



**RELACIONAMENTO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO:
Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro**

João Eduardo Ribeiro

joaribeiro.cco@gmail.com

Antônio Artur de Souza

artur@face.ufmg.br

Palavras-chave: Governança Corporativa. Índice de Governança. Desempenho de Mercado.

1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa, por intermédio de um conjunto de mecanismos, tem por objetivo aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem retorno sobre seu investimento (ANTOUNIAN, DAH & HARAKEH, 2021). Por esse motivo, a implementação de melhores práticas de governança corporativa pode melhorar o desempenho das empresas e proteger os interesses dos acionistas (ALI et al., 2022).

Nesse seguimento, a importância da governança e sua popularização após uma série de escândalos contábeis e financeiros em empresas como Enron, Alstom, HealthSouth, Parmalar, Worldcom e outras, provocou um crescimento exponencial de pesquisas acerca do tema (WU, 2021, RIBEIRO; SOUZA, 2021), principalmente aqueles voltados à criação de *proxies* capazes de mensurar a qualidade da governança e seu efeito na saúde financeira das empresas (FILATOTCHEV; JACKSON; NAKAJIMA, 2013). Trabalhos voltados para o mercado brasileiro, como os de Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Correia, Amaral e Louvet (2011), Santos (2018), dentre outros, foram produzidos com este intuito.

Apesar dos diferentes índices de governança criados a partir de técnicas distintas, Ribeiro e Souza (2021) apontam que apenas 17,5% do total dos estudos empíricos nacionais analisados pelos autores empregaram índices de governança em suas análises. De acordo com os autores, 82,5% dos artigos analisados empregaram *proxies* de governança criadas a partir dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC) da B3 e, esse cenário, segundo Ribeiro e Souza (2021), se deve a dificuldade de coleta de dados e operacionalização dos índices.

1.1. Pergunta Problema e Objetivos

Isto posto, questiona-se: É possível criar um índice de governança corporativa de fácil operacionalização e compreensão e, eficiente em reduzir problemas de agência? Isto é, que demonstre o efeito positivo das melhores práticas de governança na criação de valor para as empresas? Nessa perspectiva, este estudo busca construir um índice de governança corporativa para as empresas brasileiras e avaliar a relação entre a adoção de melhores práticas de governança e o desempenho de mercado dessas empresas.

1.2 Justificativa

A partir de constatações de estudos anteriores, pode-se verificar que os resultados encontrados a despeito da relação entre governança corporativa e desempenho de mercado das

empresas não despontam para conclusões uníssonas. À vista disso, é considerável que mais investigações busquem preencher esta lacuna da literatura, dada a importância do tema, tanto para a academia, quanto para o mercado.

Assim, a justificativa desse estudo se deve a relevância da governança corporativa para as empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo, bem como a importância da criação de métricas capazes de avaliar adequadamente a qualidade da governança e analisar seu efeito sobre o desempenho das empresas.

2. METODOLOGIA

Para cumprir com o objetivo deste estudo, empregou-se uma amostra composta por 118 empresas negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020. Para a coleta dos dados econômico-financeiros foi utilizada a plataforma Economática®. Como *proxy* de governança corporativa, foi criado um índice (IGOV), a partir de 10 perguntas objetivas, amparadas em variáveis (mecanismos) que a literatura indica como sendo capazes de reduzir os problemas de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). O índice foi obtido mediante a soma das respostas “sim”, que adicionava 1 ponto cada uma ao IGOV. Dessa forma, o IGOV teve pontuação expressa de 0 a 10. No Quadro 1, apresentam-se essas variáveis, suas definições, o mecanismo de governança as quais estão relacionadas e a fonte de coleta dos dados.

Quadro 1 - Variáveis que compõe os índices de governança

Variáveis	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	RI
Estrutura de Propriedade e de Controle	Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	RI
	A companhia tem mais de 25% de suas ações em <i>free-float</i> ?	RI
Divulgação e Transparência	A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	RI e CVM
	A empresa tem Declarações de dividendos são disponibilizadas aos acionistas?	RI e CVM
Incentivos aos Administradores	Os administradores têm participação nos lucros?	RI
	A empresa possui Plano de opção de compra de ações?	RI
	A empresa possui Remuneração baseada em ações?	RI
Disclosure	Empresa Participa dos NDGC?	B3
	A companhia é emissora de <i>American Depositary Receipt</i> (ADR)?	JP Morgan's

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para avaliar a relação entre a adoção de melhores práticas de governança e o desempenho de mercado das empresas, utilizou-se como métricas de desempenho (variáveis

dependentes), o Q de Tobin (QTOBIN) e o *Firm Value* (VF), obtido via banco de dados Economática®. Além das variáveis dependentes, foram empregadas algumas variáveis de controle, como o Tamanho da Empresa (TAM), o Endividamento (END), o Índice de Liquidez Corrente (ILC) e o Crescimento (CRESC). A escolha das variáveis dependentes e de controle se deram amparada na literatura empírica sobre o tema, como em Silveira (2004), Correia, Amaral e Louvet (2011) e Santos (2018). No Quadro 2, são expostas as variáveis independentes e de controle, assim como suas respectivas fórmulas de cálculo.

Quadro 2 - Variáveis Dependentes e de Controle

Variáveis		Fórmulas de Cálculo
Dependentes	VF	$\frac{FirmValue}{Ativo\ Total}$
	QTOBIN	$\frac{Valor\ de\ Mercado\ das\ Ações\ +\ Capital\ de\ Terceiros}{Ativo\ Total}$
Controle	TAM	$\ln(Ativos\ Totais)$
	END	$\frac{Passivo\ Circulante\ +\ Ativo\ Circulante}{Ativo\ Total}$
	ILC	$\frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$
	CRESC	$CRESC = \frac{(Vendas_t - Vendas_{t-1})}{Vendas_{t-1}}$

Fonte: Elaborado pelos autores.

Escolhida as variáveis, o método econométrico adotado foi a estimação em dados em painel de efeitos fixos (FE), uma vez que os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman apontaram este, como o modelo mais apropriado. Ademais, optou-se por estimar as regressões com “Erros padrão robustos (HAC), que corrige problemas de homoscedasticidade e autocorrelação. As especificações dos modelos utilizados são descritas nas equações 1 e 2:

$$VF_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}IGOV_{it} + \beta_{2it}VC_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$QTOBIN_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}IGOV_{it} + \beta_{2it}VC_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Em que: VF_{it} , e $QTOBIN_{it}$ são as variáveis dependentes; $IGOV_{it}$ é a variável independente; VC_{it} representa as variáveis de controle; β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto; β_1 e β_2 referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo e; e_{it} refere-se ao erro idiossincrático.

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

A Tabela 1 apresenta os valores obtidos pelas regressões estimadas. Os resultados apontam uma relação positiva e significativa entre o IGOV e o QTOBIN e entre o IGOV e o VF, respectivamente. Essa relação evidencia que quando melhor a qualidade da governança corporativa, maior o desempenho de mercado das empresas analisadas e, tais evidências vão ao encontro das documentadas por Silveira, Barros e Famá (2006) e Lameira, Ness Junior e Soares (2007), por exemplo. Correia, Amaral e Louvet (2011) e recentemente Santos (2018) também documentaram uma relação positiva entre governança e desempenho, porém, sem significância estatística.

Tabela 1 - Relação entre IGOV e Desempenho

Modelos	Constante	IGOV	TAM	END	ILC	CRESC	
<i>QTOBIN</i>	<i>Coef.</i>	1.029,0500	30,1522	-30,3835	-6,3979	-23,5847	0,0427
	<i>p-valor</i>	0,1618	0,0379**	0,5207	0,0001***	0,2743	0,0899*
<i>VF</i>	<i>Coef.</i>	530,9700	25,5737	2,0503	-0,6910	1,8205	0,1037
	<i>p-valor</i>	0,2787	0,0156**	0,9479	0,4413	0,8987	0,3623

Notas: (1) Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,10$. (2) O teste F de dos modelos apresentou $p\text{-valor} = 0$. (3) O R^2 (Dentro) foi de 12,18% no modelo estimado com a variável QTOBIN e 1,43% no modelo estimado com a variável VF.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No tocante as variáveis de controle, sua relação com as variáveis de desempenho não foram unânimes entre os modelos estimados. O TAM por exemplo, quando confrontado com o QTOBIN, apresentou relação negativa. Já quando confrontado com o VF, essa relação se mostrou positiva. Em ambos os casos, não se observou significância estatística. Mesmo resultado foi observado para a variável ILC. O END se mostrou negativamente relacionado com o QTOBIN e positivamente relacionado com o VF, apresentando significância de 1% com o primeiro. Por sua vez, foi evidenciada uma relação positiva entre CRESC e desempenho, com significância no modelo estimado com o QTOBIN.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O IGOV se mostrou uma boa medida de governança, haja vista os resultados unânimes entre os modelos de regressões estimados. Em ambos os modelos a relação entre governança corporativa e desempenho foram positivas. Nesse sentido, este estudo cumpre com seu objetivo de criar um índice de fácil entendimento e operacionalização e; possivelmente eficaz em aferir a qualidade da governança corporativa.

Ademais, contribui-se com a literatura ao mostrar a relação direta entre boas práticas de governança e desempenho de mercado das empresas, corroborando com estudos nacionais anteriores.

REFERÊNCIAS

ALI, A.; ALIM, W.; AHMED, J.; NISAR, S. Yoke of corporate governance and firm performance: A study of listed firms in Pakistan. **Indian Journal of Commerce and Management Studies**, v. 13, n. 1, p. 8-17, 2022.

ANTOUNIAN, C.; DAH, M. A.; HARAKEH, M. Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. **Research in International Business and Finance**, v. 56, p. 101392, 2021.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

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

FILATOTCHEV, I.; JACKSON, G.; NAKAJIMA, C. Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 30, n. 4, p. 965-986, 2013.

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.

LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; SOARES, D. A. M. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. 30 Anos de Governança Corporativa no Brasil. In: XII Congresso de Administração e Contabilidade – AdCont 2021, Rio de Janeiro. **Anais do XII AdCont**, 2021.

SANTOS, T. A. **Um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro**. 2018. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Minas Gerais.

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

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Brazilian Review of Finance**, v. 4, n. 1, p. 3-32, 2006.

WU, C. On the Moderating Effects of Country Governance on the Relationships between Corporate Governance and Firm Performance. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 14, n. 3, p. 140, 2021.