém, não representa o fluxo de caixa operacional. E por fim, o autor demonstrou uma perspectiva de continuação do uso desse indicador no futuro.

Tendo em vista que o EBITDA é muitas vezes utilizado por analistas de investimento como um indicador para avaliar a capacidade das companhias de gerarem caixa aos investidores, Macedo *et al.* (2012) realizaram um estudo a respeito da relevância do EBITDA na valorização das empresas e fizeram uma análise comparativa entre EBITDA e FCO. Para isso, utilizaram uma amostra de 687 companhias abertas não financeiras listadas na Bovespa nos períodos de 2006 a 2010. A pesquisa resultou na consideração de que existe uma correlação

entre o EBITDA e o FCO. Contudo, os autores também explicam que em se tratando do comportamento dos preços das ações, o EBITDA é capaz de fornecer maior poder de informação. Dessa forma, é constatado que para o mercado de capitais a análise realizada com base no EBITDA é mais relevante do que a utilização do FCO.

Catapan e Colauto (2014) propuseram-se a analisar a relação da governança corporativa no desempenho econômico-financeiro em empresas listadas na B3. A amostra foi composta pelas empresas listadas na no período de 2010 a 2012 e os dados foram retirados do Sistema de Divulgação de Informações (DIVEXT) e do software Empresas Net pertencentes a Comissão de Valores Mobiliários. A pesquisa apresentou evidências de que existe forte relação entre o valor de mercado das companhias e o nível de divulgação das mesmas. Os autores também constataram que empresas com maior aderência às práticas de governança corporativa, apresentam informações mais transparentes e, portanto, apresentam melhores desempenhos econômico-financeiros.

No estudo de Cormier, Demaria e Magnan (2017) é investigado se a divulgação do EBITDA reduz a assimetria de informações entre os administradores e os investidores por meio dos mecanismos de governança corporativa. Os autores também avaliam se a divulgação do EBITDA tem influência no valor da empresa e, também se resulta em maiores ganhos para a companhia. O estudo foi realizado com 233 companhias abertas listadas no mercado de ações canadense entre os anos de 2012 e 2013, com 466 informações por empresa por ano. A partir do estudo, os autores identificaram uma relação negativa entre a divulgação do EBITDA e a assimetria informacional entre as partes interessadas. Além disso, o resultado do estudo também demonstra uma relação positiva entre a divulgação do EBITDA com os ganhos, aumento do preço das ações e perspectiva de futuro aumento do fluxo de caixa.

Paulo *et al.* (2018) investigaram a influência do ciclo de vida na associação do EBITDA com o fluxo de caixa operacional. Os autores realizaram a pesquisa nas companhias abertas listadas na B3, no período de 2008 a 2017. Foi analisada a relação do EBITDA e do FCO em cada estágio de ciclo de vida, sendo estes o nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. Foi constatado que no nascimento as companhias demonstram menor geração de caixa operacional, contudo apresentam melhores previsões de geração FCO. Na etapa da maturidade, as entidades têm FCO com valores mais altos e o valor do EBITDA esclarece o FCO do período. Já no declínio, a relação é contrária, o valor da geração de caixa operacional é, em média, mais baixo, e o valor do EBITDA não esclarece o valor do FCO.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

No que diz respeito à abordagem do problema, este estudo é uma pesquisa quantitativa, considerando que procura analisar o comportamento de fatos com base nos dados retirados das informações da amostra, por meio de regressão múltipla em painel. Richardson (1999, p. 70) destaca que o estudo quantitativo representa “[...] a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitar distorções de análise e interpretações, possibilitando, conseqüentemente, uma margem de segurança quanto às inferências”.

Quanto aos objetivos, esta pesquisa se caracteriza como descritiva, tendo em vista que para realizar o estudo foram definidas variáveis cujos dados foram coletados com base nas informações divulgadas pelas empresas de modo a identificar a relação entre elas. Segundo Cervo e Bervian (1996, p. 49) a pesquisa descritiva “procura descobrir, com a previsão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com os outros, sua natureza e características, correlacionando fatos ou fenômenos sem manipulá-los”.

Com base nos procedimentos técnicos utilizados, essa pesquisa caracteriza-se por ser documental, tendo em vista que utiliza as informações do Formulário de Referência e das Demonstrações Contábeis e Financeiras publicadas pelas companhias abertas, além de utilizar

informações retiradas da B3. Para Silva *et al.* (2009, p. 4561) “na pesquisa documental, parte-se de um amplo e complexo conjunto de dados para se chegar a elementos manipuláveis em que as relações são estabelecidas e obtidas as conclusões”.

Esta pesquisa teve sua população composta por 100 companhias abertas listadas na B3 que fazem parte do Índice IBrX 100 na carteira de setembro a dezembro de 2018. Entretanto, do total das cem empresas, vinte e três companhias foram excluídas da amostra. Dessas, quinze são instituições financeiras e, portanto, possuem um sistema legal diferente e três empresas foram desconsideradas por estarem em duplicidade no índice. Por conseguinte, a amostra é composta por 82 companhias abertas.

Os dados coletados em outubro de 2018 se referem ao período de 2013 a 2017. O início em 2013 se refere a Lei nº 12.846, publicada em 1º de agosto de 2013, conhecida como “lei anticorrupção” e que segundo Abreu Júnior (2015) resultou na expectativa de que as companhias brasileiras apresentem maior estímulo em adotar medidas mais rigorosas de *compliance* e também dos mecanismos e práticas de governança corporativa afim de, não somente adquirir novos investidores, mas para atender a legislação.

Para determinar as variáveis da pesquisa e a devida coleta dos dados, utilizou-se os estudos de Dickinson (2011), para os estágios do ciclo de vida, Benini *et al.* (2017) para as variáveis de governança corporativa e Cormier, Demaria e Magnan (2017) para o EBITDA. Sendo assim, as variáveis escolhidas e a fonte de dados para cada uma delas estão demonstradas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Variável	Descrição	Coleta
Variável dependente		
EBITDA	Valor do EBITDA	DFP
Variáveis independentes		
Segmento de Governança Corporativa	Classificação em Tradicional, N1, N2 e NM	B3
Membros do Conselho de Administração	Número de membros do conselho de administração	Formulário de Referência – item 13.2
Conselho Fiscal	Existência do conselho fiscal na empresa	Formulário de Referência – item 13.2
Tamanho da Empresa (Controle)	Ativo total	DFP
Setor de Atuação (Controle)	Setores das empresas envolvidas	B3
Vendas Líquidas (Controle)	Valor da venda líquida	DFP
Ciclo de Vida	Nascimento, Crescimento, Maturidade, Turbulência (Inicial, Intermediária e Final) e Declínio (Inicial e Final)	

Fonte: elaborado a partir de Benini *et al.* (2017), Cormier, Demaria e Magnan (2017) e Dickinson (2011).

Para melhor representar a relação entre as variáveis do estudo, os valores do EBITDA e as vendas líquidas foram divididas pelo ativo total das companhias em cada um dos anos da análise. De modo que seja possível realizar análises da significância e relação das variáveis com maior precisão.

Como variável dependente tem-se o EBITDA, o qual representa a geração bruta de caixa, coletado dos relatórios financeiros publicados pelas companhias. Já as variáveis independentes são mecanismos de governança corporativa e variáveis de controle.

Tendo em vista que o objetivo do estudo é identificar a influência da governança corporativa no EBITDA, considerando os estágios de ciclo de vida, foi utilizado o método de regressão para dados de painel (balanceado).

Considerando o exposto, foi elaborada a equação 01:

$$EBITDA_{it} = \alpha + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 CA_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 VEN_{it} + \beta_6 SET_{it} + \beta_7 Ciclo_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

$EBITDA_{it}$ = EBITDA da companhia i no período t , ponderado pelo ativo total no período t ;

GC_{it} = nível de governança corporativa da companhia i no período t ;

CA_{it} = número de integrantes do conselho fiscal da companhia i no período t ;

CF_{it} = existência de conselho fiscal da companhia i no período t ;

TAM_{it} = tamanho da companhia i no período t , medido pelo logaritmo natural do ativo total no período t ;

VEN_{it} = vendas líquidas da companhia i no período t , ponderada pelo ativo total no período t ;

SET_{it} = setor de atuação da companhia i no período t ;

$Ciclo_{it}$ = variável dummy que demonstra se avariável companhia – período está no estágio de ciclo de vida, sendo que o valor 1 se refere a fase do ciclo de vida analisado e o valor 0 para os demais.

O modelo incorporou todos os estágios do ciclo de vida, com exceção a maturidade, que serviu de parâmetro para a análise deste modelo. Para verificar qual dos modelos é o mais adequado entre *pooling*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios na estimação com dados em painel, foram realizados os testes LM de Breusch-Pagane Hausman para identificar qual é o melhor modelo de estimação. Com base nos testes realizados (resultados não apresentados no estudo), a modelagem obtida por efeitos fixos é a mais consistente para os parâmetros da equação.

Levando-se em conta o objetivo principal da pesquisa e considerando os estudos anteriores sobre esse indicador e demais variáveis utilizadas nesse estudo, foram traçadas hipóteses de pesquisa a fim de nortear o estudo.

Silveira (2004) destaca a relação do tamanho das empresas com a governança corporativa, onde empresas maiores muitas vezes apresentam mais problemas de agência o que pode, então, incentivar o uso de práticas de boa governança a fim de mitigar esses problemas. Ainda, empresas maiores possuem mais recursos financeiros para implantar as práticas recomendadas. Da mesma forma, Klapper e Love (2004) revelam ter encontrado evidências que demonstram a relação positiva do tamanho das empresas nas práticas de governança corporativa adotadas. Os autores explicam que empresas maiores possuem mais conflitos de interesse e, portanto, necessitam de melhores mecanismos de governança corporativa. E, por outro lado, empresas menores normalmente apresentam maior expectativa de crescimento, que também demanda melhores mecanismos de controle e governança corporativa. Objetivando-se identificar a influência do tamanho das companhias como mecanismo de governança corporativa, traçou-se a seguinte hipótese: **H1: Existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o EBITDA.**

Muitos investidores levam em consideração o nível de governança corporativa na tomada de decisões. Tendo em vista que quanto mais controles as empresas possuem, maior a segurança passada para os investidores. A B3 criou os diferentes níveis de governança corporativa para desenvolver o mercado de capitais no Brasil, de modo que é possível analisar diferentes perfis de companhias com base na divisão por segmentos. Cada um dos segmentos possui regras diferentes quanto às práticas de governança corporativa e a adoção, voluntária, pode aumentar o *valuation* das empresas (CVM, 2002). No estudo de Cormier, Demaria e Magnan (2017), foram encontradas evidências de que em empresas com nível de governança mais baixa, a divulgação do EBITDA ajuda os investidores a avaliarem melhor o resultado. Contudo, em entidades com nível de governança maior, a divulgação do EBITDA não tem um

impacto tão grande para a análise dos investidores. Diante do exposto, surgiu a segunda hipótese: **H2: Existe uma relação positiva entre o nível de governança corporativa e o EBITDA.**

O conselho fiscal, segundo o IBGC (2015, p. 82) “representa um mecanismo de fiscalização independente dos administradores para reporte aos sócios, instalado por decisão da assembleia geral, cujo objetivo é preservar o valor da organização”. Trapp (2009) explica que em companhias com nível alto de adoção às práticas de governança corporativa a atuação do conselho fiscal é crucial para o controle da qualidade das informações contábil apresentadas pelas empresas aos investidores. Com base no que foi destacado, foi elaborada a seguinte hipótese: **H3: Existe uma relação positiva entre a existência de conselho fiscal e o EBITDA.**

O conselho de administração tem a função de proteger o patrimônio líquido da empresa, além de orientar a diretoria quanto à maximização do retorno do investimento, de forma a alavancar o desempenho econômico-financeiro (CVM, 2002). É papel do conselho de administração as decisões estratégicas. Além disso, os membros devem garantir que os diretores e administradores sempre se atentem aos princípios e valores da companhia (IBGC, 2015). Moura, Franz e Cunha (2015) expõem que empresas com níveis mais altos de governança corporativa e com forte independência do conselho de administração demonstram maior persistência dos resultados e informações contábeis mais consolidadas. Assim sendo, traçou-se a hipótese a seguir: **H4: Existe uma relação positiva entre o número de membros do conselho de administração e o EBITDA.**

Correia *et al.* (2010) destacam que a partir da análise do estágio de ciclo de vida das companhias é possível explorar a influência da fase das empresas nas mudanças organizacionais e os instrumentos gerenciais utilizados pela administração. Ainda, a partir da teoria do ciclo de vida das empresas é possível explicar a evolução das entidades e explorar as análises quanto aos comportamentos que as companhias apresentam em cada etapa de vida. Lima *et al.* (2015) encontraram evidências que sugerem que o estágio de ciclo de vida das entidades tem influência na qualidade das informações contábeis divulgadas. Os autores explicam que nos estágios de ciclo de vida que apresentam qualidade mais baixa das informações contábeis, implicam em maiores análises de desempenho e risco e, também afetam a avaliação das empresas. Considerando o relato, surgiu a última hipótese. **H5: Existe uma relação positiva entre o estágio de ciclo de vida das empresas e seus EBITDA.**

4 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção é dividida em duas partes: a primeira demonstra os resultados obtidos na regressão dos estágios de ciclo de vida de forma comparativa com o EBITDA; e a segunda, apresenta o resultado e a análise das demais variáveis com base nas hipóteses da pesquisa.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Essa seção tem o objetivo de apresentar a análise estatística das variáveis desse estudo. Os resultados da regressão dos estágios de ciclo de vida obtidos na pesquisa são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Análise dos estágios de ciclo de vida versus variáveis de interesse

		EBITDA	Tamanho da Firma	Vendas	Conselho Fiscal	Conselho de Administração
Nascimento	Observações	16	16	16	16	16
	Média	0,0805	16,299	0,667	0,687	8,084
	Desvio Padrão	0,400	0,687	0,276	0,478	2,305
Crescimento	Observações	117	117	117	117	117
	Média	0,107	16,403	0,573	0,743	9,561
	Desvio Padrão	0,477	1,250	0,458	0,438	3,827
Maturidade	Observações	226	226	226	226	226
	Média	0,130	16,349	0,670	0,672	9,272
	Desvio Padrão	0,699	1,367	0,522	0,470	3,828
Turbulência Inicial	Observações	3	3	3	3	3
	Média	0,778	16,032	0,770	0,666	9,03
	Desvio Padrão	0,542	1,293	0,419	0,577	0,875
Turbulência Intermediária	Observações	1	1	1	1	1
	Média	0,102	16,677	0,518	1,000	7,000
	Desvio Padrão					
Turbulência Final	Observações	35	35	35	35	35
	Média	0,930	16,031	0,415	0,685	9,342
	Desvio Padrão	0,116	0,884	0,294	0,471	5,024
Declínio Inicial	Observações	1	1	1	1	1
	Média	0,594	16,024	0,517	1,000	7,000
	Desvio Padrão					
Declínio Final	Observações	2	2	2	2	2
	Média	0,118	15,655	1,444	0,500	7,5
	Desvio Padrão	0,024	0,408	0,383	0,707	2,121
Total	Observações	401	401	401	401	401
	Média	0,117	15,971	0,623	0,685	9,228
	Desvio Padrão	0,070	2,704	0,485	,464	3,885

Fonte: elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Com relação ao EBITDA, foi verificado valores médios maiores nos estágios de turbulência final (0,930), turbulência inicial (0,778) e declínio final (0,594). Resultados estes esperados tendo em vista que empresas em fases de turbulência e declínio possuem maior maturidade e experiência, portanto, apresentam resultados melhores. Já as médias menores de EBITDA são nas fases de nascimento (0,081), turbulência – intermediária (0,102) e crescimento (0,107), isso sugere que empresas nestas fases tendem a apresentarem resultados menores comparando com empresas mais bem consolidadas.

No que se refere ao tamanho das companhias, em média as empresas em fase de turbulência (16,677), crescimento (16,403) e maturidade (16,349) possuem tamanho maior. Resultados estes que confirmam os achados no estudo de Paulo *et al.*, onde também foram encontrados valores em média mais altos nos estágios de crescimento, maturidade e turbulência. Já as empresas em declínio final (0,15,655), declínio inicial (16,024) e turbulência final (16,031) estão mais próximas do final do ciclo de vida, logo têm tamanho menor.

Quando observada as vendas, os resultados demonstram que em média as empresas em declínio final (1,444), turbulência inicial (0,770) e maturidade (0,670) evidenciam valores maiores de vendas. Enquanto que entidades em fase de turbulência final (0,415), declínio inicial (0,517) e turbulência intermediária (0,518) demonstram valores mais baixos de vendas líquidas.

Foi observado que as companhias em fase de turbulência intermediária (1,000), declínio inicial (1,000) possuem conselho fiscal em todos os períodos analisados. Já as empresas em declínio inicial (0,500) e turbulência inicial (0,666) apresentam em média menor adesão a criação de conselho fiscal.

Já no que se refere a quantidade de membros no conselho de administração, a média do número de membros foi maior nos estágios de crescimento (9,561), turbulência final (9,342) e maturidade (9,272). Por outro lado, os estágios com média menor de número de membros foram o declínio final (7,000), turbulência intermediária (7,000) e declínio final (7,500).

4.2 ANÁLISE DAS HIPÓTESES

O objetivo desta seção é analisar as hipóteses da pesquisa com base nos resultados encontrados com a finalidade de identificar a relação entre as variáveis do estudo. Dessa forma, os resultados obtidos estão evidenciados na Tabela 2.

Tabela 2 – Resultados do Modelo

Variáveis	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
EBITDA	.	.
Constant	-0.141	0.366***
Tamanho	0.006	-0.016***
Venda Líquida	0.232***	0.059***
Conselho Fiscal	-0.006	-0.005
Conselho de Administração	0.002**	0.002***
Nascimento	-0.008	-0.027*
Crescimento	-0.003	-0.012**
Turbulência – Inicial	0.011	-0.020
Turbulência – Intermediária	0.008	-0.003
Turbulência - Final	0.022**	0.007
Declínio Inicial	-0.031	-0.057
Declínio Final	-0.009	-0.009
Nível 1		-0.060**
Nível 2		-0.042
Novo Mercado		-0.037
Observações	401	401
Nº de companhias	82	82
R ²	0.260	
R ² ajustado	0.038	,
F test	9.817	
LM de Breusch-Pagan	154,32	0,000
Hausman	42,71	0,000

***, ** é significativo ao nível de 1%, 5%, respectivamente.

Nota: Setores de atuação foram controlados, porém não foram significativos.

Fonte: elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Com base na Tabela 2 é possível verificar que os níveis de governança não são significativos para explicar valor do EBITDA das companhias, sugerindo, assim, que a segregação por nível de governança corporativa da B3 não é um bom preditor das características de governança das companhias. Esse achado contraria o estudo de Cormier, Demaria e Magnan (2017), que considera o nível de governança corporativa uma boa medida de previsão do EBITDA. Com esse resultado rejeita-se a hipótese 2, de que existe uma relação positiva entre o nível de governança corporativa e o EBITDA.

O número de membros do conselho de administração não é significativo, porém é positivo com relação a variável dependente, conforme o descrito na hipótese 4, a qual refere-se a uma relação positiva entre o número de membros do conselho de administração e o EBITDA. Os resultados obtidos refletem o compromisso que o conselho de administração tem com as decisões estratégicas e o desempenho da companhia. Dessa forma, corrobora com o estudo de

Moura, Franz e Cunha (2015) que apresentam relação positiva entre o conselho de administração e maior persistência dos resultados e informações contábeis mais consolidadas.

Além disso, a existência do conselho fiscal, demonstrou relação negativa com o EBITDA. O que contraria a hipótese 3, de que existe uma relação positiva entre essas variáveis, e o estudo de Trapp (2009) no que se refere ao impacto da atuação do conselho fiscal na qualidade das informações aos investidores, tais como, o EBITDA.

Com base nos resultados, é possível verificar que o tamanho das companhias não é significativo na relação com o EBITDA. Resultado que vai de encontro com a hipótese 1, de que existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o EBITDA. Sendo assim, é contrária os estudos de Silveira (2004) e Klapper e Love (2004) que identificaram relação positiva entre o tamanho das empresas e as práticas de governança corporativa.

Quando considerado a influência dos estágios de ciclo de vida das companhias e o EBITDA, é possível perceber que no estágio de turbulência – final, as companhias apresentam EBITDA maior, em média, 2%, em relação as empresas de maturidade. Esse resultado é oposto ao encontrado no estudo de Paulo *et al.* (2018), em que foram encontradas evidências que sugerem que empresas no estágio de maturidade possuem EBITDA superior ao das empresas em turbulência.

Para os demais estágios do ciclo de vida organizacional, os resultados não foram significativos. Assim, é possível rejeitar a hipótese 5 de que existe relação positiva entre o estágio de ciclo de vida das empresas e seus EBITDA. Logo, contraria o estudo de Lima *et al.* (2015) onde foi identificado que o estágio de ciclo de vida das entidades tem influência na qualidade das informações divulgadas pelas companhias. Dessa forma, a fase de ciclo de vida não demonstra ter relação com o EBITDA.

Em resumo, com base nos resultados obtidos, a hipótese 4, quanto a relação positiva do número de membros do conselho de administração e o EBITDA, foi a única aceita. Com relação as hipóteses 1 e 3, os resultados apresentados foram contrários. Dessa forma, esse estudo demonstra relação negativa entre o tamanho da empresa e existência de conselho fiscal com o EBITDA. Já as hipóteses 2 e 5 foram rejeitas. Considerando a relação da governança corporativa e o EBITDA (hipótese2), os resultados não demonstraram significância para fazer análise. E quanto aos estágios de ciclo de vida (hipótese 5), estes não demonstraram relação significativa para confirmar relação positiva com o EBITDA.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa foi analisar a influência da governança corporativa e do ciclo de vida no EBITDA. Para isso, foram analisados os dados das companhias listadas no Índice IBrX 100 da B3, no período de 2013 a 2017. O estudo considerou o EBITDA como única variável dependente e como variáveis independentes o tamanho das entidades, os níveis de governança corporativa, o número de membros do conselho de administração, a existência do conselho fiscal, o estágio do ciclo de vida das companhias e o setor de atuação.

Relacionando os dados obtidos com o objetivo da pesquisa e as hipóteses traçadas, foram encontradas evidências de que a relação entre o tamanho das empresas e o EBITDA não é significativa, assim como a segregação por nível de governança corporativa da B3 não é um bom preditivo das características de governança das companhias, indo de encontro aos resultados apresentados em Cormier, Demaria e Magnan (2017). Tal resultado rejeita a hipótese 2, podendo ter acontecido em virtude das diferenças da governança corporativa no Canadá e no Brasil.

Quanto ao tamanho do conselho de administração, o mesmo também não se mostra significativo. No entanto, a variável apresenta relação positiva com o EBITDA, confirmando a hipótese 4, corroborando com Moura, Franz e Cunha (2015), o que pode ser um reflexo da

posição estratégica no processo de tomada de decisão, bem como no desempenho das empresas, proporcionado pelo conselho de administração. Já no que tange ao conselho fiscal, o mesmo apresentou associação negativa com o EBITDA, rejeitando a hipótese 3 e indo de encontro ao elucidado no estudo de Trapp (2009).

Outro ponto de destaque é com relação aos estágios de ciclo de vida das companhias e o EBITDA. Nesta pesquisa foi verificado que as empresas em estágios de turbulência e declínio apresentam, em média, resultados melhores. Isso acontece devido ao fato de já possuírem maior maturidade e experiência. Por outro lado, as empresas em fases de nascimento e crescimento evidenciam, em média, EBITDA com valores mais baixos. Esses resultados são contrários à pesquisa de Paulo *et al.* (2018), os quais salientam que empresas no estágio de maturidade possuem EBITDA superior ao das empresas em turbulência.

Sendo assim, esta pesquisa se mostra relevante no tocante das análises de desempenho e projeções de analistas de investimentos, que consideram o EBITDA como um importante indicador de resultado. Além do mais, as análises quanto à governança corporativa e o ciclo de vida também auxiliam nas tomadas de decisões de investidores. Portanto, com base nos resultados obtidos, essa pesquisa auxilia os interessados no mercado de capitais. Ainda, o estudo contribui para a literatura, principalmente a brasileira, em que existem poucas pesquisas que compreendem tanto o EBITDA como a governança corporativa e ciclo de vida.

Levando-se em conta os dados obtidos e as análises realizadas, sugere-se para estudos futuros a ampliação da amostra de modo a compreender todas as empresas listadas na B3 de forma a analisar com maior precisão a relação que a governança corporativa e o ciclo de vida das empresas têm com o EBITDA.

REFERÊNCIAS

ABREU JUNIOR, R. M. **Lei anticorrupção brasileira: o impacto nas estruturas de governança corporativa das instituições financeiras do estado do Rio Grande do Sul**. 2015. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal de Santa Catarina, USC, Florianópolis, 2015.

ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S. COSTA, F. M. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: Estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 2, n. 2, p. 118-131, jan./abr., 2008.

ALMEIDA, M. *et al.* Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: Um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas na bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 14, n. 5, p. 907-924, set./out., 2010.

B3. **Comparativo dos segmentos de listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 20 out. 2018.

B3. **Índice Brasil IBrX 100**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm>. Acesso em: 27 set. 2018.

BENINI, D. et al. Governança corporativa e remuneração dos executivos: um estudo das empresas que compõe o índice IBrX 100 da BM&FBOVESPA. In: Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 14., São Paulo, 2017. **Anais...** São Paulo: USP, 2017.

BIANCHI, M.; NASCIMENTO, A. M. A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente. In Congresso Internacional de Custos, 9., Florianópolis, 2005. **Anais...** Florianópolis, 2005.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, Cidade do México, v. 59, n. 3, p. 137-164, jun./set., 2014.

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

CERVO, A.; BERVIAN, P. **Metodologia científica**. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1996.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012**. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst527.html>>. Acesso em: 18 out. 2018.

CORMIER, D.; DEMARIA, S.; MAGNAN, M. Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants? **Managerial Finance**, Québec, 43, n. 2, p. 193-211, jan.2017.

CORREIA, R. B. *et al.* Análise dos modelos de ciclo de vida organizacional aplicados em pesquisas empíricas. In: Congresso Brasileiro de Custos, 27., Belo Horizonte, 2010. **Anais...** Belo Horizonte: CBC, 2010.

CORREIA, R. B. *et al.* Um estudo empírico sobre ciclo de vida e estágios organizacionais. **Revista de Administração e Contabilidade**, Feira de Santana, v. 5, n. 2, p. 129-145, maio/ago., 2013.

DIAZ, F. **EBITDA - “Uma visão crítica”**. 2002. 33 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2002.

DICKINSON, V. Cash flow patterns as a Proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, Mississippi, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, nov., 2011.

ELLIOT, B.; ELLIOT, J. **Financial Accounting and Reporting**. 14. Ed. Harlow: Pearson, 2011.

FERREIRA, R. N. **Governança Corporativa e Desempenho: Uma análise em empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. 275 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2012.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. EBITDA: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 07-24, set./dez., 2007.

IÇO, R.; BRAGA, J. EBITDA: Lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional. **Revista Contabilidade e Informação: Conhecimento e Aprendizagem**, Ijuí, v. 3, n. 8, p. 39-47, jan./mar., 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 14 out. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 14 out. 2018.

KPMG. **Um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medições não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente**. (2016). Disponível em: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2016/11/br-divulgacoes-contabeisoutubro-2016.pdf>>. Acesso em: 09 out. 2018.

LANZANA, A. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

LIMA, A. *et al.* Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 3, p. 398-418, maio/jun., 2015.

MACEDO, M. *et al.* Análise da relevância do EBITDA versus Fluxo de Caixa Operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 5, n. 1, p. 99-130, jan./abr. 2012.

MARTINS, S.; SILVA, T.; BARROS, A. Governança corporativa: teoria e prática. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, Santos, v. 1, n. 3, p. 76-90, out./dez., 2005.

MOMOSE, C. **EBITDA: sua utilização e interpretação no contexto da qualidade das informações contábeis na visão dos analistas de mercado de capitais**. 2009. 119 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Curso de Ciências Contábeis. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2009.

MOREIRA, A. *et al.* Um estudo comparativo do EBITDA e do Fluxo de Caixa Operacional em empresas brasileiras do setor de telecomunicações. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 4, n.3, p. 05-22, set./dez., 2014.

MOURA, G.; FRANZ, L.; CUNHA, P. Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. **Contaduría y Administración**, Cidade do México, v. 60, p. 423-446, abr./jun. 2015.

PAULO, E. *et al.* Influência do ciclo de vida das firmas na relação entre fluxo de caixa operacional e EBITDA. In: EnANPAD, 42., Curitiba, 2018. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2018.

PEREIRA, S. B. C.; EID JUNIOR, W. Medidas de criação de valor e retorno de ações. In: EnANPAD, 26., Salvador, 2002. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

RICHARDSON, R. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, A.; GOMES, J. S. **Contabilidade empresarial: textos e casos sobre CPC e IFRS**. Rio de Janeiro: Campus, 2014.

ROSS, S. *et al.* **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015

ROSSETTI, J.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ROTTA, C. **Governança corporativa e as decisões de investimento**. 2004. 106 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, Porto Alegre, 2004.

SCHIFRIN, M. **Meu vizinho Warren Buffett: conheça os maiores investidores anônimos do mundo e aprenda com eles**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SILVA, L. *et al.* Pesquisa documental: Alternativa investigativa na formação docente. In: Congresso nacional de educação, 9., Curitiba, 2009. **Anais...** Curitiba: EDUCERE, 2009.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Doutorado em Administração. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: Teoria e prática**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

TRAPP, A. C. G. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22. p. 103-132, dez., 2004.