

Efeito Da Governança Corporativa Na Gestão Do Capital De Giro Das Organizações Listadas No Índice S&P500

Alessandro Lepchak

Departamento De Ciências Contábeis, Universidade Estadual Do Centro Oeste – Unicentro, Brasil.

Jaqueline Cavalari Sales

Universidade Federal Do Paraná – Ufpr, Brasil.

Resumo:

Introdução: O propósito desta pesquisa foi identificar fatores relacionados à governança corporativa que influenciam as métricas da gestão do capital de giro das organizações listadas no índice S&P500.

Materiais e métodos: A partir da listagem de 500 empresas, foi organizada a base de dados que, após as exclusões, resultou em 195 empresas e 1557 linhas, com recorte temporal entre 2009 a 2018. A abordagem do problema é quantitativa e utilizou-se das seguintes técnicas: estatística descritiva, correlação e regressão de dados em painel. Ao todo foram testadas oito equações sendo uma para cada métrica relacionada ao capital de giro, sendo elas: prazo médio a receber, permanência dos estoques, prazo médio de contas a pagar, ciclo de conversão de caixa, giro dos estoques, liquidez corrente, caixa e equivalentes de caixa e eficiência de conversão de caixa. Com um painel desbalanceado foram regredidas, por meio de testes de efeitos fixos e aleatórios, as variáveis de capital de giro com as principais variáveis de governança corporativa encontradas na literatura. Todas as equações apresentaram problemas de autocorrelação e heterocedasticidade que foram tratados por meio de estimação robusta.

Resultados: Os resultados apontam que o tamanho do conselho, o grau de independência de seus membros e o escore relacionado ao comprometimento com os princípios de governança exercem algum tipo de efeito sobre a gestão do capital de giro. Variáveis de controle também foram utilizadas e as equações F e G retornaram um maior r^2 com 28,56% e 25,57% respectivamente.

Conclusão: Os resultados deste estudo se alinham às preferências de fontes de financiamento preconizadas pela Pecking Order.

Palavras-chaves: *Gestão do Capital de Giro; Governança Corporativa; Conselho de Administração.*

Date of Submission: 13-07-2025

Date of Acceptance: 23-07-2025

I. Introdução

No atual contexto corporativo, as decisões estratégicas conduzem as organizações à decisões operacionais que são refletidas nos valores presentes do capital de giro. Palombini e Nakamura (2012) dissertam que os gestores financeiros dedicam significativa parcela de tempo e esforço no gerenciamento e equilíbrio dos realizáveis e exigíveis de curto prazo.

O capital de giro altera o valor da empresa por afetar diretamente o fluxo de caixa livre das organizações (Berk, DeMarzo, & Harford, 2012). Os componentes de capital de giro incluem recebíveis, estoque, contas a pagar e ainda a utilização do dinheiro de forma eficiente para as operações cotidianas. A otimização dos saldos de capital de giro ajuda a minimizar a obtenção de novas fontes de capital que por sua vez colabora no aumento do fluxo de caixa livre (Ganesan, 2007).

Gill e Biger (2013) comentam que o conselho de administração e os CEO's são responsáveis pela formulação de políticas em relação à gestão de caixa, contas a receber, formação e manutenção de estoques, contas a pagar e todas as outras políticas da organização. Assim, o tamanho do conselho e a dualidade do CEO desempenham um papel importante na organização e podem levar a altos saldos de caixa, alto volume de contas a receber, grande quantidade de contas a pagar, ciclo de conversão de caixa rápido dentre outras situações que colaborem ou não para a estratégia da organização.

Políticas ruins sobre contas a receber, contas a pagar e gestão dos estoques têm um impacto negativo no ciclo de conversão de caixa. A política para manter altos saldos de caixa pode refletir a própria aversão ao risco da administração e isso pode causar um problema de agência porque o conselho de administração e o CEO podem manter saldos que não maximizam a riqueza dos acionistas (Gill & Shah, 2012).

A busca pelo nível ótimo de investimento em capital de giro é diretamente ligada às questões que envolvem o custo de oportunidade. CEO's e conselho de administração buscam níveis ótimos de estrutura de capital (se é que existe) e essa procura passa diretamente pela composição do capital de giro, pois parte das origens

captadas por meio de capitais próprios e de terceiros, passará compulsoriamente a compor contas de capital de giro em virtude da evidência das aplicações dos recursos. Os agentes procurarão dar o melhor destino para os valores captados e assim, o custo de oportunidade é fator de importante análise no momento das decisões estratégicas e operacionais.

A fim de levantar capital para um investimento, os gestores poderiam facilmente dispor de ativos circulantes líquidos, adotando uma política agressiva de capital de giro, como pressionar por níveis mais baixos de estoque e diminuir os prazos de crédito dos clientes. Em empresas com baixo nível de monitoramento e com poucos instrumentos para disciplinar as decisões administrativas, os gestores podem decidir não investir em projetos com valor presente líquido positivo, ou podem até decidir investir em projetos com valor presente líquido negativo. (Palombini & Nakamura, 2012).

O estudo do capital de giro é fundamental para que as empresas avaliem e recuperem todos os custos e despesas incorridos durante seu ciclo operacional. Serve efetivamente para medir quanto do lucro desejado, por meio da venda de bens e serviços, se converte em recursos disponíveis para a organização. Auxilia ainda na viabilidade financeira da organização de modo a assegurar o equilíbrio financeiro da empresa por meio do controle eficaz das atividades operacionais, de investimento e financiamento (Hoji, 2014).

Um dos mais importantes itens que compõem o capital de giro é o disponível, neste trabalho comumente chamado de 'caixa'. Caixa que entra e caixa que saia da entidade são os eventos mais importantes que podem ocorrer e sobre os quais as mensurações contábeis estão baseadas (Hendriksen & Breda, 2015). Assim seu significado está ligado ao relacionamento entre capital e lucro, pois representa o poder de compra que pode ser imediatamente transferido para qualquer indivíduo ou organização, suprimindo então necessidades específicas de aquisição de bens e serviços desejados e disponíveis na economia.

O excesso de caixa em contas de balanço não é necessariamente um aspecto bom para a empresa. Dinheiro desnecessário pode ser acumulado devido à má governança corporativa. A teoria do trade off e a teoria do pecking order geralmente explicam o padrão de liquidez e composição de caixa. As empresas, de acordo com a teoria do trade off, definem seu nível ideal de caixa e participações ponderando os custos marginais e os benefícios marginais de manter determinados níveis de caixa no capital de giro (Myers, 1984, 2001; Shyam-Sunder & Myers, 1999). Os benefícios da posse de dinheiro podem ocasionar redução na probabilidade de dificuldades financeiras, manter as políticas de investimento e ainda minimizar custos de captação de recursos externos ou de liquidação de ativos existentes (Gill & Biger, 2013).

Gitman (1997) divide o capital de giro em duas classes, aqueles que atendem às demandas sazonais da organização e o nível permanente de capital de giro aplicado no negócio. O nível permanente de capital de giro corresponde àquele que não varia de acordo com as mudanças de curto prazo nas atividades de negócios das empresas. Por outro lado, o nível de capital de giro que supre as demandas sazonais da organização é volátil e mais complexo de ser analisado.

A maioria dos estudos sobre gestão de capital de giro tem se concentrado em suas relações com a lucratividade da empresa, avaliando o impacto das políticas de capital de giro na criação de valor para o acionista. Palombini e Nakamura (2012) afirmam que na literatura internacional, especialmente nos principais jornais financeiros e contábeis, há poucos estudos empíricos testando teorias modernas sobre finanças corporativas a esse respeito. Diante do exposto emerge a seguinte questão que norteia a presente pesquisa: Quais fatores relacionados à governança corporativa influenciam as métricas de gestão do capital de giro das organizações listadas no índice S&P500? O objetivo principal deste estudo é identificar fatores relacionados à governança corporativa que influenciam as métricas de gestão do capital de giro das organizações listadas no índice S&P500.

A importância do estudo se concentra em i) melhorar a tomada de decisões corporativas no tocante ao conhecimento e domínio acerca das estratégias de financiamento de capital de giro; ii) dadas as dificuldades de obtenção de financiamento para as necessidades permanentes de capital de giro, o estudo da gestão do capital de giro se mostra importante para um bom desempenho operacional; e iii) os estudos se concentram em aplicações e adaptações da análise dinâmica do capital de giro baseados no modelo Fleuriet (Monteiro, 2003) ou em comparações entre capital de giro e lucratividade ou rentabilidade (Costa, Macedo, Câmara, & Batista, 2013), em avanço este estudo busca explicações das estratégias de capital de giro na compreensão de alguns mecanismos de governança corporativa.

II. Materiais E Métodos

A presente pesquisa se posiciona como descritiva. Desta forma procura descrever o contexto das estratégias do capital de giro em relação aos mecanismos de governança corporativa. A pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos do mundo físico e especialmente do mundo humano (variáveis) sem manipulá-los (Gil, 2008; Longaray et al., 2008; Richardson, 2008).

A abordagem do problema proposto é tratada por meio da pesquisa quantitativa tanto para a coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas. A abordagem quantitativa é comumente aplicada nos estudos descritivos que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis, bem como nos que

investigam a relação de causalidade entre fenômenos. Aqui pretende-se examinar os determinantes das variáveis relacionadas ao capital de giro por meio dos aspectos inerentes à governança corporativa. Com a abordagem quantitativa é possível recorrer a ferramentas econométricas para descrever as causas das relações entre as variáveis estudadas. Deste modo, é possível fazer inferências a partir das informações coletadas do cotidiano financeiro das empresas.

A população analisada consiste nas empresas de capital aberto listadas no índice S&P500, com informações disponíveis na base de dados Refinitiv - Thomsom Reuters®. A opção de escolha a partir de uma base de dados deu-se em relação ao acesso na obtenção dos referidos dados e também por considerar a obrigação legal das empresas em divulgar seus relatórios contábeis e relatórios de referência. Aliada a esta escolha tem-se ainda o critério de confiabilidade dos dados coletados.

O recorte temporal em relação à coleta dos dados foi efetuado com base na disponibilidade das informações na base de dados Thomsom Reuters®. Primeiramente, a longitude de tempo delineada foi de vinte anos, porém, muitos dados perdidos foram retornados na base de dados. De modo a obter uma consistência maior na base de dados o recorte foi diminuído para dez anos, logo o período analisado foi de 2009 a 2018. Como os dados de governança corporativa alteram-se anualmente e são divulgados com esta periodicidade, os dados foram estruturados de forma longitudinal com periodicidade anual.

Para delimitar a amostra ainda foram promovidas exclusões em virtude de algumas condições, a saber: empresas do setor financeiro

Tabela 1 – Base de Dados e Exclusões

Exclusões	Linhas	Empresas
Total População	5000	500
(-) Sem Dados Gerais	-500	-50
(-) Financeiras e Seguradoras	-250	-25
(-) Sem Ativos	-23	0
(-) Sem Caixa e Equivalentes	-104	-6
(-) Sem Ativo Circulante	-289	-28
(-) Sem Caixa Operacional	-2	0
(-) Sem Inventário	-564	-49
(-) Sem Prazos Médios	-36	-1
(-) Sem Receita	-42	-1
(-) Sem Contas a Receber	-36	-1
(-) Mahalanobis (outliers)	-1253	-49
(-) Painel Desbalanceado	-151	-70
(-) Sem Dados de Governança	-193	-25
Amostra	1557	195

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Outliers foram removidos da amostra de acordo com manobra de Mahalanobis, que avalia valores discrepantes sobre os resultados dos modelos de regressão (Gujarati, 2006; Wooldridge, 2014). Foram mantidas no painel empresas em que constavam dados em, no mínimo, 50% do período analisado (Barth, Cram, & Nelson, 2001; Gulen & Ion, 2016). Outros dados foram excluídos conforme indisponibilidade de informações de acordo com o objeto principal deste estudo, como dados de Caixa, Inventário, Prazos Médios, Contas a Receber, Governança, dentre outros. Assim, o painel desbalanceado resultou em 1557 observações que correspondem a 195 organizações. As 195 empresas analisadas compõem dez setores de acordo com a classificação GICS, setores estes que foram controlados na análise. Segue distribuição das empresas por setor:

Tabela 2 – Distribuição das empresas por setor

Cód	Setor	n	%
g1	Communication Services	3	1.54%
g2	Consumer Discretionary	40	20.51%
g3	Consumer Staples	14	7.18%
g4	Energy	3	1.54%
g6	Health Care	43	22.05%
g7	Industrials	48	24.62%
g8	Information Technology	29	14.87%
g9	Materials	7	3.59%
g10	Real Estate	4	2.05%
g11	Utilities	4	2.05%
	Total	195	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

A maior representatividade na amostra analisada corresponde às indústrias, seguidas do setor de saúde e consumo discricionário. Os setores de energia e comunicações, apesar de poucos representativos foram mantidos

na análise, pois o capital de giro é importante instrumento independente do setor analisado. Como o controle setorial foi realizado na análise quantitativa pode-se visualizar a diferença entre os setores a partir dos resultados da pesquisa.

O estudo aplica a pesquisa correlacional como medição para o processo quantitativo. Este processo de medição é fundamental para a pesquisa quantitativa porque fornece a conexão entre a base fundamental da observação empírica e a expressão matemática das relações quantitativas. Não existe uma medida única que expresse plenamente eficiência e capital de giro e até mesmo dos mecanismos de governança. Por isso, foram escolhidas algumas métricas mais recorrentes nos estudos internacionais a fim de solucionar o problema proposto.

As variáveis dependentes foram determinadas com base em estudo de Gill e Biger (2013) e outros. Além das sete métricas escolhidas por estes autores foi adicionado ainda o índice de permanência dos estoques. As variáveis independentes do presente estudo estão relacionadas em sua maioria às questões inerentes à governança corporativa como tamanho do conselho e características do CEO's. Segue Quadro 1 com o detalhamento das variáveis dependentes e independentes do estudo:

Quadro 1 – Variáveis dependentes e independentes

Variáveis dependentes	cod	Fórmula	Fonte
Prazo médio de contas a receber	ARC	(contas a receber/vendas) * 365 dias.	(Carvalho & Schiozer, 2012; Gill & Biger, 2013; Gill & Shah, 2012; Palombini & Nakamura, 2012; Paniagua, Rivelles, & Sapena, 2018)
Permanência dos estoques	AID	Representa o número de dias dividido pelo volume de negócios.	
Prazo médio de contas a pagar	APD	(contas a pagar/custo da mercadoria vendida) * 365 dias.	
Ciclo de Conversão de Caixa	ANT	Ciclo operacional (pm contas a receber + pm estoques – pm contas a pagar)	
Giro dos Estoques	I	Proporção entre o custo das vendas e o estoque total médio do período fiscal	
Liquidez Corrente	CR	Ativo circulante dividido por passivo circulante	
Caixa e Equivalentes	CEQ	Caixa e Equivalentes de Caixa	
Eficiência de conversão de caixa	CCE	Caixa gerado nas atividades operacionais dividido pelas vendas do período.	
Variáveis independentes	cod	Fórmula	
Board Size	BS	Número de membros do conselho	
CEO Board-Member	CBM	O CEO é membro do conselho? (dummy)	
Audit Board Committee	ABC	Empres possui comitê de auditoria? (dummy)	
Management Score	MS	Pontuação que mede o comprometimento e eficácia da empresa em seguir os princípios de governança (Thompson-Reuters)	
Independent Board Members	IBM	Proporção de conselheiros independentes	
Board Member Compensation	BMC	Remuneração total dos membros do conselho (em dólares)	
CEO Compensation Link to TSR	CCL	Remuneração do CEO está vinculada ao retorno total do acionista (dummy)	

Além das variáveis independentes relacionadas no Quadro 1, foram adicionadas ao modelo econométrico variáveis de controle, sendo elas: tamanho (logaritmo natural do total de ativos), crescimento da receita (crescimento da receita da empresa i no tempo t), sede da empresa (variável dicotômica), idade da organização, desempenho (ROA) e setor (classificação GICS).

Para relacionar as métricas que envolvem os mecanismos de governança corporativa e as variáveis dependentes relacionadas à eficiência do capital de giro fez-se uso da análise de regressão linear múltipla com dados em painel. Este modelo 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. Pode-se descrever o modelo de regressão múltipla para dados em painel da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

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 adequação do referido modelo diversos pressupostos devem ser estabelecidos e determinadas condições serem respeitadas. Para Hair Jr, Anderson, Tatham e Black (2005) estes pressupostos são a linearidade do fenômeno, a normalidade da distribuição dos termos de erro, a variância constante do termo de erro, a independência dos termos de erro, a inexistência de multicolinearidade e a inexistência de outliers.

Assim, para verificação da existência de relação das métricas de governança corporativa sob a gestão do capital de giro, o estudo testou oito equações, sendo uma para cada variável dependente apresentada no Quadro 1.

Equação A: $ARC = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (1)

Equação B: $AID = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (2)

Equação C: $APD = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (3)

Equação D: $ANT = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (4)

Equação E: $I = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (5)

Equação F: $CR = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (6)

Equação G: $CEQ = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (7)

Equação H: $CCE = \alpha + \beta_1BSit + \beta_2CBMit + \beta_3ABCit + \beta_4MSit + \beta_5IBMit + \beta_6BMCit + \beta_7CCLit + \beta_KControleit + \epsilon_{it}$ (8)

A sequência de análise dos resultados contou com uma análise descritiva de todas as variáveis, posteriormente análise por meio de correlação e num terceiro momento foram realizados testes de regressão. A regressão linear múltipla foi testada de modo a identificar multicolinearidade entre as variáveis e na sequência realizou-se testes de Chow, Hausman e Breusch e Pagan para definir qual modelo de dados em painel se adequava à estrutura da análise. Para as equações A, C, E, G e H utilizou-se efeitos fixos e para as equações B, D e F optou-se por efeitos variáveis de acordo com os testes efetuados. Em todas as equações foram detectados indícios de heterocedasticidade pelo teste de Wald e autocorrelação pelo teste de Wooldridge (Wooldridge, 2014). A fim de corrigir estes problemas foi utilizada a estimação robusta tanto para efeitos fixos como para efeitos aleatórios. Os testes de correlação foram efetuados no software SPSS e as regressões, tanto linear como painel foram realizadas no Stata 12.0.

III. Resultados

Primeiramente fez-se uso da estatística descritiva. A Tabela 3 mostra a média, valor máximo e mínimo, desvio padrão para todas as variáveis numéricas e ainda apresenta o indicador VIF correspondente à multicolinearidade para as variáveis independentes.

Tabela 3 – Estatística Descritiva e Multicolinearidade

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv Pad	VIF
ARC	0,23	0,28	132,23	-113,10	10,27	----
AID	81,46	65,61	530,61	1,10	74,75	----
APD	53,46	45,86	456,69	5,46	39,37	----
ANT	79,73	65,29	885,49	-250,24	86,38	----
I	14,94	5,58	333,92	0,69	29,52	----
CR	2,04	1,70	11,85	0,14	1,32	----
CEQ	1.333.452.371	654.160.000	18.620.000.000	3.573.000	1.955.665.077	----
CCE	0,17	0,15	0,93	-1,60	0,12	----
BS	10,89	11,00	25,00	1,00	2,00	1,28
MS	54,78	54,81	99,95	0,05	25,57	1,50
IBM	83,39	84,62	100,00	0,00	8,79	1,42
BMC	2.444.378	2.379.800	23.444.336	144.145	1.025.195	1,45
ASS_LN	23,09	23,03	26,00	18,97	1,10	2,02
REC_CRES	6,73	5,29	177,48	-55,06	15,38	1,11
ID	31,69	26,00	89,00	0,00	20,16	1,65
ROA	0,07	0,07	0,33	-0,37	0,05	1,39

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

ARC – prazo médio de contas a receber; AID – permanência em estoques; APD – prazo médio de contas a pagar; ANT – ciclo de conversão de caixa; I – giro dos estoques; CR – liquidez corrente; CEQ – caixa e equivalentes de caixa; CCE – eficiência de conversão de caixa; BS – board size; MS – management score; IBM – independent board member; BMC – board member

compensation; ASS_LN – ativos totais; REC_CRES – crescimento da receita; ID – idade da companhia em anos; ROA – retorno sobre os ativos. Para as variáveis setor, sede, CEO *board-member*, *audit board committee* e CEO *compensation link to TSR* não foram apresentadas as estatísticas descritivas (variáveis *dummy*). As estatísticas VIF foram geradas por meio de regressão linear múltipla. As empresas possuem contas de adiantamentos, tanto para clientes como para fornecedores, fato este que pode ocasionar dias ‘negativos’ para as variáveis de prazos médios.

Em relação a estatística descritiva das variáveis de gestão de capital de giro, a Tabela 3 evidencia que o prazo médio de contas a receber (ARC) é no máximo de 132,23 dias e o mínimo de -113,10, sendo que o setor que demonstra um prazo mínimo negativo mais relevante é o setor de saúde com -94 dias, sugerindo que o setor recebe antes da execução dos serviços. O mesmo acontece com o setor de Tecnologia da Informação que recebe em -75,9 dias. Em média todos os setores tem um prazo médio de contas a receber de 0,23 dias.

O setor que demonstra ter o prazo médio de contas a pagar (APD) mais dilatado é o setor de energia, seguido pelo setor de tecnologia da informação. O menor prazo é encontrado no setor de consumo discricionário. Em média os setores tem um prazo de 53,4 dias para contas a pagar.

O ciclo de conversão em caixa (ANT) máximo e mínimo de 884,49 dias e -250,24 dias está associado ao setor de tecnologia da informação, enquanto o setor de energia também se destaca apresentando o mínimo de -190,2 dias para a conversão em caixa. Essas observações são coerentes com os maiores prazos de contas a pagar, sugerindo que as empresas desses setores tem maior facilidade em antecipar recebíveis e postergar o pagamento de fornecedores.

O giro dos estoques em número de vezes no período fiscal é maior no setor da indústria, seguido pelo setor de consumo discricionário. Quando avaliado o valor mínimo do giro dos estoques para o conjunto dos dados, o setor de comunicações apresenta o número mais distante (14,3) do geral (0,7) e bem próximo da média dos setores (14,94).

O melhor índice de liquidez corrente (CR) está associado ao setor de tecnologia da informação e o pior índice refere-se ao setor de consumo discricionário. O índice do setor de TI é quase cinco vezes maior que a média de todos os setores, destacando sua atratividade. Os setores de saúde e de consumo cotidiano aparecem na sequência com índices de liquidez de 7,77 e 6,99, respectivamente.

A variável Caixa e Equivalentes de Caixa (CEQ) ficou em média em 1.3 bilhões, com máximo de 18,6 bilhões e mínimo de 3,6 milhões. O caixa gerado nas atividades operacionais dividido pelas vendas do período responde pela eficiência na conversão de caixa (CCE) e mostra que o setor que apresenta maior resultado nessa relação é o setor de energia elétrica com o máximo de 0,93, seguido do setor de saúde com 0,55. Os demais setores obtiveram resultados máximos inferiores a 0,5. Já o setor de saúde apresenta a menor relação com -1,59 de resultado, sendo que também os setores de comunicação, consumo discricionário, energia, indústria e tecnologia da informação apresentam resultados negativos com referência aos valores mínimos desses setores, sugerindo dificuldades de empresas de diferentes setores de converter suas vendas em caixa.

Com relação às variáveis de governança, conforme demonstrado na Tabela 3, o tamanho do conselho (BS) é de 10,89 membros em média, enquanto o número máximo de membros corresponde ao setor de Comunicação, com 25 membros, e o número mínimo no conjunto de dados é referente ao setor da indústria. O maior coeficiente de variação é do setor de comunicação, estando na casa dos 30% e o menor refere-se ao setor de consumo cotidiano ficando próximo de 13%.

A pontuação que mede o comprometimento e eficácia da empresa em seguir os princípios de governança (MS), calculado pela Thompson-Reuters, tem em média o resultado de 54,78 pontos, enquanto a pontuação máxima e mínima refere-se ao setor de consumo discricionário, sendo que o coeficiente de variação específico do setor gira em torno de 47%. Em termos comparativos, o setor que apresenta a menor pontuação é o setor de comunicação com 76,3 pontos e coeficiente de variação perto de 40%. Com exceção deste último setor, os demais apresentaram pontuação sempre acima de 96 pontos, evidenciando um comprometimento da maioria dos setores com os princípios de governança.

Com exceção do setor de energia cuja proporção de conselheiros independentes (IBM) ficou em 79,3%, ficou evidenciado que os demais setores têm entre 80% e 86% de membros independentes no conselho, considerando a média de cada setor, com coeficientes de variação que giram em torno de 10%. Tal fato deve estar relacionado às boas práticas de governança.

A remuneração total dos membros do conselho (BMC) no geral variou de 144 mil a 23,4 milhões, tendo como média o valor de 2,4 milhões e coeficiente de variação próximo a 42%. O montante máximo de remuneração corresponde ao setor de materiais, que apresenta um coeficiente de variação de 122%, o que demonstra a grande heterogeneidade no tratamento dessa questão entre as empresas do referido setor. Nos demais setores, o coeficiente de variação ficou entre 27% e 42%.

Com o propósito de definir qual modelo de regressão melhor se adequa à proposta da pesquisa, foram realizados os testes de Chow, Breush-Pagan e Hausman a fim de escolher o tipo de regressão entre linear, efeitos fixos ou efeitos aleatórios. O modelo de efeitos fixos pretende controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre os indivíduos e mantêm-se constantes ao longo do tempo e o modelo de efeitos aleatórios introduz

a heterogeneidade dos indivíduos no termo do erro. Esse modelo considera a constante não como um parâmetro fixo, mas como um parâmetro aleatório não observável (Gujarati, 2006; Wooldridge, 2014). Segue Tabela 4 com os testes citados:

Tabela 4 – Testes de Chow, Breush-Pagan e Hausman

Testes	Equação1 (A)	Equação2 (B)	Equação3 (C)	Equação4 (D)	Equação5 (E)	Equação6 (F)	Equação7 (G)	Equação8 (H)
Chow								
F	2,33000	174,65	52,12	118,84	98,88	22,34	16,7	33,36
p-value	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Breush-Pagan								
Chi ²	21,25000	4913,66	3886,9	3381,38	4130,88	1817,11	1122,92	2405,89
p-value	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Hausman								
Chi ²	41,15000	15,44	48,99	4,18	20,11	10,12	39,26	53,29
p-value	0,00000	0,0511	0,00000	0,8409	0,0099	0,2566	0,00000	0,00000
Modelo escolhido	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

O Teste de Chow foi realizado para escolher entre os modelos linear ou efeito fixo. Assume-se para H₀ que as estimativas para os coeficientes são estáveis (preferência para o modelo linear) e para H₁ que as estimativas para os coeficientes não são estáveis. O Teste Breush-Pagan verifica a adequação entre o modelo pooled e o modelo de efeitos aleatórios. Como hipótese nula deste teste tem-se que o modelo linear é preferível ao modelo de efeitos aleatórios. O Teste de Hausman é utilizado para distinção entre o modelo de efeitos fixos ou efeitos aleatórios. A hipótese nula deste teste considera que o modelo de efeitos aleatórios são consistentes. O resultado da escolha entre os três testes é apresentado na linha modelo escolhido. Sendo a decisão apresentada nos subtítulos das equações da Tabela 5.

Na Tabela 4 tem-se como primeiro teste realizado o Teste de Chow. O referido teste serve para comparar as estimativas do Modelo Pooled com o Modelo de Efeitos Fixos, para tanto, utiliza-se a estatística F. Em todas as equações o Modelo de Efeitos Fixos é preferido ao Modelo Linear, pois um *p-valor* baixo rejeita a hipótese nula de que o Modelo Linear é adequado, validando assim a hipótese alternativa do Modelo de Efeitos Fixos.

Para verificar a adequação entre o Modelo Linear e o Modelo de Efeitos Aleatórios foi realizado o teste de Breush-Pagan. A hipótese nula deste teste é a adequação ao Modelo Linear. Como as estatísticas das oito equações apresentaram um *p-valor* de 0,0000 rejeita-se a hipótese nula, validando a hipótese alternativa de existência de Efeitos Aleatórios.

O último teste apresentado na Tabela 4 é o teste de Hausman, que foi realizado a fim de definir a escolha entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. A hipótese nula trata da consistência do Modelo de Efeitos Aleatórios. As equações B, D e F confirmam a hipótese nula por associarem um alto *p-valor* ao teste realizado, validando assim o Modelo de Efeitos Aleatórios. Nas outras cinco equações (A, C, E, G e H) rejeita-se a hipótese nula ao nível de 1%, ou seja, estas equações retornaram um *p-valor* abaixo de 0,01, validando portanto o Modelo de Efeitos Fixos.

Desta forma, após os testes exibidos na Tabela 4, nenhuma equação foi analisada pelo Modelo Linear, sendo priorizados os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Destaca-se que a fim de corrigir autocorrelação e heterocedasticidade os dados foram submetidos a estimação robusta. Percebe-se na Tabela 5 os resultados das regressões dados em painel:

Tabela 5 – Resultados das regressões dados em painel

Equação 1 (A) - Efeitos Fixos - Estimação Robusta					Equação 2 (B) - Efeitos Aleatórios - Estimação Robusta				
r ² - 5,59%					r ² - 10,35%				
ARC	Coef	Std Err	T	p-value	AID	Coef	Std Err	t	p-value
CONS	-101,48888	31,33978	-3,24	0,001***	CONS	-171,8779	160,359	-1,07	0,284
BS	0,19083	0,2224686	0,86	0,392	BS	0,47341	0,5270162	0,90	0,369
MS	3,11E-03	0,0176904	0,18	0,861	MS	0,0085322	0,0280615	0,30	0,761
IBM	-0,109787	0,0758957	-1,45	0,150	IBM	0,1665767	0,1198575	-1,39	0,165
BMC	-5,10E-07	4,28E-07	-1,19	0,235	BMC	0,00000	0,00000	1,13	0,259
CCL	-2,02E-01	0,8564702	-0,24	0,813	CCL	2,27168	1,645836	1,38	0,168
ROA	17,74932	10,69982	1,66	0,099*	ROA	-54,71726	22,08776	-2,48	0,013**
ASS_LN	4,97508	1,559026	3,19	0,002***	ASS_LN	9,154631	7,306441	1,25	0,210
REC_CRES	-0,3917475	0,115104	-3,4	0,001***	REC_CRES	0,4142987	0,0751788	-5,51	0,000***
ID	-0,1264893	0,139266	-0,91	0,365	ID	0,0430582	0,3115829	-0,14	0,890
Equação 3 (C) - Efeitos Fixos - Estimação Robusta					Equação 4 (D) - Efeitos Aleatórios - Estimação Robusta				
r ² - 0,30%					r ² - 7,83%				
APD	Coef	Std Err	T	p-value	ANT	Coef	Std Err	t	p-value

CONS	-97,35181	91,75271	-1,06	0,290	CONS	-56,91534	138,0034	-0,41	0,680
BS	0,58310	0,4052274	1,44	0,152	BS	-0,16317	0,7168212	-0,23	0,820
MS	0,0214539	0,0275922	0,78	0,438	MS	0,003007	0,0562227	0,05	0,957
IBM	-0,2157142	0,096913	-2,23	0,027**	IBM	0,0149997	0,1401892	0,11	0,915
BMC	1,02E-06	1,07E-06	0,95	0,341	BMC	9,43E-07	1,44E-06	0,65	0,513
CCL	- 2,59407	1,784981	-1,45	0,148	CCL	2,69936	2,896262	0,93	0,351
ROA	-31,78240	24,46009	-1,3	0,196	ROA	-92,05898	33,18246	-2,77	0,006***
ASS_LN	5,458525	4,261798	1,28	0,202	ASS_LN	5,48977	6,294,239	0,87	0,383
REC_CRES	-0,1727332	0,0471296	-367	0,000***	REC_CRES	-	0,1049057	-5,05	0,000***
ID	1,160675	0,2864619	4,05	0,000***	ID	-	0,4576726	-1,81	0,070*
Equação 5 (E) - Efeitos Fixos - Estimação Robusta					Equação 6 (F) - Efeitos Aleatórios - Estimação Robusta				
r² - 0,73%					r² - 28,56%				
F - 2,09					F - 143,83				
p-valor - 0,0331					p-valor - 0,000				
I	Coef	Std Err	T	p-value	CR	Coef	Std Err	t	p-value
CONS	-27,56575	40,8703	-0,67	0,501	CONS	11,17761	2,039101	5,48	0,000***
BS	-0,86007	0,3209756	-2,68	0,008***	BS	-0,00272	0,0183457	-0,15	0,882
MS	-0,04287	0,0218812	-1,96	0,052*	MS	0,0012478	0,0014829	-0,84	0,400
IBM	0,101765	0,0732557	1,39	0,167	IBM	0,0015274	0,0043236	-0,35	0,724
BMC	-4,74E-07	6,64E-07	-0,71	0,476	BMC	-1,91E-08	4,85E-08	-0,39	0,693
CCL	- 0,56085	0,651431	-0,86	0,39	CCL	- 0,01129	0,083617	-0,14	0,893
ROA	7,06816	7,514176	0,94	0,348	ROA	1,84802	1,017855	1,82	0,069*
ASS_LN	1,56375	1,65996	0,94	0,3470	ASS_LN	-0,39710	0,0882744	-4,50	0,0000***
REC_CRES	0,071219	0,0326594	2,18	0,0310**	REC_CRES	-	0,0021131	-3,38	0,0010***
ID	0,31142	0,2293965	1,36	0,176	ID	-	0,0069426	-2,05	0,04**
Equação 7 (G) - Efeitos Fixos - Estimação Robusta					Equação 8 (H) - Efeitos Fixos - Estimação Robusta				
r² - 25,57%					r² - 2,98%				
F - 3,70					F - 9,83				
p-valor - 0,0003					p-valor - 0,000				
CEQ	Coef	Std Err	t	p-value	CCE	Coef	Std Err	t	p-value
CONS	-2,14E+10	5,22E+09	-4,09	0,000***	CONS	-0,307876	0,216562	-1,42	0,157
BS	-6,57E+07	3,06E+07	-2,14	0,033**	BS	0,000864	0,001131	0,76	0,446
MS	1413015	1902834	0,74	0,459	MS	0,000167	0,0000822	2,03	0,044**
IBM	1,13E+07	7177395	1,57	0,117	IBM	-0,000142	0,0002949	-0,48	0,630
BMC	-3,92E+00	6,27E+01	-0,06	0,95	BMC	1,84E-09	3,09E-09	0,60	0,551
CCL	-3,65E+07	9,00E+07	-0,41	0,685	CCL	0,003638	0,004616	0,79	0,432
ROA	1,09E+09	1,18E+09	0,92	0,356	ROA	0,346944	0,063535	5,46	0,000***
ASS_LN	9,87E+08	2,44E+08	4,05	0,0000***	ASS_LN	0,018232	0,009807	1,86	0,065*
REC_CRES	-2952121	3146924	-0,94	0,3490	REC_CRES	-0,000769	0,000164	-4,69	0,000***
ID	-1,35E+07	1,72E+07	-0,79	0,431	ID	0,000746	0,000858	0,87	0,385

Fonte: Dados da Pesquisa (2019).

Nesta tabela foram regressadas as métricas relacionadas ao capital de giro (ARC – prazo médio de contas a receber; AID – permanência em estoques; APD – prazo médio de contas a pagar; ANT – ciclo de conversão de caixa; I – giro dos estoques; CR – liquidez corrente; CEQ – caixa e equivalentes de caixa; CCE – eficiência de conversão de caixa); com itens relacionados à governança corporativa (BS – board size; MS – management score; IBM – independent board member; BMC – board member compensation; CEO board-member, audit board committee e CEO compensation link to TSR). Variáveis de controle foram adicionadas, sendo elas: ASS_LN – ativos totais; REC_CRES – crescimento da receita; ID – idade da companhia em anos; ROA – retorno sobre os ativos. Variáveis dicotômicas para o setor e sede também foram incluídas nas regressões. Os dados são anuais e compreendem desde 2009 a 2018. As variáveis CBM (CEO - board member e ABC - Audit Board Committee) foram omitidas durante o processo de cálculo. Detalhes sobre o cálculo das variáveis estão presentes na seção 3 do trabalho. Para as equações A, C, E, G e H utilizou-se o modelo de efeitos fixos e para as equações B, D e F optou-se pelo modelo de efeitos variáveis de acordo com os testes reportados na Tabela 4. As marcações *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Os resultados reportados na Tabela 5 contém os coeficientes, erros padrão, estatística *t* e *p-valor* associados para cada variável testada, em cada uma das oito equações utilizadas nesta pesquisa. As variáveis ‘CEO Board Member’ e ‘Audit Board Committee’ foram excluídas durante o processo de estimação robusta. Os setores e a sede das organizações foram controlados, mas não retornaram significância estatística.

As equações F e G retornaram o maior *r*², sendo 28,56% e 25,57% respectivamente. As estimações robustas efetuadas diminuíram a estatística F em alguns modelos, porém os resultados apontam que realmente os modelos são válidos, ou seja, há uma regressão associada a tais equações dada a estatística F significativa nas equações apresentadas.

IV. Discussões

A governança corporativa foi incluída na análise por meio de vários aspectos, destaca-se o tamanho do conselho nas equações E e G, significativas ao nível de 1% e 5% respectivamente. Na equação E o coeficiente negativo do tamanho do conselho (BS) aponta que, quanto menor o número de membros participantes do conselho

maior será o giro dos estoques. Gill e Biger (2013) não encontraram relação entre o giro dos estoques e o tamanho do conselho ao analisar empresas manufatureiras americanas. Divergem ainda do referido estudo o fato de o giro dos estoques ter relação positiva com empresas internacionalizadas (com sede em outros países), fato este não detectado aqui em nenhuma das equações testadas. Na equação G foi encontrada relação inversa entre o valor mantido em Caixa e Equivalentes de Caixa e o tamanho do conselho, porém ao nível de significância de 5%. Os resultados apresentam convergência com o trabalho de Gill e Shah (2012) que sugerem que o tamanho do conselho afeta negativamente o caixa e por consequência o capital de giro líquido.

As compensações ou remunerações dos membros do conselho foram incluídas na variável *board member compensation* (BMC), porém em nenhum dos modelos as remunerações causam influência nas métricas de gestão do capital de giro. Este resultado se assemelha a Palombini e Nakamura (2012) que não encontraram relação significativa entre os modelos, porém a relação entre os sinais (negativo para ambos estudos) sugere que instrumentos de remuneração podem inibir decisões que envolvam excesso de ativos circulantes além das necessidades operacionais das organizações.

Outra variável relacionada à governança corporativa que apresentou significância foi o *'management score'* que mede a adequação e comprometimento das organizações em seguir os princípios estabelecidos pela governança corporativa. Na equação E, o *'management score'* foi significativo ao nível de 10% com *p-valor* de 0,052, sendo que seu coeficiente em relação ao giro dos estoques foi negativo. Esta interpretação sugere que quanto menor sua pontuação neste escore maior será o giro dos estoques. Como trata-se de capital de giro, pressupõe-se que um giro maior irá ocasionar outros benefícios indiretos que aqui não foram tratados (melhoria de caixa, prazos médios melhores, aplicações de curto prazo, dentre outros). Não há relatos na literatura contemporânea da utilização deste escore e seu impacto no capital de giro, sendo este um dos pontos de diferenciação deste trabalho em relação aos relatados nas pesquisas correlatas aqui já citadas.

A variável independente intitulada *'independent board member'* demonstrou-se significativa ao nível de 5% na equação C. O coeficiente negativo indica que quanto maior a proporção de conselheiros independentes menor será o prazo médio de contas a pagar. Ou seja, conselheiros independentes, que são aqueles sem relação direta ou indireta com a administração da empresa ou com suas coligadas e controladas ou sob controle comum, tem a influência em diminuir os prazos médios de contas a pagar para as empresas componentes desta amostra.

A variável de controle relacionada ao crescimento da receita foi significativa em sete das oito equações. O desempenho medido pelo ROA também se mostrou significativo em cinco equações, a variável tamanho apresentou significância em quatro das oito equações testadas nesta pesquisa e a variável idade retornou significância em três modelos.

O crescimento da receita retornou sinal positivo apenas na equação I, fato este que indica que quando as vendas aumentam, há uma relação direta de aumento no giro dos estoques, tal relação foi significativa ao nível de 5%. Para as outras equações o crescimento de receita retornou sinal negativo, logo, percebe-se que se tratando de grandes corporações que compõem um índice robusto como o S&P500, conseguem administrar e gerir o capital de giro mesmo quando as vendas variam. Em outras palavras a estratégia de capital de giro destas organizações está em tal grau de maturidade que uma oscilação de vendas não ocasiona, por exemplo, uma redução no índice de liquidez ou na gestão dos prazos médios. Este aspecto corrobora com o estudo de Valipour, Moradi e Farsi (2012) que encontraram relação negativa entre o crescimento da receita e o ciclo de conversão de caixa.

Quanto à idade das organizações tem-se nas equações C, D e F relações significantes ao nível de 1%, 10% e 5% respectivamente. Para a equação C, que trata da variável de prazos médios de contas a pagar nota-se que quanto maior a idade maior será também o prazo que a empresa terá para honrar seus compromissos operacionais. Desta forma, a maturidade da organização aliada à sua estratégia e a confiança dos fornecedores podem proporcionar uma dilatação dos prazos de contas a pagar. Apesar das organizações aqui estudadas conseguirem maiores prazos de contas a pagar em virtude da sua idade e maturidade no mercado, isto não reflete diretamente em maior ciclo de conversão de caixa e liquidez corrente.

A variável independente (de controle) tamanho (ASS_LN) foi significativa ao nível de 1% nas equações A, F e G e ao nível de 10% na equação H. Verifica-se ao nível de 1% que um aumento nos ativos da organização causam um aumento nos prazos médios de contas a receber. Porém, ao analisar as equações F e G, nota-se que o aumento dos ativos ocasiona uma melhora nos valores de caixa e equivalentes de caixa como também no ciclo de conversão de caixa (razão entre o caixa operacional e as vendas do período fiscal). Outros trabalhos também encontraram relações positivas e negativas entre tamanho da empresa e os componentes da gestão do capital de giro (Chen, 2004; Kieschnick, LaPlante, & Moussawi, 2006; Palombini & Nakamura, 2012; Valipour et al., 2012).

Nota-se pelos resultados analisados e de acordo com a literatura já explorada acerca do tema, que as métricas de governança corporativa influenciam alguns itens importantes na gestão do capital de giro das organizações. Este estudo adicionou algumas variáveis em relação aos trabalhos existentes como o *management score* e o giro dos estoques. Os resultados aqui encontrados podem ser generalizados para empresas de semelhantes características às que foram incluídas nesta pesquisa.

V. Conclusão

O presente estudo teve por objetivo identificar fatores relacionados à governança corporativa que influenciam as métricas da gestão do capital de giro das organizações listadas no índice S&P500. Para tanto, a amostra contou com 195 empresas divididas em dez setores econômicos. O período analisado foi de 2009 a 2018 e foram delineadas oito equações para as variáveis relacionadas à gestão do capital de giro.

Os resultados apontam que o tamanho do conselho influencia negativamente o giro dos estoques e com o mesmo sinal para caixa e equivalentes de caixa. Esta última proposição alinha-se à Pecking Order no sentido da corporação tomar decisões de financiamento privilegiando recursos próprios, logo, quanto maior o tamanho do conselho de administração maior será a propensão de utilização dos valores disponíveis de caixa de modo a reduzi-lo e aplicá-lo nas operações e no financiamento da organização.

Quanto mais independente for o conselho de administração menor será o prazo médio de contas a pagar. Tal fato pode sugerir a confiança dos fornecedores por empresas com conselheiros mais envolvidos nas questões operacionais e financeiras da companhia. Esta relação entre a independência dos membros do conselho e o prazo médio de contas foi significativo ao nível de 5%.

Convergente com outros estudos, a remuneração do conselho de administração não gerou influência significativa em nenhuma das oito equações analisadas. Assim como no trabalho de Palombini e Nakamura (2012) esta variável não interfere na gestão do capital de giro, fato este que descarta a percepção da teoria do Trade-Off aplicada neste estudo. Também não foram encontradas evidências que a dupla função do CEO e a presença de comitê de auditoria ocasionem alguma alteração nas estratégias de gestão do capital de giro.

As variáveis de controle relacionadas a desempenho, crescimento de receita, idade e ativos foram significativas em alguns modelos. Convergente com a literatura explorada se mostraram importantes itens incluídos na análise de capital de giro. Resultados similares são percebidos nos trabalhos de Chen (2004), Gill e Biger (2013), Gill e Shah (2012), Palombini e Nakamura (2012) e Valipour et al.. (2012).

Este estudo é limitado à amostra de empresas que compõem o índice S&P500. Os resultados deste estudo só podem ser generalizados para empresas semelhantes às que foram incluídas nesta pesquisa. O tamanho da amostra pode ser pequeno. Na prática, pode haver desafios de implementação dos resultados. Por exemplo, o tamanho do conselho ou seu grau de independência pode melhorar a eficiência da conversão de caixa em uma empresa, mas não em outra. De maneira semelhante, outras descobertas podem não ser aplicáveis a outras empresas.

Para futuros estudos sugere-se a utilização de fatores externos à companhia como grupos de interesse, atividade econômica, volume de crédito, falência, corrupção dentre outros itens que poderia auxiliar na explicação das políticas e estratégias de gestão do capital de giro. Apesar de serem testadas sete variáveis diferentes relacionadas à governança corporativa, ainda há um campo de interesse para pesquisas envolvendo a própria governança e o capital de giro, exemplos podem ser notados em assuntos como busy board, empresas familiares, empresas com relação direta com governo, dentre outros.

Referências

- [1]. Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does Governance Travel Around The World? Evidence From Institutional Investors. *Journal Of Financial Economics*, P. 154–181
- [2]. Akhtar T., Tareq M. A., Sakti M. R. P., & Khan A. A. (2018). Corporate Governance And Cash Holdings: The Way Forward. *Qualitative Research In Financial Markets*, 10(2), P.152-170
- [3]. Armstrong. C., Guay, W. R., Weber, J. P., (2010). The Role Of Information And Financial Reporting In Corporate Governance And Debtcontracting. *Journal Of Accounting And Economics*, 50, 79–234
- [4]. Asante-Darko, D. , Bonsu, B. A. , Famiyeh, S., Kwarteng, A., Goka, Y., (2018). Governance Structures, Cash Holdings And Firm Value On The Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, 18(4), 671-685
- [5]. Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2005). The Costs Of Entrenched Boards. *Journal Of Financial Economics*, 78(2), P. 409-433
- [6]. Berk, J., & Demarzo, P., (2009). *Finanças Empresariais*. Bookman, Porto Alegre, Rs.
- [7]. Berk, J., Demarzo, P., & Harford, J. (2012). *Fundamentals Of Corporate Finance*. *Journal Of Chemical Information And Modeling*. <https://doi.org/10.1017/Cbo9781107415324.004>
- [8]. Costa, R. B. L. Da, Macedo, A. C. M. De, Câmara, S. F., & Batista, P. C. De S. (2013). The Influence Of Working Capital Management In The Financial Performance Of Companies Listed On Bm&F Bovespa (2001-2010). *Revista De Contabilidade E Controladoria*, 5(1), 65–81.
- [9]. Faleye, O., & Krishnan, K. (2017). Risky Lending: Does Bank Corporate Governance Matter? *Journal Of Banking & Finance*, 83, 57–69
- [10]. Fama, E., & Jensen, M., (1983). Separation Of Ownership And Control. *Journal Of Law And Economics*, 26(2), 301–325.
- [11]. Ganesan, V. (2007). An Analysis Of Working Capital Management Efficiency In Telecommunication Equipment Industry. *Rivier Academic Journal*, 3(2), 1–10.
- [12]. Gil, A. C. (2008). *Métodos E Técnicas De Pesquisa Social* (6th Ed.). São Paulo: Atlas.
- [13]. Gill, A. S., & Biger, N. (2013). The Impact Of Corporate Governance On Working Capital Management Efficiency Of American Manufacturing Firms. *Managerial Finance*, 39(2), 116–132. <https://doi.org/10.1108/03074351311293981>
- [14]. Gill, A. S., & Shah, C. (2012). Determinants Of Corporate Cash Holdings: Evidence From Canada. *International Journal Of Economics And Finance*, 4(1), 70–79. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- [15]. Gitman, L. J. (1997). *Princípios Da Administração Financeira*. São Paulo: Harba.
- [16]. Hair Jr, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005). *Análise Multivariada De Dados* (5ª). Porto Alegre: Bookman.
- [17]. Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. V. (2015). *Teoria Da Contabilidade* (1 Ed 12 Re). São Paulo: Atlas.

- [18]. Hoji, M. (2014). *Administração Financeira E Orçamentária* (11th Ed.). São Paulo: Atlas.
- [19]. Kayani, U. N., Silva, T. De, & Gan, C., (2018): Working Capital Management And Corporate Governance: A New Pathway For Assessing Firm Performance, *Applied Economics Letters* (Online), Doi: 10.1080/13504851.2018.1524123
- [20]. Leal, R. P. C., (2004). Práticas De Governança E Valor Corporativo: Uma Revisão Da Literatura Recente. *Revista De Administração Da Universidade De São Paulo*, 39(4), 327-337
- [21]. Longaray, A. A., Beuren, I. M., Raupp, F. M., Sousa, M. A. B. De, Colauto, R. D., & Porton, R. A. De B. (2008). Como Elaborar Trabalhos Monográficos Em Contabilidade: Teoria E Prática (3. Ed.-2). São Paulo: Atlas.
- [22]. Maranhão, F. S., Fonseca, M. W. Da, Frega, J. R. (2016). Governança Corporativa E Desempenho Das Empresas Diante Da Crise Econômica Global De 2008: Uma Análise De Dados Em Painel. *Revista De Administração Da Universidade Federal De Santa Maria*, 9(2), 293-311.
- [23]. Miyajimaa, H, Ogawaa, R., & Saito, T., (2018). Changes In Corporate Governance And Top Executive Turnover: Evidence From Japan. *Journal Of The Japanese And International Economies*, 47, 17–31
- [24]. Monteiro, A. A. S. (2003). Fluxos De Caixa E Capital De Giro - Uma Adaptação Do Modelo De Fleuriet. *Pensar Contábil*, 6(20), 27–33.
- [25]. Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal Of Finance*, 39, 572-92
- [26]. Njoroge, J. N., (2018). The Effect Of Corporate Governance On Working Capital Management For Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange. *International Journal Of Business Management And Processes*, 2(1), 1-14
- [27]. Palombini, N. V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key Factors In Working Capital Management In The Brazilian Market. *Revista De Administração De Empresas*, 52(1), 55–69. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100005>
- [28]. Rech, I. J., Cunha, M. F., Rabelo, C. T., & Barbosa, A., (2015) Influência De Uma Estratégia Agressiva Ou Conservadora De Gestão Do Capital De Giro Na Lucratividade Das Empresas. *Congresso De Contabilidade, Universidade De Santa Catarina, Sc, Brasil*
- [29]. Richardson, R. J. (2008). *Pesquisa Social: Métodos E Técnicas* (3. Ed.). São Paulo: Atlas.
- [30]. Shleifer, A., & Vishny, R., (1997). A Survey Of Corporate Governance. *Journal Of Finance*, 52(2), 737-783
- [31]. Silveira, A. D. M., Perobellim F. F. C., & Barros, L. A. B. De, (2008). Governança Corporativa E Os Determinantes Da Estrutura De Capital: Evidências Empíricas No Brasil. *Rac, Curitiba*, 12(3), 763-788
- [32]. Weinraub, H. J., & Visscher, S. (1998). Industry Practice Relating To Agressive Conservative Working Capital Policies. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 11(2)