

Influência Da Governança Corporativa No Desempenho Das Empresas Listadas No Índice IBRX100

CAMILA BATISTELLI

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

ELISABETE GROTO

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

ANDRÉ CARLOS EINSWEILER

Universidade do Oeste de Santa Catarina – UNOESC

MÁRCIO ROBERTO PICCOLI

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

Resumo

O estudo verificou a influência da governança corporativa no desempenho das empresas listadas no IBRX100. Para tal, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa, em uma amostra composta por 79 empresas que possuíam dados do período de 2014 a 2018. Os dados foram retirados do site da B3, dos Formulários de Referência e na base de dados da Economatica. Para mensurar o desempenho, foram utilizados os indicadores EBITDA, Q de Tobin e ROA. Para investigar a influência da governança foram utilizadas cinco variáveis: a) aderência ao novo mercado; b) possuir membros independentes no conselho de administração; c) percentual de membros independentes no conselho; d) maioria de membros independentes no conselho; e) não dualidade no cargo de Diretor Presidente (CEO) e de presidente do conselho. Os resultados evidenciaram que novas práticas de governança corporativa e empresas listadas em algum nível de governança corporativa têm influência positiva no desempenho das empresas, quando analisado o EBITDA, Q de Tobin e ROA. O estudo também analisou a significância das variáveis com o indicador econômico ROE, porém este não demonstrou ser significativo. Este estudo contribui para compreender que empresas que optam por práticas de governança corporativa e que seguem os princípios de governança apresentam maior transparência e confiabilidade para os acionistas, o que passa maior credibilidade e confiança para um futuro investidor. Ademais, a pesquisa contribui para fortalecer o entendimento do tema no cenário brasileiro e amplia a discussão existente na literatura ao abordar a influência no desempenho, de práticas de governança ainda não investigadas.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Desempenho, Empresas listadas no IBRX100.

1 INTRODUÇÃO

A confiança dos investidores com relação ao retorno do investimento depende de fatores relacionados ao ambiente institucional, como proteção ao investidor e infraestrutura. A probabilidade de recursos captados de financiadores não serem utilizados da melhor forma pelas empresas é menor quando há a existência da separação de interesses de sociedade e de controle, que busca amenizar o conflito de interesse e aumentar a confiança dos investidores com relação à garantia de retorno sobre investimento. A governança corporativa pode ser vista como este conjunto de mecanismos que proporcionam este ambiente (Silveira, 2004).

Ademais, o tema governança corporativa vem ganhando destaque, tornando-se uma opção as empresas que buscam diminuir conflitos de interesses entre as partes relacionadas. A prática de governança corporativa busca proporcionar uma maior transparência com relação à empresa aos seus interessados, buscando simetria de informação entre partes administrativas, proprietários e investidores, agindo sempre para a maximização da riqueza (Catapan & Colauto, 2014).

Por outro lado, para se ter uma longevidade das organizações e aumentar o valor das empresas, é preciso ter boas práticas de governança corporativa. Nesse aspecto, os atributos a governança podem refletir no desempenho econômico das empresas (Catapan, Colauto & Barros, 2013). Por se tratar de um assunto relevante, diversos autores têm buscado identificar fatores que podem influenciar as governanças corporativas, principalmente, o desempenho, tais como Catapan e Colauto (2014), Costa (2008) e Silveira (2004).

Segundo Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008) a governança corporativa está ligada com o conceito da Teoria da Agência, uma vez que ambas buscam maximizar lucros e obter crescimento na organização. A teoria da agência busca ser um mecanismo para a tomada de decisão, uma vez que analisa as relações internas e externas das empresas. Os dois conceitos se englobam no que se refere a empresa tentar manter as ações dos administradores diretamente ligadas com o interesse dos controladores. Há uma ligação no que se refere também com os problemas de agência, ou seja, executivos não proprietários gerenciam o controle das organizações, podendo gerar um problema em garantir que o comportamento seja alinhado com a maximização do valor para os acionistas.

Diante do exposto, tem-se a seguinte questão de pesquisa: qual a influência da governança corporativa no desempenho de companhias abertas listadas no IBRX100? Diante disso, o objetivo do estudo é verificar a influência da governança corporativa no desempenho de companhias listadas no IBRX100.

O estudo justifica-se em razão de ainda não existirem estudos nacionais que investigaram a relação entre governança corporativa e o desempenho em companhias listadas no índice IBRX100. As empresas do índice IBRX100 desempenham papel importante no mercado de capitais, pois representam os 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade no mercado acionário brasileiro, e por isso merecem atenção. Se diferencia dos demais por analisar práticas de governança ainda não investigadas e, ainda, por analisar um período de tempo diferente, sendo de 2014 a 2018.

Além disso, os resultados das pesquisas já realizadas apresentam divergências, pois, enquanto alguns pesquisadores constataram que há influência da governança no desempenho, como Black, Jang e Kim (2012), Barros, Silva e Voese (2015), Macedo e Corrar (2012), outros, tais como Catapan, Colauto e Barros (2013), Silveira (2004), Costa (2008) verificaram que a governança não influencia no desempenho.

Avaliar a relação entre a governança corporativa, com os indicadores de desempenho contribuiu para uma visão geral da situação das empresas, em que empresas que possuem governança corporativa tendem a apresentar indicadores de desempenho positivos. Segundo Catapan, Colauto e Barros (2013) a empresa que adota as práticas de governança corporativa

possui o objetivo de monitorar e controlar o comportamento da gestão em termos de resultados e conseqüentemente para a tomada de decisões. Com isso, a governança visa influenciar as decisões a serem voltadas a maximizar o valor da empresa e minimizar conflitos de interesse. Pode-se entender que o estudo contribui para se ter uma visão da relação entre a governança e o desempenho das empresas listadas no IBRX100, e assim influenciar empresas a optarem a aderir práticas de governança para um melhor desempenho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, apresenta-se o referencial teórico que dá sustentação a este estudo. O primeiro tópico aborda a governança corporativa. Posteriormente, versará sobre o desempenho. Por fim, apresenta-se os estudos correlatos referente a influência da governança corporativa sobre desempenho.

2.1 Governança Corporativa

A evolução e a mudança do cenário econômico no Brasil de 2012 até a presente data provocaram nas empresas mudanças e adoção de uma postura cada vez mais séria e mais voltada a minimizar os conflitos entre as partes interessadas (IBGC, 2018).

Neste cenário de mudanças, destaca-se a separação de propriedade e controle, que passaram a ser funções exercidas por pessoas distintas, o controle de uma empresa e o poder de capital passa neste momento a não estar concentrado em uma única pessoa, o que pode resultar em conflitos de interesses. Destes conflitos de interesse surge a teoria da agência, que busca analisar a relação entre participantes de um sistema (Arruada, Madruga & Freitas Junior, 2008). Alinhado com o conceito e objetivo de teoria da agência, a governança corporativa impulsiona as empresas a adotarem práticas éticas no âmbito de sua estrutura organizacional, assim como procura eliminar a ideia de comportamentos oportunistas (Tavares, 2016).

Além disso, proporciona uma série de mecanismos de incentivos e de controle buscando um ponto de equilíbrio entre as partes interessadas, internas e externas. Define-se como partes interessadas internas, o conselho de administração, e partes externas, os financiadores de investimentos e acionistas, que percebem a governança corporativa como uma garantia de investimento (Gillan, 2005).

Para Black, Jang e Kim (2012) a governança pode ser considerada como um quadro de regras, sistemas e relacionamentos no qual forma um processo que engloba os mecanismos que influenciam a forma como os objetivos são definidos e alcançados. De acordo com Silveira (2004), as práticas de governança podem ser vistas por investidores como uma forma de proteção ao investimento devido que o nível de evidenciação das decisões tomadas dentro das companhias é maior.

Quando a transparência não se limita a informações econômico-financeiras, mas sim contempla também valores e gestão das sociedades cria-se uma imagem de confiança para com os usuários externos e terceiros destas informações. Desta forma, empresas que adotam boas práticas de governança corporativa contribuem para que não ocorram maus resultados devido a gestão, movidos por erros, interesses individuais ou fraudes. Uma boa governança corporativa destaca-se como um princípio fundamental, criando valor, diminuindo a exposição ao risco e capaz de melhorar a eficiência e o desempenho das empresas. (Na, Kang & Kim, 2018; Scheren, Dal Chiavon & Moura, 2018).

Segundo Drobotz, Klaus e Hirschvogel (2004) a governança geralmente está presente em empresas consideradas "boas", segundo os autores, essas empresas que cumprem o código de governança corporativa chegam a resultados positivos, favorecendo a um bom desempenho com relação às demais. Outrossim, a tomada de decisões e o controle dos negócios podem ser destacados como os elementos mais importantes da governança corporativa, sendo exercida

pelo conselho da administração, que atua na diminuição de falhas e na supervisão das operações realizadas pelas empresas (Chancharat, Krishnamurti & Tian, 2012).

Neste sentido, governança corporativa, resultados financeiros e econômicos, gestão e transparência estão alinhadas. Busca-se encontrar o impacto que os fatores de governança corporativa possuem em relação aos resultados de uma empresa, correlacionados com a atratividade para investidores, gestão e transparência de informação (Scheren, Dal Chiavon & Moura, 2018; Scarpel & Milioni, 2001).

2.2 Desempenho Econômico

O aumento da concorrência no mercado de capitais instiga as empresas a tornar-se cada mais transparentes e a disponibilizarem mais informações para seus investidores, buscando atrair novos investidores de recursos. Investidores buscam aplicar seu capital em empresas que melhor possam garantir o retorno por eles esperado. Este retorno pode ser avaliado por índices econômicos e financeiros extraídos das demonstrações contábeis disponibilizadas pelas sociedades (Costa, 2008).

Esta análise financeira surgiu da necessidade de avaliação da saúde financeira das empresas, auxiliando aos financiadores, credores e gestão. Entretanto não se deve avaliar um único índice isoladamente, mas sim, avaliar os índices como um todo, pois estes em conjunto se completam (Scarpel & Milioni, 2001).

Para uma análise de lucratividade, utiliza-se a taxa de retorno sobre o ativo total (ROA). Esse índice é calculado dividindo-se o lucro líquido pelo ativo total, medindo a eficiência global da administração na geração de lucros a partir de seus ativos (Scarpel & Milioni, 2001). Assaf Neto (2003) considera este indicador como um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa.

O indicador EBITDA apresenta o verdadeiro lucro da empresa, ou seja, o lucro gerado antes a apuração do imposto de renda e do seu adicional, da contribuição social sobre o lucro líquido, dos juros, da depreciação e da amortização, dividido pelo ativo da empresa (Catapan, Colauto & Barros, 2013). Silveira (2004) e Gotardelo (2006) utilizaram o EBITDA como variável dependente para medir a correlação com índices de governança corporativa. Silveira (2004) relata a relação EBITDA e o nível de governança corporativa e conclui relação positiva, observando que as empresas com melhor EBITDA adotam melhores práticas de governança.

A variável Q de Tobin leva em consideração o valor de mercado e o valor de reposição de um determinado bem, ação ou empresa. Famá e Barros (2000), Kammler e Alves (2004) definem Q de Tobin como a razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus ativos. Leal (2004) afirma relação positiva entre a variável Q de Tobin e governança corporativa.

Ademais, o crescimento e desenvolvimento das empresas influenciam diretamente no desempenho da economia local, regional e global. O crescimento e desenvolvimento estão associados à distribuição de autoridade, à responsabilidade e ao controle do ambiente organizacional (Catapan, Colauto & Barros, 2013). Deste modo, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H¹: a governança corporativa influencia positivamente o desempenho das empresas listadas no índice IBRX100

2.3 Estudos Correlatos

Recentemente, pesquisas empíricas abordaram a relação entre o desempenho e os mecanismos de governança corporativa.

Costa (2008) analisou a influência da governança corporativa para o desempenho econômico em empresas de capital aberto nos anos de 2003 a 2007. Com o estudo buscou analisar se a estrutura de governança interfere no desempenho e estratégia de negócios de empresas nacionais. Os elementos de mediação de desempenho financeiro utilizados foram o fluxo de caixa descontado, valor contábil, índice preço/lucro, EBITDA e taxa de dividendos. Os resultados demonstraram que a governança corporativa não teve uma relação clara com o desempenho das instituições, porém possui significativa importância na sucessão, valorização no mercado financeiro, profissionalização e fontes de financiamento mais acessíveis.

Macedo e Corrar (2012) analisaram o desempenho contábil e financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005 a 2007. Para tanto, utilizaram-se de informações sobre lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e imobilização, obtidas na base Melhores e Maiores da Revista Exame. Os resultados demonstraram para o ano de 2015 que as empresas com boas práticas de governança corporativa têm desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior. Porém, em relação a 2006 e 2007 o desempenho dos dois grupos é estatisticamente igual ao nível de 5%. Isso suporta apenas parcialmente as indicações de superioridade de desempenho apresentadas na literatura de governança corporativa.

Black, Jang e Kim (2012) realizaram a pesquisa na Coreia do Sul para encontrar evidências se a governança corporativa prediz os valores de mercado das empresas. Foram analisadas 515 empresas pertencentes à base da bolsa de valores da Coreia do Sul no ano de 2001. O índice avaliado para a obtenção dos resultados foi o Q de Tobin. Diante do índice de governança corporativa de cada empresa, pode-se notar um aumento de 160% no preço da ação comparando a empresa de menor índice com a de maior índice. Também encontraram evidências de que empresas com 50% de diretores externos possuem 40% do preço da ação maior que as demais. Os resultados demonstraram que no mercado coreano, a governança corporativa tem relação com o preço das ações no mercado.

Catapan, Colauto e Barros (2013) verificaram o efeito da governança corporativa sobre as variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado em empresa de capital aberto nos anos de 2008 a 2010. A governança corporativa foi analisada diante de 4 constructos sendo: transparência, controle e conduta, composição e funcionamento e direito de acionistas, já as variáveis de desempenho analisadas foram a rentabilidade do ativo (ROA), lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), Q de Tobin, alavancagem e tamanho. O resultado apresentado não trouxe evidências conclusivas, diante de que os autores apresentaram indícios, sendo assim, os resultados não indicam estatisticamente uma significativa relação entre a governança corporativa com todas as variáveis de desempenhos analisadas.

Lima et al (2015) analisaram a relação entre diferentes níveis de governança corporativa e o aumento de valor do mercado. Para isso, foram analisadas 182 empresas do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA agrupadas por segmento de listagem, sendo: Novo mercado, Nível 2 e Nível 1 relacionadas com o seu valor de mercado nos anos de 2009 a 2012, para a obtenção dos resultados evidenciados. O objetivo principal foi avaliar o desempenho econômico medido pela variação média anual do valor do mercado. Como resultado do estudo, ao comparar as empresas que adotam práticas de governança com as que não adotam. Pode-se evidenciar que em sua maioria as empresas que adotaram as práticas, obtiveram melhores performances e resultados econômicos.

Barros, Silva e Voese (2015) analisaram a relação entre a governança corporativa e o custo de endividamento com terceiros em empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA no período de 2008 a 2010. As variáveis de controle utilizadas para a obtenção dos resultados foram a alavancagem total, o tamanho da empresa e o retorno sobre ativos. Os resultados

demonstraram que as adoções de mecanismos de governança podem exercer impacto sobre a redução do custo de financiamento de dívidas de curto e de longo prazo no mercado brasileiro.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Em relação à finalidade e objetivos, a pesquisa caracteriza-se como descritiva; quanto aos procedimentos, configura-se como documental e quanto à abordagem do problema é de cunho quantitativo. A pesquisa abrangeu o período de 2014 a 2018, sendo que os dados foram coletados nos Formulários de Referência das empresas e no banco de dados Economática. A população da pesquisa corresponde a 100 empresas listadas no índice IBRX100, que caracterizam sendo as empresas com maior negociabilidade na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), sendo que foram excluídas, em cada ano, aquelas que exerciam atividade financeira e aquelas que não possuíam informações suficientes para o cálculo de todas as variáveis do estudo. Deste modo, a amostra selecionada totalizou 79 companhias de 2014 a 2018.

Na Tabela 1 estão as variáveis dependentes e independentes utilizadas, bem como os autores relacionados as métricas analisadas.

Tabela 1 Variáveis dependentes e independentes do estudo

Variáveis	Descrição	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
Dependente	Retorno sobre os Ativos Totais (ROA)	Lucro Líquido/ Ativo Total	Tan e Peng (2003); Daniel et al. (2004); Lee (2011); Laffranchini e Braun (2014)	Economática®
	EBITDA	Ebitda/ Receita Líquida		
	Q de Tobin	Valor de mercado/ Patrimônio Líquido		
Independente	Governança Corporativa (NGC)	A companhia da amostra estava listada no novo mercado: Sim = 1 / Não = 0	Caroprezzo (2011); Barros, Silva e Voese (2015)	Economática®
	Membros independentes no Conselho de Administração (PossuiConselhIndep_CA)	A companhia da amostra possui membros independentes no conselho: Sim = 1 / Não = 0	Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Bradley e Chen (2011)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF
	Percentual de membros independentes (PercConselhIndep_CA)	Percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho de administração	Bradley e Chen (2015); Ghoum, Bem-Nasr e Yan (2017)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF
	Maioria dos Membros Independentes (MaiorConselhIndep_CA)	A maioria dos membros do conselho eram independentes: Sim = 1 / Não = 0	Bradley e Chen (2015)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF

	Dualidade no cargo de diretor presidente e presidente do conselho (Dual_CEO&PresCA)	O cargo de diretor presidente e de presidente do conselho de administração é ocupado por indivíduos diferentes: Sim = 1 / Não = 0	Bradley e Chen (2015) Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018)	São Paulo, 29 to 31 July 2020 Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF
--	---	--	--	--

Fonte: elaborado pelos autores.

Com o intuito de identificar o desempenho, de forma similar aos estudos anteriores de Tan e Peng (2003); Daniel *et al.* (2004); Lee (2011); Laffranchini e Braun (2014), foram utilizadas as variáveis: ROA, EBITDA e Q de Tobin. Os dados foram coletados no banco de dados Economática. A variável ROE foi testada no modelo, mas não demonstrou significância.

Para investigar a influência da governança corporativa das empresas, similar aos estudos de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Barros, Silva e Voese (2015); Bradley e Chen (2015) e Ghoum, Ben-Nasr e Yan (2018), foram utilizadas cinco variáveis: a) dummy que recebeu valor 1 quando a companhias da amostra encontrava-se listada no Novo Mercado da B3 (NGC); b) *dummy* em que 1 afirma que a empresa possui membros independentes no conselho de administração, e 0 para não (PossuiConselhIndep_CA); c) percentual de membros independentes no conselho de administração (PercConselhIndep_CA); d) dummy que recebeu valor 1 quando mais de 50% dos membros do conselho eram independentes (MaiorConselhIndep_CA); e, e) *dummy* em que 1 afirma que os cargos de diretor presidente e de presidente do Conselho de Administração são ocupados por indivíduos diferentes, e 0 para não (Dual_CEO&PresCA). Os dados referentes as variáveis independentes foram coletadas manualmente a cada ano, para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência, na Seção 12.5/6 – Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal, com exceção da variável “Novo Merc_B3” que foi retirada da base de dados da Economática.

As variáveis de controle da pesquisa, que também podem influenciar no desempenho das empresas IBRX100 são apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2 Variáveis de controle do estudo

Variáveis	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
Tamanho da Empresa (TAM)	Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais da empresa	Bradley e Chen (2015); Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018)	Economática®
Endividamento (ENDIV)	(Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total	Ma, Ma e Tian (2017)	Economática®
Crescimento das Vendas (CRESC)	Crescim = variação do total das vendas do ano t-1 para o ano t	Tanaka (2014) Bradley e Chen (2015)	Economática®
Índice de Sustentabilidade (ISE)	<i>Dummy</i> igual a 1 para empresas com índice ISE e 0 para as demais	Mazzioni, Diel, Diel, Kruger e Klann (2013)	Economática®

Fonte: elaborado pelos autores.

Conforme consta na Tabela 2, optou-se por utilizar como variáveis de controle o tamanho da empresa, endividamento, crescimento das vendas e índice de sustentabilidade. Os dados das variáveis de controle também se referem ao período de 2014 a 2018 e foram coletados no banco de dados Economática. Conforme apresentado na Tabela 2, as variáveis de controle utilizadas foram:

a) Tamanho da empresa: a relação entre governança corporativa e tamanho da empresa não possui relação exata, mas entende-se que as grandes empresas tendem a ter um melhor desenvolvimento econômico perante as empresas de médio e pequeno porte, de modo que as grandes empresas possuem uma capacidade de gerenciar seus negócios sendo consideradas mais confiáveis. Além disso, considera-se que empresas maiores dispõem de mais recursos para aplicabilidade da governança corporativa (Costa, 2008; Wan & Yiu, 2009; Barros, Silva & Voese, 2015).

b) Endividamento: empresas que possuem um alto nível de endividamento consequentemente apresentam baixos resultados financeiros e econômicos, consequências de que o endividamento reflete diretamente o montante de juros e amortizações, apresentando resultados menos satisfatórios (Tavares, 2016; Bastos, Nakamura & Basso, 2009).

c) Crescimento das vendas: o crescimento das vendas é um indicador que influencia de forma positiva o desempenho de uma empresa. As empresas que apresentam melhores oportunidades de crescimento em geral são mais bem avaliadas (Almeida, 2008).

d) ISE: O ISE é o indicador de sustentabilidade que evidencia o quanto as empresas adotam práticas sustentáveis e têm consciência de suas responsabilidades diante do impacto ambiental. Um crescimento econômico sustentável está vinculado as consequências ambientais e sociais das atividades da empresa. Bons índices de sustentabilidade auxiliam a desenvolver uma imagem positiva da empresa e podem auxiliar a impactar o preço das ações (Santana *et al.*, 2015).

Após a coleta de dados, efetuou-se a análise descritiva da variável de desempenho e das variáveis de governança corporativa. Foi utilizada a regressão linear, para analisar a influência da governança corporativa no custo da dívida. Desse modo, os pressupostos de multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance, e ausência de auto correlação serial, por meio do teste de *Durbin-Watson*, também foram observados. Quando efetuadas as regressões, a variável de desempenho foi classificada como dependente e as demais variáveis independentes e de controle foram classificadas como (preditoras). Todos os procedimentos de análise dos dados foram aplicados com o uso do software SPSS.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Apresentam-se nesta seção a análise dos resultados. Desta forma, inicialmente, tem-se a Tabela 3 e 4 com a estatística descritiva das variáveis quantitativas e categóricas, respectivamente, analisadas no referido estudo.

Tabela 3 Estatística descritiva das variáveis quantitativas

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
ROA	395	- 41,39	36,19	3,98	382	7,68
EBITDA	395	-136,67	101,42	21,09	17,82	20,55
Q de Tobin	395	-8,23	33,06	2,44	1,47	3,21
PercConselhInd_CA	395	0,00	100,00	23,56	18,00	24,36
TAM	395	0,00	20,62	15,88	16,27	3,13
ENDIV	395	0,00	1,42	0,57	0,58	0,23
CRESC	395	-0,78	5,05	0,06	0,06	0,35

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se que o percentual de membros independentes do Conselho (PercConselhInd_CA) é em média 23,56 e máximo de 100. Observa-se pelos valores médios e pelo desvio padrão, que o ROA, EBITDA e Q de TOBIN, apresentaram elevada dispersão. Em média, o nível de endividamento é de 0,57, enquanto, o crescimento apresenta uma média de 0,06 e uma máxima de 5,05.

Tabela 4 Frequência das variáveis de controle com dummy

Variáveis	NGC		P_CA		M_CA		D_CA		ISE	
	Frequência	%								
0	10	2,53	74	18,65	224	56,65	69	17,41	315	79,75
1	385	97,47	321	81,35	171	43,35	326	82,59	80	20,25
Total	395	100								

Sigla das variáveis: NGC (Governança Corporativa); P_CA (PossuiConselhIndep_CA); M_CA (MaiorConselhIndep_CA); D_CA (Dual_CEO&PresCA); ISE (Índice de Sustentabilidade).

Fonte: dados da pesquisa.

Com relação às variáveis categóricas, observa-se que 97,47% das empresas pertencem a algum nível de Governança Corporativa (NGC), sendo que 81,35% das empresas possuem membros independentes no Conselho de Administração (P_CA), 82,59% apresentam que os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes (D_CA). Em seguida, foi utilizado o coeficiente de correlação de Pearson, para apresentar a relação entre as variáveis. Ademais, 79,75% das empresas não pertencem ao índice de sustentabilidade empresarial (ISE). A Tabela 5 apresenta os resultados da correlação de Pearson entre as variáveis.

Tabela 5 – Correlação de Pearson entre as variáveis da pesquisa

	ROA	EBT	QDT	NGC	PCA	%CA	MCA	DCA	TAM	ENDIV	CRESC	ISE
ROA	1											
EBT	0,527**	1										
QDT	0,309**	0,153**	1									
NGC	0,168**	0,129*	0,187**	1								
PCA	0,123*	0,114*	0,117*	-0,077	1							
%CA	0,047	-0,107	-0,009	-0,053	0,464**	1						
MCA	0,115*	-0,098	0,104	-0,062	0,386**	0,272**	1					
DCA	-0,036	0,112*	-0,054	-0,074	0,230**	0,357**	-0,121*	1				
TAM	-0,042	0,146**	0,05	-0,057	0,241**	0,053	0,087	0,343**	1			
ENDIV	-0,263**	-0,034	0,225**	-0,058	0,095	0,015	-0,031	0,141*	0,467**	1		
CRESC	0,266**	0,229**	0,08	0,03	0,057	0,033	-0,016	-0,009	0,028	0,013	1	
ISE	-0,005	0,056	0,185**	0,081	0,08	-0,013	-0,06	0,086	0,106	0,186**	-0,002	1

Sigla das variáveis: ROA (Retorno sobre os ativos); EBT (EBITDA); QDT (Q de Tobin); NGC (Governança Corporativa); PCA (PossuiConselhIndep_CA); %CA (PercConselhIndep_CA); MCA (MaiorConselhIndep_CA); DCA (Dual_CEO&PresCA); TAM (Tamanho); ENDIV (Endividamento); CRESC (Crescimento das Vendas); ISE (Índice de Sustentabilidade).

**A correlação é significativa no nível 1%. *A correlação é significativa no nível 5%.

Fonte: dados da pesquisa.

A matriz de correlação dos dados indica, em relação à variável dependente ROA, uma relação positiva e significativa a 1% com NGC e CRESC, entretanto possui uma relação negativa com ENDIV. Além disso, possui uma relação positiva e significativa a 5% com PCA. Esses dados sugerem que o desempenho ROA está associado as empresas listadas em algum nível de governança, que possui membros independentes no conselho de administração e que são a maioria no conselho de administração. Por outro lado, empresas endividadas estão associadas a pior desempenho.

Com relação a variável dependente EBITDA, verifica-se uma relação positiva e significativa a 1% com tamanho (TAM) e crescimento das vendas (CRESC), e significativa e positiva a 5% com NGC, PCA e DCA. Indicando que as maiores empresas e que possuem crescimento das vendas tendem a obter um desempenho maior com EBITDA.

Além disso, as empresas listadas em algum nível de governança, que possui membros independentes no conselho de administração e aquelas em que os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes, tendem a obter um melhor desempenho. Ademais, no que diz respeito a variável dependente Q de

Tobin, tem-se uma relação positiva e significativa a 1% com NGC, ENDIV e ISE, e significativa e positiva a 5% com PCA. Os dados sugerem que empresas listadas em algum nível de governança, que possuem membros independentes no conselho de administração e que pertencem ao índice de sustentabilidade empresarial tenham um maior valor de mercado.

Contudo, apesar das variáveis independentes terem apresentado significância entre si, seus coeficientes foram relativamente fracos, comprovando que não há problemas de multicolinearidade no modelo. A Tabela 6 mostra os resultados do modelo que verifica a influência da governança corporativa no desempenho de companhias abertas do índice IBRX100.

Tabela 6 – Coeficientes da influência da governança corporativa no desempenho de companhias abertas do índice IBRX 100

Variáveis	Modelo 1 ROA		Modelo 2 EBITDA		Modelo 3 Q de Tobin	
	t	Sig.	t	Sig.	t	Sig.
(Constante)	-0,908	0,365	-1,286	0,199	-1,891	0,060**
NGC	3,005	0,003*	2,38	0,018*	3,6	0,000*
PossuiConselhInd_CA	1,793	0,074**	3,194	0,002*	1,726	0,085**
PercConselhInd_CA	-0,309	0,758	-3,386	0,001*	-0,986	0,325
MaiorConselhInd_CA	1,263	0,208	-1,813	0,071**	1,802	0,073**
Dual_CEOePresCA	-0,261	0,795	1,73	0,085**	-0,708	0,479
Tam	1,117	0,265	2,203	0,028*	-1,39	0,166
Endiv	-5,109	0,000*	-2,243	0,026*	4,152	0,000*
Cresc	5,025	0,000*	4,135	0,000*	1,333	0,183
ISE	0,535	0,593	0,388	0,698	2,431	0,016*
Observações	319		319		319	
R ² Ajustado	0,17		0,138		0,121	
Durbin-Watson	1,836		1,813		2,055	
VIF	< 2		< 2		< 2	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	

* Significativo a 5%. ** Significativo a 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 6 que o poder de explicação dos modelos, conforme R² ajustados foram de 12,1% na variável Q de Tobin, 13,8% para a variável EBITDA e 17,0% para a variável de ROA. As estatísticas de Variance Inflation Factor (VIF) e Tolerance evidenciam que não existem problemas de multicolinearidade. Os resultados atenderam, ainda, outro pressuposto da regressão que é a ausência de auto correlação serial, uma vez que os indicadores de Durbin-Watson ficaram próximos de 2. Ainda, os testes ANOVA foram significantes, demonstrando que as variáveis independentes exercem influência sobre a variável dependente em todos os modelos.

No que diz respeito a variável “NGC”, esta se revelou estatisticamente significativa e positiva com relação a todos os modelos apresentados (ROA, EBITDA e Q de Tobin). Sendo assim, os resultados evidenciam que a classificação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa exerce influência para um melhor desempenho. O que não corrobora com os estudos de Silveira (2004), Costa (2008) e Catapan, Colauto e Barros (2013), que argumentaram que a listagem em níveis diferenciados, que representam adoção de mecanismos de governança mais rígidos, poderia não influenciar no desempenho.

Com relação a variável “PossuiConselhIndep_CA”, que demonstra se há membros independentes no conselho de administração, apresentou coeficiente positivo em todos os modelos apresentados (ROA, EBITDA e Q de Tobin). Ademais, os modelos também apresentaram significância. Nesse caso, a significância permite afirmar que membros independentes no conselho de administração influenciam para que as empresas obtenham um melhor desempenho. Os achados corroboram com os estudos de Almeida (2008) que

encontrou sinais positivos com relação à influência de governança corporativa nos índices de desempenho.

No que diz respeito a variável "PercConselhIndep_CA", que verifica o percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho, esta demonstrou significância estatisticamente e um coeficiente negativo com relação ao EBITDA (modelo 2), enquanto com relação ao ROA e Q de Tobin (modelo 1 e 3), se demonstrou insignificante estatisticamente. Assim, é possível afirmar que empresas que possuem membros independentes no conselho de administração tendem a obter um pior EBITDA, diferente dos resultados dos estudos de Silva de Almeida, Klotzle e Pinto (2013), em que evidenciaram um desempenho positivo e com influência significativa, pois segundo eles, esse fator auxilia para maximizar os ganhos.

Quanto a variável "MaiorConselhIndep_CA", que demonstra se a maioria dos membros do conselho eram independentes, esta apresenta coeficiente negativo no modelo 2 (EBITDA) e positivo no modelo 3 (Q de Tobin). Lanzana (2004) observou que quanto maior o percentual de membros externos no conselho melhor seria o nível de governança, mas salienta que é preciso observar os resultados com cautela.

Em relação a variável "Dual_CEOePresCA", que capta se os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes, apresentou coeficiente positivo e significância estatisticamente somente no modelo 2 (EBITDA). Desse modo, quando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes, essa variável influencia para um melhor desempenho, diferente do estudo de Silva de Almeida, Klotzle e Pinto (2013) que evidenciaram que não é favorável para a empresa pessoas diferentes assumirem os cargos de presidente e diretor, o que não corrobora com as recomendações do IBGC e da CVM.

Com relação a variável "TAM", essa variável possui influência significativa e positiva com relação ao modelo 2 (EBITDA), sendo que empresas maiores, tendem a ter um melhor desempenho. Os resultados apresentados corroboram com os resultados de Barros, Silva e Voese (2015) que encontrou também que o tamanho das empresas influencia positivamente o desempenho econômico das empresas.

A variável "ENDIV" teve influência significativa nas três variáveis dependentes analisadas, sendo que no modelo 1 (ROA) e no modelo 2 (EBITDA) a variável apresenta um coeficiente negativo, que pode-se considerar que empresas endividadas apresentam um pior retorno de ativo e um pior desempenho de EBITDA. Com relação ao modelo 3, empresas endividadas apresentam um melhor Q de Tobin. Este resultado não corrobora com os estudos de Almeida (2008) o qual não obteve sentido concreto na relação endividamento e governança corporativa.

A variável "CRESC", apresenta um coeficiente positivo e significância nos modelos 1 e 2 (ROA e EBITDA), o que significa que empresas em crescimento apresentam um retorno sobre o ativo e um bom desempenho, o que corrobora com o estudo de Almeida (2008), quando destaca que o crescimento das vendas influencia de forma positiva o desempenho, sendo que as empresas que apresentam melhores oportunidades de crescimento em geral são mais bem avaliadas.

No que diz respeito a variável "ISE", destaca-se que empresas que pertencem a carteira ISE tentem a ter um melhor Q de Tobin, uma vez que essa variável apresentou um coeficiente positivo e significância estatisticamente sobre o modelo. Deste modo, Lameira e al (2013) também evidenciaram resultados positivos em empresas que possuíam índices de sustentabilidade sendo que as mesmas, apresentam melhores indicadores de desempenho e melhor valor das ações.

A partir dos resultados apurados pelo modelo de regressão e corroborando com a teoria da agência não foi possível rejeitar a hipótese H¹ de que a governança corporativa

influencia positivamente o desempenho das empresas listadas no índice IBRX100, pois conforme dados apresentados obteve-se significância nos modelos analisados, o que indica que as empresas que apresentam conselho corporativo, percentual de membros independentes e dualidade de cargos, alinhado as boas práticas de governança corporativa impactam principalmente nos índices EBTIDA, ROA e Q de Tobin.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo principal identificar a influência das boas práticas de governança corporativa sobre os índices econômicos e financeiros das empresas listadas no índice IBRX100 durante o período de 2014 a 2018. Diante da análise observou-se que 97,47% das empresas pertencem a algum nível de governança corporativa, 81,33% possuem membros independentes no conselho de administração e 82,59% não possuem dualidade de cargos nas posições de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração. Observa-se também que dentre as empresas analisadas, somente 20,25% pertencem ao ISE e que possivelmente estas empresas venham ganhando destaque e agregando uma melhor imagem da sua empresa perante o mercado.

Os resultados mostraram que empresas listadas em algum tipo de governança corporativa apresentam influência significativa nos indicadores de desempenho econômico financeiro analisado. Evidenciou-se relação entre as variáveis quantidade de membros independentes no conselho e maioria no conselho da administração em relação ao indicador financeiro ROA. O indicador EBITDA foi o que mais apresentou significância entre as variáveis, além da significância dos níveis de governança, esse indicador apresenta relação com empresas que possuem conselho independente e que dentre os membros a maioria do conselho seja formado por conselheiros independentes, relação em que a mesma pessoa ocupe as posições de cargo de CEO e presidente, o tamanho da empresa, endividamento e crescimento das organizações. O Q de Tobin, apresentou significativa relação com empresas que possuem conselho independente e a maioria desse conselho ser formado por conselho independentes, também obtivemos resultados positivos com relação ao endividamento e em empresas listados na carteira ISE.

O estudo também analisou a significância das variáveis com o indicador econômico ROE, porém não obtivemos nenhum resultado satisfatório, ou seja, nenhuma das variáveis apresentou significância estatística com o indicador, sendo assim não foi utilizado como base para a obtenção dos resultados.

Com isso, ao analisarmos todos os resultados, podemos verificar que empresas com boas práticas de governança corporativa, ou seja, empresas listadas em algum nível de governança apresentam resultados estatisticamente positivo com relação aos indicadores de desempenho analisados. Também podemos verificar a relação de outras variáveis de suma importância para todas as complexidades da governança.

Este estudo contribui para entender que empresas que optam por práticas de governança corporativa e que seguem os princípios de governança se destacam em relação às outras e, também apresentam resultados melhores ou mais satisfatórios, uma vez que empresas que aderem a governança corporativa apresentam maior transparência e confiabilidade para os acionistas, o que passa maior credibilidade e confiança para um futuro investidor.

O estudo apresenta como limitação a sua amostra sendo apenas 79 das 100 empresas pertencentes ao índice IBRX100 que apresentaram todas as informações necessárias, uma vez que analisamos a relação entre o desempenho e a governança corporativa apenas das empresas brasileira listadas na B3 com índice IBRX 100, sem generalização com as demais empresas que apresentam governa corporativa, os resultados obtidos representam o cenário analisado.

Como sugestão de pesquisas futuras, sugere-se um estudo com que abranja a todas as empresas listadas na B3 para uma possível comparação de resultados entre empresas com maior negociabilidade e empresas com menor número de transações na B3, também sugere-se a continuação desta pesquisa com empresa de outros países, para ter uma comparação com as demais empresas.

REFERÊNCIAS

- Almeida, M. A. (2008). Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 203-243.
- Barros, C. M. E., da Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2).
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107.
- Caroprezo, B. (2011). O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras (Doctoral dissertation).
- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164.
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2).
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G. (2012). Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 144-163.
- Costa, G. D. S. (2008). A Influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil.
- Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner Jr, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574.
- Da Silva Macedo, M. A., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1).

- De Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. *Revista de Administração da UNIMEP*, 11(1), 156-180.
- De Arruda, G. S., Madruga, S. R., & de Freitas Junior, N. I. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1).
- De Oliveira Lima, S. H., Oliveira, F. D., de Aquino Cabral, A. C., dos Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *REGE-Revista de Gestão*, 22(2), 187-204.
- De Santana, L. M., Góis, A. D., De Luca, M. M. M., & de Vasconcelos, A. C. (2015). Relação entre disclosure socioambiental, práticas de governança corporativa e desempenho empresarial. *Revista Organizações em Contexto*, 11(21), 49-72.
- Drobetz, W., Gugler, K., & Hirschvogel, S. (2009). 14. The determinants of German corporate governance ratings. *The Modern Firm, Corporate Governance and Investment*, 361.
- Famá, R., & Barros, L. A. B. D. C. (2001). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Anais*.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview.
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148.
- Gotardelo, D. R. (2006). Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado (Doctoral dissertation, Dissertação de Mestrado em Administração, Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte, MG, Brasil).
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa – IBGC, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/governanca/origens-da-governanca>. Acesso em: 31 mar. 2019.
- Kammler, E. L., & ALVES, T. W. (2004). A teoria do “q” de Tobin e a previsão dos gastos com investimentos: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto. Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD), Curitiba.
- Lanzana, A. P. (2004). Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Laffranchini, G., & Braun, M. (2014). Slack in family firms: evidence from Italy (2006-2010). *Journal of Family Business Management*.
- Lameira, V. D. J., Ness Jr, W. L., Quelhas, O. L. G., & Pereira, R. G. (2013). Sustentabilidade, valor, desempenho e risco no mercado de capitais brasileiro. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 15(46), 76-90.
- Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas da USP-RAUSP*, 39(4), 327-337.
- Lee, S. (2011). How financial slack affects firm performance: evidence from US industrial firms. *Journal of Economic Research*, 16(1), 1-27.

- Na, K., Kang, Y. H., & Kim, Y. S. (2018). The Effect of Corporate Governance on the Corruption of Firms in BRICs (Brazil, Russia, India & China). *Social Sciences*, 7(6), 85.
- Ma, L., Ma, S., & Tian, G. (2017). Corporate opacity and cost of debt for family firms. *European accounting review*, 26(1), 27-59.
- Mazzioni, S., Diel, F. J., Diel, E. H., Kruger, S. D., & Klann, R. C. (2013). Análise dos Indicadores de valor adicionado das empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e das demais empresas listadas na BM& F Bovespa.
- Scarpel, R. A., & Milioni, A. Z. (2001). Aplicação de modelagem econométrica à análise financeira de empresas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 36(2).
- Silveira, A. D. M. D. (2006). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Scheren, G., Dalchiavon, A., & de Moura, G. D. (2018). Influência da governança corporativa para o recebimento de subvenções e assistências governamentais em companhias abertas. *RGC-Revista de Governança Corporativa*, 5(1).
- Tan, J., & Peng, M. W. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy. *Strategic management journal*, 24(13), 1249-1263.
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335.
- Tavares, V. B. (2016). Níveis de governança corporativa e desempenho: uma validação por meio de redes neurais artificiais.
- Wan, W. P., & Yiu, D. W. (2009). From crisis to opportunity: Environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(7), 791-801.