

Desempenho econômico e financeiro e governança corporativa

Adhmir Renan Voltolini Gomes

Mestre em Contabilidade pela Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE). Atualmente é doutorando em Ciências Contábeis e Administração na Universidade Regional de Blumenau

E-mail: adhmir.renan@gmail.com

Gilmar Ribeiro de Mello

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo (FEA/USP). Atualmente é Docente da Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

E-mail: gilmarribeirodemello@gmail.com

RESUMO

O presente estudo objetivou analisar as chances do desempenho econômico e financeiro determinar as práticas de governança corporativa do próximo exercício. A base teórica aborda desde a teoria da agência, a governança corporativa e seus mecanismos, bem como o desempenho econômico e financeiro das empresas. O procedimento metodológico possui uma abordagem quantitativa com o uso de regressão logística. A amostra refere-se às empresas que compuseram o Índice Bovespa no ano de 2016. Os resultados demonstraram coeficientes estatisticamente significantes para o retorno sobre o ativo e os dividendos pagos. Deste modo, quando as empresas aumentam o seu desempenho, os principais podem exigir as práticas de governança dos agentes com a intenção de diminuir os riscos. E dispõem recursos para certificar-se que os resultados obtidos são confiáveis, por meio de práticas de governança. Além disso, os resultados deixam a implicação teórica sobre a associação entre governança corporativa e o desempenho econômico e financeiro também no mesmo período de tempo.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Predição; Desempenho Econômico e Financeiro; Dissociação Temporal.

Economic and financial performance and corporate governance

ABSTRACT

The present study aimed to analyze the chances of economic and financial performance determining the corporate governance practices of the next fiscal year. The theoretical basis addresses from agency theory, corporate governance and its mechanisms, as well as the economic and financial performance of companies. The methodological procedure has a quantitative approach with the use of logistic regression. The sample refers to the companies that composed the Bovespa Index in the year 2016. The logistic regression results showed statistically significant coefficients for return on assets (ROA) and dividends paid (DIV). Thus, when firms increase their performance, key players may require the governance practices of agents with the intention of reducing risk. And they spend resources to make sure that the results obtained are reliable, through governance practices. Moreover, the results leave the theoretical implication about the association between corporate governance and economic and financial performance also in the same period of time.

Keywords: Corporate Governance; Prediction; Economic and Financial Performance; Temporal Dissociation.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa pode ser estruturada com base no arcabouço da teoria da agência (ROSS, 1973; JENSEN; MECKILING, 1976; EISENHARDT, 1989), no qual demonstra que existe a necessidade de gerir os conflitos existentes entre o agente e o principal. Assim, as práticas de governança tornam-se um custo para diminuir as incertezas, de que o comportamento dos agentes está de acordo com o principal, seja por meio das relações contratuais ou por meio do compartilhamento do risco.

Além dessas incertezas, as oportunidades de crescimento também justificam a utilização das práticas de governança corporativa, pois trazem para as empresas a necessidade de captar recursos a baixo custo (LOPES, 2009). Uma alternativa é por meio do mercado de capitais ou por meio de instituições financeiras. Sendo que para diminuir o custo do capital é necessário demonstrar segurança aos detentores dos recursos (GITMAN, 2010). Desse modo, a existência do por que se utilizarem as práticas é um fato bem difundido na literatura.

Do mesmo modo, a relação entre governança corporativa e o desempenho econômico e financeiro também é discutida frequentemente na literatura. Existem resultados que atribuem a governança corporativa como fator determinante de outras características das empresas (PAULO, 2007; ALMEIDA, 2010), bem como existem resultados que demonstram que o desempenho das empresas determina as práticas de governança (SILVEIRA, 2004; LOPES, 2009). E ainda, existem estudos que evidenciam testes de hipóteses e relações existentes (ARORA; SHARMA, 2016; ZABRI; AHMAD; WAH, 2016; ABDALLAH; ISMAIL, 2017).

Porém, esses resultados ignoram que as práticas de governança corporativas podem ser premeditadas, isto é, podem ser decididas entre o agente e o principal antes mesmo de se iniciarem as atividades das empresas. Não obstante, também ignoram que o processo de gestão não é estático (MINTZBERG et. al., 2006), o que pode levar os gestores a adotarem, manterem ou deixarem determinadas práticas de acordo com o desempenho econômico e financeiro obtido. Com isso, a lacuna sobre esse comportamento programado que indica que as práticas de governança são possíveis de se predizer ainda carece de aprofundamento.

Diante disso, dissociar as práticas de governança da atual posição financeira da empresa possibilita complementar essa lacuna, pois pode descrever chances das práticas de governança corporativa ocorrerem perante os estímulos econômicos e financeiros. Nesse sentido, o presente tem a seguinte questão de pesquisa: quais as chances do desempenho econômico e financeiro determinar as práticas de governança corporativa do próximo exercício? Assim, o objetivo deste estudo é analisar as chances do desempenho econômico e financeiro determinar as práticas de governança corporativa do próximo exercício.

A principal contribuição teórica deste estudo refere-se ao poder de predição do comportamento de gestão perante o estímulo econômico e financeiro. E ainda, no ambiente acadêmico brasileiro mapear os aspectos em relação à governança corporativa como variável endógena é um ponto pouco abordado. Assim, este estudo pode acrescentar outra abordagem no âmbito das adoções das práticas de governança corporativa, bem como em outros ambientes inerentes as ciências sociais.

Além desta primeira parte introdutória, o presente estudo é composto por mais quatro partes. A segunda parte aborda a teoria da agência e a governança corporativa, mecanismos de governança, e ainda, abrange ao desempenho econômico e financeiro e estudos correlatos. A terceira parte demonstra os procedimentos metodológicos com o modelo de regressão logística proposto e suas variáveis. Na quarta parte concentra-se na apresentação e análise dos resultados encontrados. E por fim, a quinta parte demonstra as considerações finais.

2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

Este tópico aborda desde a teoria da agência, governança corporativa e seus mecanismos, bem como os estudos anteriores.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Pelos pressupostos da teoria da agência serem sólidos (BOSSE; PHILLIPS, 2016), esses pressupostos da teoria da agência evidenciam o problema manifestado

de uma parte (principal) que emprega outra (agente), com o intuito de criar valor. E, o problema de agência é caracterizado pela divergência dos interesses do principal ante o interesse do agente (BOSSE; PHILLIPS, 2016), demonstrando as diferenças existentes nas relações contratuais e no compartilhamento de risco.

Uma das opções para diminuir os conflitos é proveniente dos sistemas de informações, que abordam as formas de monitoramentos nas camadas da administração, que abrangem desde a parte orçamentária e relatórios, em diferentes níveis da empresa, do estratégico, tático ao operacional. Dessa forma, o investimento necessário, em tese, contribui para demonstrar o comportamento, sendo assim, devem ser mais destacados quando há contratos mais ponderados em comportamento do que em resultados (EISENHARDT, 1989).

Caso o contrato seja mais voltado ao comportamento, o agente será recompensado ou penalizado devido aos resultados referente ao seu desempenho, logo se tem novamente o risco envolvido. Este risco é proveniente do resultado da organização, e assim, os resultados indeterminados tomarão mais atenção dos gestores. Com isso, os contratos baseados em comportamento entre o principal e os agentes os resultados são mais fáceis de serem mensurados, como por exemplo, tarefas, esforço de equipe, de produção, pois envolvem tempo e resultados, mensurados de forma qualitativos (EISENHARDT, 1989).

Em termos gerais, Hodges, Wright e Keasey (1996) ressaltam que a governança corporativa pode ser definida pela preocupação com mecanismos relacionados à tomada de decisão, desempenho e controle, bem como prover estruturas necessárias para o direcionamento geral da organização. E desta maneira, corresponder às expectativas de responsabilidade de prestação de contas para todos os *stakeholders*.

Portanto, a governança corporativa é um sistema voltado à direção e controle das empresas, que por sua vez, assegura aos proprietários e gestores do nível estratégico, o monitoramento efetivo da diretoria. Assim, a relação entre propriedade e controle acontece por meio dos conselhos de administração, fiscal e auditoria independente, visto que estes devem atestar aos proprietários aspectos como equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados e, até mesmo, o cumprimento das leis (IUDÍCIBUS; MARION; PEREIRA, 2003).

Entretanto, para que esses mecanismos existam, é necessário serem satisfeitos dois aspectos; (I) a existência dos problemas de agência entre o principal e o agente e (II) os custos inerentes às transações impossibilitar a solução por meio da relação contratual. Portanto, a estrutura de governança corporativa é moldada pelas decisões futuras que necessitam ser tomadas, e que porventura, não foram tomadas *a priori* do início do contrato (HART, 1995).

2.1.1 Mecanismos de Governança Corporativa

Os mecanismos de governança são os meios pelos quais os provedores de recursos econômicos asseguram-se o retorno sobre o investimento, pois os mecanismos reduzem tanto a manipulação de números contábeis, bem como ajustes em políticas de investimentos voltadas a remuneração dos gestores (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Considerando que o sistema de governança corporativa é um dos fatores essenciais para o crescimento e desenvolvimento da empresa (FAZLZADEH; HENDI; MAHBOUBI, 2011), a governança corporativa é uma filosofia e mecanismo que implicam em processos e estruturas que visam facilitar a criação de valor por meio dos assuntos organizacionais, no qual assegura a proteção do interesse individual e coletivo de todos os *stakeholders* (BUTT; HASAN, 2009).

Dessa forma, a estrutura de propriedade é um conceito muito importante e amplo dentro da governança corporativa, e deriva-se em duas partes; (I) identidade dos proprietários e; (II) concentração de propriedade (FAZLZADEH; HENDI; MAHBOUBI, 2011). A identidade dos proprietários relaciona-se ao problema de agência, nesse contexto, a capacidade e experiência dos controladores são suficientes em assuntos financeiro e voltados aos negócios (LEE, 2008).

Na concentração de propriedade dispersa, os incentivos e as habilidades dos acionistas, para monitorar a gestão da empresa, ficam enfraquecidos. Já quando a estrutura de propriedade é concentrada, os detentores do capital têm maiores poderes para incentivar o desempenho econômico e financeiro das empresas como para monitorar a administração (LEE, 2008).

Outro mecanismo importante é a estrutura do conselho e as suas características, como por exemplo, a composição, o tamanho e a sua

independência, pois envolve tanto a eficiência funcional para assessorar os gestores quanto para monitorar os mesmos. Contudo, existem alguns fatores exploratórios relevantes para compreender a influência do conselho (LIN; CHANG, 2016).

Além da atenção inerente ao desempenho, a compensação dos executivos atrai atenção devido à existência dos problemas de agência. A organização do comitê de remuneração é umas das maneiras de reduzir o custo do agente. Se o contrato for por meio de incentivos à compensação dos acionistas, a eficácia da comissão de remuneração será uma métrica relevante (YA; SAFARI, 2016).

A responsabilidade de conceder a remuneração adequada recai sobre o comitê de remuneração, assim, os fatores necessários para compor o pacote de incentivo devem ser esclarecidos por este comitê (JAAFAAR; JAMES, 2015). Porém, o conselho diretor deve nomear os membros que os compõem, de forma parcial ou total, evidentemente, a remuneração também pode atenuar os problemas de agência (ANDREAS; RAPP; WOLFF, 2012).

Além disso, o mercado de controle corporativo, em economias desenvolvidas, também é considerado com um importante mecanismo (HUMPHERY-JENNER; POWELL, 2011). Dessa forma, a compra de outra empresa é um tipo de investimento relevante. E entre os motivos de aquisição, por exemplo, está a desvalorização da empresa alvo, isto é, os esforços das empresas licitantes decorrem em relação à compra de empresas que estão subavaliadas pelo mercado (DONG et. al., 2006).

Por outro lado, a sobre avaliação também pode ser aceita de forma voluntária, pois consideram os meios de pagamentos como características das transações. Essas características evidenciam desde oportunidades de expropriação, bem como os incentivos de gestão, podendo ser hostil ou não (SHLEIFER; VISHNY, 2003).

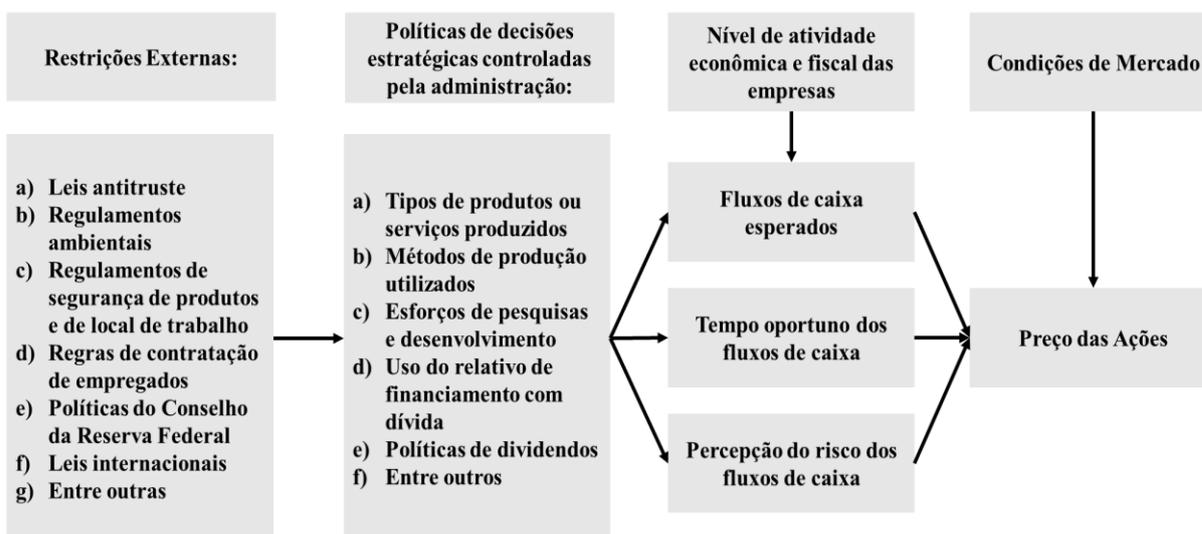
A competição de mercado de produtos é um mecanismo poderoso pois garante o gerenciamento e o não desperdício dos recursos corporativos. Visto que se o gerenciamento for ineficiente, os recursos serão consumidos e o mercado competitivo deixará a empresa incapaz de competir e, por consequência, se tornará insolvente (STIGLER, 1958). E a medida que a concorrência se equipare à gestão, talvez possa existir a necessidade de mecanismos de governança corporativa para realizar essa tarefa (CHHAOCHHARIA et al., 2016).

2.2 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO

Embora, por razões econômicas não explicadas, o tamanho da empresa e a diferença entre o valor de mercado perante o valor contábil (*market to book* – MTB) são relacionados aos fatores de riscos e retornos. Isso decorre da consistência dessas variáveis para avaliar a sensibilidade dos riscos e retornos diante de uma série histórica de preços racionais (FAMA; FRENCH, 1995). Porém, existem outros determinantes para maximizar o valor da empresa.

Contudo vários fatores afetam os preços das ações, a Figura 1 demonstra os principais fatores que afetam os preços das ações (BRIGHAM; EHRHARDT, 2007).

Figura 1 - Principais fatores que influenciam os preços das ações



Fonte: adaptado de Brigham e Ehrhardt (2007).

Visto que, para maximizar o preço das ações das empresas presume-se que os administradores devem tomar decisões que elevem tanto o fluxo de caixa presente quanto futuro. As medidas contábeis são atraentes para estimar o desempenho das empresas devido à facilidade da compreensão e os cálculos advêm de princípios contábeis padronizados, que por sua vez, permitem a comparação entre empresas e em vários períodos de tempo (BRIGHAM; EHRHARDT, 2007).

Embora os fluxos de caixa determinem o valor das empresas para os acionistas, não se pode ignorar o lucro por ação (LPA), pois os lucros são mensagens enviadas aos investidores. Visto que ao tomar decisão de elevar o fluxo de caixa futuros, o que eleva o preço das ações, o efeito em curto prazo será inverso e diminuirá o lucro por ação do período atual. Assim, a decisão de postergar o fluxo de caixa também deve ser comunicada aos acionistas, caso contrário, o valor da empresa provavelmente cairá (BRIGHAM; EHRHARDT, 2007).

Contudo, existem restrições internas e externas à empresa que também afetam o preço do título. As restrições externas podem ocorrer tanto por meio de regulamentos e leis inerentes à proteção de livre concorrência, leis ambientais, leis trabalhistas, entre outros. Já os fatores internos, são controlados pelos administradores e envolvem desde o tipo de produto, métodos de produção, decisões de financiamento e investimentos até as políticas de dividendos dentre outras. Assim, esses fatores influenciam o fluxo de caixa da empresa concomitantemente com o nível de atividade econômica e financeira. Além disso, outros fatores importantes referem-se ao tempo oportuno do fluxo de caixa e a percepção de risco dos mesmos, também pode influenciar os preços dos ativos da empresa (BRIGHAM; EHRHARDT, 2007).

2.2.1 Desempenho Econômico e Financeiro e Governança Corporativa

Ao investigar a governança corporativa e o desempenho na Índia, Arora e Sharma (2016) verificaram pelos resultados que os conselhos de administração maiores são relacionados a um maior conhecimento e, por consequência, ajuda na tomada de decisões voltadas para o desempenho da empresa. Porém, os resultados demonstram que o retorno sobre o patrimônio líquido e a rentabilidade não são associados aos indicadores de governança corporativa, da mesma forma, a dualidade de funções do CEO. Entretanto, conclui-se que empresas de países em desenvolvimento podem melhorar o desempenho por meio da implementação de boas práticas de governança corporativa.

As práticas de governança corporativa tem sido foco da preocupação dos países asiáticos, após a crise financeira de 1997. Por meio de teste de hipótese e correlação, entre as práticas de governança corporativa e desempenho, Zabri,

Ahmad e Wah (2016) mediram o tamanho e independência do conselho frente o retorno do ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Os resultados demonstraram que existe correlação negativa, porém fraca, da governança com o ROA e com o ROE não existe correlação significativa.

As evidências de Abdallah e Ismail (2017) chegaram a resultados diferentes, pois foi descoberta a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa, porém é mais forte entre baixos níveis de concentração de propriedade. E ainda, a relação entre o desempenho e a governança é positiva em empresas sem concentração acionária.

De acordo com o estudo de Rossi (2016), que investiga a relação entre governança corporativa, risco e desempenho ajustado ao risco, por meio do beta e o desvio padrão a medidas de desempenho e o Q de Tobin. Os resultados evidenciaram relação negativa entre a tomada de risco e a concentração de propriedade. Mas, existe uma relação positiva entre a concentração da propriedade e o desempenho ajustado ao risco e ao Q de Tobin. Diante do relacionamento existente entre governança corporativa, risco e retorno, o próximo tópico aborda o risco não sistemático e a governança corporativa.

3 METODOLOGIA

O presente estudo possui uma abordagem quantitativa (HAIR JR et al., 2005), pois detém a finalidade de analisar as métricas que perfazem o desempenho econômico e financeiro como determinantes das chances de ocorrer as práticas de governança corporativas do novo mercado. Assim, esta pesquisa caracteriza-se como documental, e os dados desse estudo são caracterizados como dados secundários (FLICK, 2013), pois foram coletados em fonte privada, neste caso, os dados são provenientes da ECONOMÁTICA®.

Nesse sentido, para analisar o objetivo dessa pesquisa foi utilizada uma regressão logística, devido à possibilidade desta ferramenta estatística mensurar as chances de um evento de interesse ocorrer em relação a outro (FÁVERO et al., 2009). Na regressão logística deste estudo tem-se a seguinte expressão descrita na equação 1.

$$\ln(NmGov) = \alpha_0 + \beta_1 ROI_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 ROS_i + \beta_3 DIV_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Onde;

$$\ln(NmGov) = \left(\frac{1}{1 - e^{-(\alpha_0 + \beta_1 ROI_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 ROS_i + \beta_3 DIV_i + \varepsilon_i)}} \right) \quad (1.1)$$

A variável *NmGov* é uma variável *dummy*, que assume valor 1 para empresas que obtiveram práticas de governança equivalente ao novo mercado no ano de 2017 e 0 caso contrário.

Com isso,

ROI_i refere-se ao retorno sobre o investimento de cada empresa no ano de 2016

ROA_i refere-se ao retorno sobre o ativo de cada empresa no ano de 2016

ROS_i refere-se ao retorno sobre as vendas de cada empresa no ano de 2016

DIV_i refere-se aos dividendos pagos de cada empresa no ano de 2016

α_0 refere-se a constante do modelo

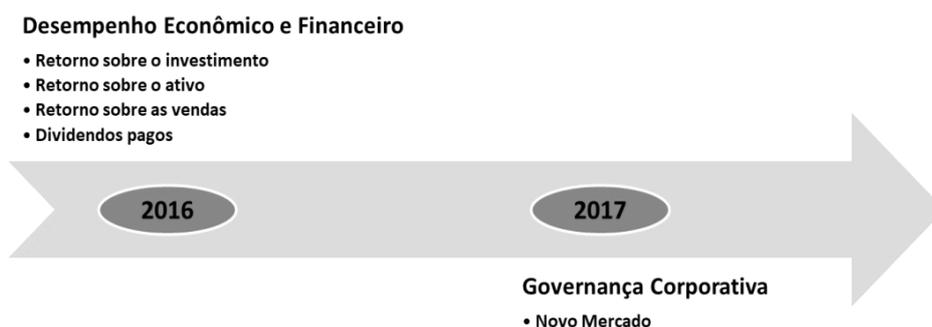
β_1, β_2 e β_3 referem-se aos coeficientes e

ε_i refere-se ao erro

e descreve o número de Euler.

Nesse sentido, a representação gráfica do período em que se encontra as variáveis do estudo está descrito na Figura 2.

Figura 2 – Recorte temporal das variáveis do estudo



Fonte: elaborado pelos autores (2020).

Ao dissociar as práticas de governança corporativa a posição financeira da empresa pode demonstrar que o processo de gestão não é estático (MINTZBERG et al., 2006), e assim, constatar que os gestores consideram o resultado econômico e

financeiro das empresas para tomar a decisão de adotarem, manterem ou deixarem estarem listadas no novo mercado.

O quadro 1 demonstra o constructo com as variáveis sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas perante a governança corporativa.

Quadro 1 – Variáveis dependente e independentes do modelo

Variáveis	Sigla	Período	Descrição
Dependente	Níveis de governança Corporativa	Ano de 2017	(1) Novo mercado (0) Demais listagens de governança
Independentes (Explicativas)	ROI	Ano de 2016	Retorno sobre o Investimento
	ROA	Ano de 2016	Retorno Sobre o Ativo
	ROS	Ano de 2016	Retorno Sobre as Vendas
	DIV	Ano de 2016	Dividendos pagos

Fonte: elaborados pelos autores (2017).

As variáveis explicativas deste modelo possuem a finalidade de avaliar o desempenho independente da precificação das ações, ou seja, variável de desempenho interno. Assim, são variáveis que não são afetadas diretamente pela percepção de mercado. Embora, os investidores não afetar diretamente, os gestores gerenciam essas informações para atingir seus objetivos e fazer jus aos seus incentivos.

A amostra desta pesquisa abrange as empresas que compuseram o Índice Bovespa no ano de 2016. A escolha deste índice justifica-se devido este ser o indicador de desempenho médio dos ativos que possuem a maior liquidez no mercado, isto é, são de maior negociabilidade e representatividade no mercado acionário do Brasil (BM&FBOVESPA, 2017).

Dessa forma, a amostra deste estudo é composta por 56 empresas que possuem 59 ativos. Porém, foram deduzidas duas empresas por não terem um ativo negociado do respectivo índice durante o ano de 2016 completo. Dessa forma, a amostra totaliza 54 empresas. Entretanto os segmentos de governança corporativa no ano de 2016 está distribuído em 4 níveis diferentes. E a análise dos resultados foi utilizado planilhas eletrônicas e o auxílio do software estatístico STATA®.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente tópico apresenta as estatísticas descritivas e a regressão logística aplicada, bem como a discussão dos resultados encontrados.

4.1 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

O comportamento das variáveis do constructo deste estudo perante as estatísticas descritivas estão descritas na Tabela 1.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis do construto do estudo

Estatísticas/Variáveis	ROA	ROI	ROS	DIV (R\$ milhares)
Média	0,0477994	0,1122245	0,1402445	-1.188.905
Mediana	0,038584	0,1168901	0,081366	-408229,5
Moda	-	-	0	0
Desvio padrão	0,0731912	0,2797421	0,2772698	1978496,9
Variância da amostra	0,0053569	0,0782557	0,0768786	3,91E+12
Curtose	4,6609587	8,2964713	21,601518	9,7814962
Assimetria	1,2884164	-0,6410835	3,9255455	-2,9252852
Mínimo	-0,1460794	-1,0558827	-0,3409768	-1,03E+07
Máximo	0,320025	1,1236484	1,7518669	0
Soma	2,5811684	6,0601246	7,5732039	-6,42E+07
Coeficiente de variação	1,5312152	2,4927003	1,9770459	-1,6641336
Kolmogorov-Smirnov (p valor)	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: ***p valor<1%

Em média o retorno sobre o ativo das empresas do índice Bovespa é próximo a 4,7% ao ano. Já o retorno sobre o investimento é próximo a 11% ao ano, muito próximo ao retorno sobre as vendas, que se estabeleceu em 14% ao ano. Os dividendos pagos foram atribuídos todos com valores negativos, em média, as empresas pagaram R\$ 1.188.905.000 no ano de 2016.

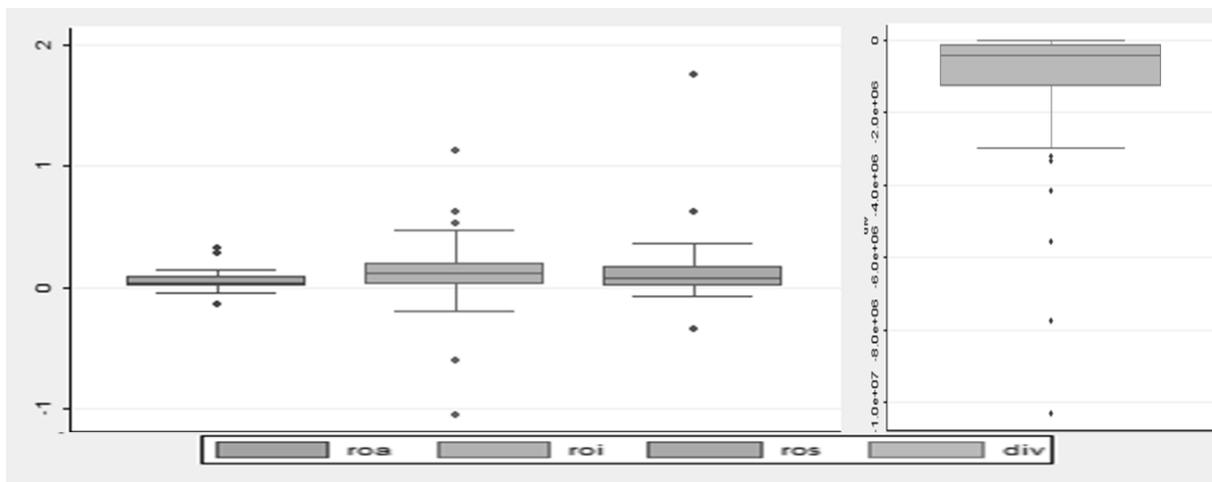
Em relação aos demais construtos dos objetivos a e b, a variância e o desvio padrão das variáveis do construto do objetivo C também foram altos. Pois, todos os valores foram acima de 1, ou 100%.

Em relação à moda e a média, pode-se notar a assimetria dos dados, pois a dedução da média pelo valor da mediana é diferente de zero. Isso é confirmado pelo teste de Kolmogorov-Smirnov, ao nível de significância de 1% que todas as variáveis

rejeitam a hipótese nula de normalidade dos dados. Contudo, de acordo com Hair et al. (2005), os modelos de regressão logística não requerem a suposição de normalidade e é muito mais robusta quando esse pressuposto não é satisfeito.

A Figura 3 demonstra os gráficos de *boxplot's* referente às variáveis do grupo C, retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o investimento (ROI), retorno sobre as vendas (ROS) e dividendos pagos (DIV).

Figura 3. Gráfico de *boxplot* das variáveis do construto do objetivo C



Fonte: dados da pesquisa (2020).

Verifica-se pelos valores acima dos limites superior e inferior, que todas as variáveis possuem valores *outliers*. Sendo que as variáveis de rentabilidade com denominador comum do lucro líquido obtiveram valores negativos e positivos. Já os dividendos pagos, por estarem em escala negativa, todos os valores pagos *outliers* foram menores que o limite inferior.

4.2 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO PERANTE A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Com o intuito de maximizar o preço das ações, os gestores tendem a tomarem decisões com o intuito de elevar o fluxo de caixa presente e futuro. Por isso, as medidas contábeis são atraentes para estimar o desempenho das empresas, não somente pela facilidade de compreendê-las, mas também pela padronização por meio de princípios contábeis. Isso permite a comparação entre empresas e entre vários períodos de tempo (BRIGHAM; EHRHARDT, 2007).

Os resultados dos construtos sobre o desempenho econômico e financeiro que visam determinar a ocorrência de práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado estão descritos na Tabela 2.

Tabela 2 - Construto de desempenho econômico e financeiro perante a governança corporativa

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	VIF	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
ROI	0,1819954	-0,396239	0,47722	-0,83	0,406	2,83	-1,33157	0,112225
ROA	1,62e+12	6,538833	2,75606	2,37	0,018**	2,48	0,019237	,131908
ROS	0,0362034	-0,7717939	0,52717	-1,46	0,143	1,29	-1,90004	,227118
DIV	1	0,00000	0,00000	2,10	0,036**	1,07	6,6e-09	1,9e-07
Constante	1,440616				0,363			

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Para o modelo de desempenho econômico e financeiro, o pseudo-R² é equivalente a 19,19% das variações. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, também demonstra que ao menos uma das variáveis é diferente de zero, ao nível de 1% de significância.

Com o intuito de deixar o modelo mais parcimonioso, na Tabela 3 estão descritos os resultados para o modelo apenas com as variáveis estatisticamente significantes.

Tabela 3 – Modelo de regressão estatisticamente significativo

Variáveis	Razão de Chances	Efeito Marginal	Erro Padrão	Z	P valor	VIF	Intervalo Confiança Inferior	Intervalo Confiança Superior
ROA	184121,8	2,906135	1,35851	2,24	0,032**	1,06	0,243497	5,56877
DIV	1	1,10e-07	0,00000	1,98	0,048**	1,06	8,5e-10	2,2e-07
Constante	1,459175				0,340			

Fonte: dados da pesquisa (2017).

Nota: *p valor<10% **p valor<5% ***p valor<1%

Em comparação com o modelo anterior para o desempenho econômico e financeiro, o pseudo-R² diminuiu de 19,19% para 13,56%. O teste de razão de verossimilhança, análogo ao Teste F, se manteve estatisticamente significativa, ao nível de 1% de significância.

De acordo com as razões de chances encontradas o retorno sobre o ativo (ROA) aumenta as chances de ocorrer o conjunto de práticas de governança corporativa equivalente ao Novo Mercado, em 184.120 vezes. Em consonância com

o efeito marginal, a probabilidade eleva a ocorrência de governança corporativa, em aproximadamente 290%. Ressalta-se que o cálculo de todas as estimativas pontuais deste modelo não ultrapassa 1, que é o valor máximo possível. Já os dividendos pagos não alteram as chances de ocorrer práticas de governança corporativa equivalente ao novo mercado.

Dessa forma, os resultados deste estudo então em desacordo com os achados de Arora e Sharma (2016), que apontaram para não associação entre a rentabilidade e os indicadores de governança corporativa. Todavia, os autores enfatizam que empresas em países em desenvolvimento, poderiam melhorar o desempenho por meio da implementação de boas práticas de governança corporativa.

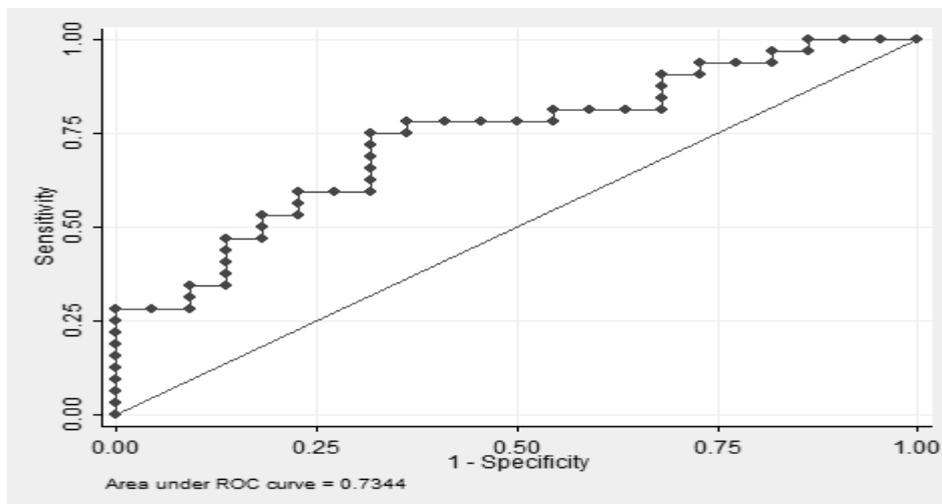
Também em contraponto, o estudo de Zabri, Ahmad, e Wah (2016) mensurou o tamanho e independência do conselho frente o retorno do ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Os resultados demonstraram que existe correlação negativa, porém fraca, da governança com o ROA e com o ROE não existe correlação significativa. Evidentemente, pode-se atribuir esses resultados, além do ambiente diferente do brasileiro, ao conjunto de práticas utilizadas.

Em harmonia com os achados deste estudo estão as evidências de Abdallah e Ismail (2017), que descobriram a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa. Porém, o mecanismo de governança estudado foi a concentração de propriedade, no qual a relação é mais forte entre os baixos níveis.

Nota-se que há estudos com evidências positivas e negativas na literatura, porém, estes estudos concentram-se na governança corporativa como variável dissociada das características das empresas. Entretanto, se as práticas de governança também podem ser previstas por meio das probabilidades atribuídas às variáveis de desempenho, deixa evidente o problema endógeno dos estudos anteriores.

Na Figura 4 está descrito o poder discriminante do modelo referente a risco e competitividade perante a governança corporativa.

Figura 4 - Curva ROC do construto de risco e competitividade perante a governança corporativa



Fonte: dados da pesquisa (2020).

A área debaixo da curva ROC demonstrou que o poder discriminante do construto de risco e competitividade é aceitável, pois o valor encontrado foi de 0,73. No próximo tópico estão descritas as conclusões.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo objetivou analisar as chances do desempenho econômico e financeiro determinar as práticas de governança corporativa do próximo exercício. Entre os resultados das regressões logísticas encontrados, o retorno sobre o ativo (ROA) e os dividendos pagos (DIV) obtiveram coeficientes estatisticamente significantes.

Nota-se, pela diferença temporal da variável dependente que os resultados obtidos no período anterior puderam prever as chances de ocorrer o conjunto de práticas de governança equivalentes ao novo mercado. Essa diferença, demonstra que as práticas de governança são premeditadas de acordo com os resultados anteriores.

Além disso, a implicação teórica do aumento das chances, por meio do aumento do retorno sobre o ativo (ROA), podem estar relacionados às inseguranças dos *stakeholders* sobre o desempenho das empresas. Com esses resultados é possível realizar a comparação entre risco e retorno, pois as construções teóricas demonstram que os mesmos são positivamente correlacionados.

Deste modo, quando as empresas aumentam o seu desempenho, os principais podem exigir as práticas de governança dos agentes com a intenção de diminuir os riscos. E dispõem recursos para certificar-se que os resultados obtidos são confiáveis, por meio de práticas governança.

Além disso, os resultados deixam a implicação teórica sobre a associação entre governança corporativa e o desempenho econômico e financeiro também no mesmo período de tempo, já que as práticas de governança são decisões que os agentes podem controlar, e o inverso é mais incerto, pois o desempenho não depende apenas dos mesmos.

O controle sobre as práticas é mais certo em relação ao desempenho da empresa, logo os agentes e principais podem tomar decisões estratégicas das futuras práticas de governança para diminuir os custos existentes com a incerteza dos resultados obtidos.

Por outro lado, o desempenho econômico e financeiro também pode ser afetado pelos custos das práticas de governança. A diferença entre os custos de fiscalização dos agentes sobre o desempenho e o custo das práticas, além de evidenciar a flexibilidade das práticas de gestão, podem apresentar o problema de endogeneidade nas inferências estatísticas.

Portanto, a dissociação da governança e do desempenho, no mesmo período, é importante, pois o desempenho a ser alcançado é uma decisão tomada pelos investidores de acordo com suas intenções de ganhos futuros. Já a escolha pelas práticas de gestão fora tomada com antecedência.

Visto que os agentes tendem a adaptar as suas práticas de gestão de acordo com os resultados obtidos, seja por baixo desempenho, ou então, pelo risco associado aos retornos altos que exigem fiscalização das práticas de gestão.

E assim, a endogeneidade existente dos estudos que comparam a governança no mesmo período do desempenho pode ser substituída pelo estímulo do mercado sobre as práticas de governança quando se analisa por meio desta dissociação temporal.

Diante disso, a tomada de decisão dos gestores para adquirir, manter ou desfazer das práticas de governança também pode estar ligada a outros fatores não estudados. Portanto, outras indagações como o porquê de os eventos externos levarem os gestores a adotar determinadas práticas, bem como o quanto os fatores

externos podem influenciar os gestores a adotarem determinadas práticas; ainda, é um campo vasto a ser aprofundado.

Assim, como lacunas para futuras pesquisas têm-se as possíveis combinações de outras variáveis e desempenho econômico e financeiro. Assim, pode contribuir com os resultados aqui encontrados, pesquisas que abordem variáveis referentes ao endividamento, estrutura de capital, bem como índices de liquidez e atividade.

REFERÊNCIAS

ABDALLAH, A. A. N.; ISMAIL, A. K. Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 46, p. 98-115, 2017.

ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

ANDREAS, J. M.; RAPP, M. S.; WOLFF, M. Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. **Review of managerial science**, v. 6, n. 1, p. 33-79, 2012.

ARORA, A.; SHARMA, C. Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. **Corporate Governance**, v. 16, n. 2, p. 420-436, 2016.

BOSSE, D. A.; PHILLIPS, R. A. Agency theory and bounded self-interest. **Academy of Management Review**, v. 41, n. 2, p. 276-297, 2016.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. 2017.

BRIGHAM; E. F. EHRHARDT, M. C. **Administração financeira teoria e prática**. São Paulo: Thomson Learning, 2017.

BUTT, S. A.; HASAN, A. Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. **International Journal of Business and Management**, v. 4, n. 2, p. 50-57, 2009.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y.; GRULLON, G.; MICHAELY, R.. Product market competition and internal governance: Evidence from the Sarbanes–Oxley Act. **Management Science**, v. 63, n. 5, p. 1405-1424, 2016.

DONG, M.; HIRSHLEIFER, D.; RICHARDSON, S.; TEOH, S. H. Does investor misvaluation drive the takeover market?. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 725-762, 2006.

EISENHARDT, K. M.. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R.. Size and book-to-market factors in earnings and returns. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 131-155, 1995.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. D.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

FAZLZADEH, A.; HENDI, A. T.; MAHBOUBI, K. The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry. **International Journal of Business and Management**, v. 6, n. 3, p. 249-266, 2011.

FLICK, U. **Introdução à metodologia de pesquisa: um guia para iniciantes**. Porto Alegre: Penso, 2013.

GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira** (12 ed). São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

HAIR JR., J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre. Bookman, 2005.

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The economic journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

HODGES, R.; WRIGHT, M.; KEASEY, K.. Corporate governance in the public services: Concepts and issues. **Public Money & Management**, v. 16, n. 2, p. 7-13, 1996.

HUMPHERY-JENNER, M. L.; POWELL, R. G. Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference?. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 3, p. 418-437, 2011.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C.; PEREIRA, E. **Dicionário de termos de Contabilidade**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

JAAFAAR, S. B.; JAMES, K. Conflict of Interest in Director Remuneration by Remuneration Committee in Family Firm. **American International Journal of Contemporary Research**, v. 5, n. 6, p. 1-6, 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LEE, S. Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of South Korea. **Department of Economics Working Paper Series**, v. 17, p. 1-43, 2008.

LIN, K. L.; CHANG, Y. Corporate Governance Reform, Board Structure, and Its Determinants in the Banking Industry—Evidence from Taiwan. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 52, n. 9, p. 2001-2017, 2016.

LOPES, A. B. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil**. Tese (Doutorado em Contabilidade e Finanças) – University of Manchester, Manchester, 2009.

MINTZBERG, H.; LAMPEL, J.; QUINN, J. B.; GHOSHAL, S. **O Processo da Estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados**. 4 ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2006.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

ROSSI, F. Corporate Governance, Risk-Taking, and Firm Performance: Evidence from Italy. **SSRN**, 2016.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Stock market driven acquisitions. **Journal of financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295-311, 2003.

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

STIGLER, G. J. The economies of scale. **The Journal of Law and Economics**, v. 1, p. 54-71, 1958.

YA, Z.; SAFARI, M. The Effect of Remuneration Committee on Dividend Policy in China. **Journal of Insurance and Financial Management**, v.1 n. 2, 2016.

ZABRI, S. M.; AHMAD, K.; WAH, K. K. Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. **Procedia Economics and Finance**, v. 35, p. 287-296, 2016.