

ADESÃO AOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA IMPACTA O DESEMPENHO FINANCEIRO E DE MERCADO?

ELAINE MENDES SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CARIRI-UFCA

PAULO HENRIQUE LEAL

DANIELLE CARDOSO DA SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CARIRI-UFCA

EDIGLEITO BERNARDINO DA COSTA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CARIRI-UFCA

Introdução

No contexto da governança corporativa, a adoção dos códigos de boas práticas tem se tornado essencial para as empresas que buscam melhorar seu desempenho financeiro e de mercado. A Lei das Sociedades Anônimas (S.A) de 1976 marcou o início do processo de abertura de capitais no Brasil, permitindo a emissão e negociação de ações em bolsas de valores (BRASIL, 1976). Essa legislação estabeleceu as bases para o funcionamento das empresas de capital aberto no país, gerando uma série de desafios e a necessidade de proteção dos principais atores desse mercado (NABARRO, 2016). A governança corporativa

Problema de Pesquisa e Objetivo

Problema: Ausência de pesquisas que realizem uma abordagem a partir da adesão aos códigos de governança corporativa. Objetivo: examinar como as organizações aderem, interpretam e implementam os códigos de governança, comparando estatisticamente com o desempenho financeiro e de mercado dessas instituições

Fundamentação Teórica

Diferentes estudos nacionais têm se debruçado sobre o tema, focando em analisar o impacto financeiro e de mercado das empresas listadas na B3 com base na adesão aos diferentes níveis de governança corporativa (Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - NDGC, Novo Mercado e outros níveis). O estudo de Ribeiro (2020) explorou o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro, usando dados de 118 empresas entre 2010 e 2020. A qualidade da governança foi avaliada por índices, demonstrando que empresas com melhor governança tendem a ter melhor desempenho financeiro.

Metodologia

O estudo em questão tem como objetivo central a análise da governança corporativa no período de 2018 a 2022, com foco nas contribuições e no desempenho das empresas listadas na B3. A pesquisa emprega uma metodologia quantitativa e descritiva, baseada na análise de documentos e utilizando dados secundários da B3, os materiais utilizados são de domínio público e se concentram em aspectos quantitativos da pesquisa. A coleta de dados ocorreu em 2023 e foi armazenada em planilhas Excel. Utilizamos análise descritiva e análise de regressão com dados em painel por meio do software R Studio.

Análise dos Resultados

Após realizar o cálculo dos coeficientes para os indicadores operacionais e de mercado, foi criada uma tabela por meio da aplicação de análise estatística por regressão. O objetivo era avaliar quais variáveis independentes influenciam no desempenho das empresas que foram objeto de estudo. Com base nos dados coletados, foi elaborada a Tabela 1, que compila os resultados obtidos para cada modelo de desempenho e as variáveis independentes consideradas em ambos. Esta tabela também exibe os coeficientes encontrados para cada variável no contexto do seu modelo correspondente.

Conclusão

A governança corporativa desempenha um papel fundamental no contexto das empresas de capital abertas no Brasil. A adoção de códigos de boas práticas tornou-se uma necessidade imperativa para aqueles que buscam aprimorar seu desempenho financeiro e de mercado. O objetivo primordial deste estudo foi investigar o impacto financeiro e de mercado resultante da adoção de códigos de governança corporativa pelas empresas. A relevância deste tema deriva da ênfase comumente dada às pesquisas sobre os efeitos da governança corporativa nas organizações, as quais tradicionalmente se concentram nos distintos

Referências Bibliográficas

ANDREA LOPES, CLAUBER DE OLIVEIRA. (2020), Governança Corporativa e Ética: reflexos em empresas investigadas pós Lava Jato. Revista brasileira de Administração Científica. <https://doi.org/10.6008/CBPC2179-684X.2021.001.0027>. Antonelli, R., Portulhak, H., Scherer, L., & Clemente, A. (2019). Impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa no risco de companhias reguladas. Revista De Contabilidade Do Mestrado Em Ciências Contábeis Da UERJ, 23, fev. Disponível em: <http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/view/3419/2614>. Acesso em: 22 Ago.

Palavras Chave

Governança Corporativa , Códigos de Governança , Desempenho Financeiro

ADESÃO AOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA IMPACTA O DESEMPENHO FINANCEIRO E DE MERCADO?

RESUMO

Este estudo aborda a importância da governança corporativa em empresas de capital aberto no Brasil e investiga os impactos financeiros e de mercado resultantes da adoção de códigos de boas práticas de governança corporativa. O estudo em questão tem como objetivo central a análise da governança corporativa no período de 2018 a 2022, com foco nas contribuições e no desempenho das empresas listadas na Bolsa de Valores (B3). A pesquisa emprega uma metodologia quantitativa e descritiva, baseada na análise de documentos e utilizando dados secundários da B3. Foram analisadas 395 empresas com ações negociadas na B3 e em seguida foram excluídas as que não disponibilizaram todos os dados essenciais para a pesquisa ou com dados extremamente discrepantes, o que resultou em 286 empresas avaliada pelo indicador Valor de Mercado e 246 empresas avaliadas com o indicador EBTIDA. Foi utilizado uma análise descritiva e análise de regressão por meio do software R Studio. Os resultados indicam que a governança corporativa exerce um papel significativo nas finanças das empresas, afetando-as de várias maneiras. A governança relacionada ao conselho de administração, ética e comissão fiscal tem um impacto positivo em ambos os desempenhos, financeiro e de mercado, enquanto a governança externa para acionistas e diretores tem um impacto negativo, também em ambos os desempenhos. Os resultados sugerem que a governança voltada para acionistas e diretores pode criar possíveis conflitos de interesses e desviar o foco da gestão operacional eficaz. Portanto, é crucial encontrar um equilíbrio adequado entre governança e gestão para garantir o sucesso das empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Códigos de Governança, Desempenho Financeiro.

1 INTRODUÇÃO

No contexto da governança corporativa, a adoção dos códigos de boas práticas tem se tornado essencial para as empresas que buscam melhorar seu desempenho financeiro e de mercado. A Lei das Sociedades Anônimas (S.A) de 1976 marcou o início do processo de abertura de capitais no Brasil, permitindo a emissão e negociação de ações em bolsas de valores (Brasil, 1976). Essa legislação estabeleceu as bases para o funcionamento das empresas de capital aberto no país, gerando uma série de desafios e a necessidade de proteção dos principais atores desse mercado (NABARRO, 2016).

A governança corporativa surgiu como resposta aos desafios enfrentados pelas empresas e pela sociedade, visando estabelecer padrões éticos e operacionais elevados (Bezerra, 2019). Com a incorporação do Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa pela Instrução 586 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), houve um aumento da transparência nas companhias abertas. Isso proporcionou aos investidores informações mais detalhadas para decisões de investimento fundamentadas (CVM, 2017).

A Resolução 080 da CVM, especificamente em seu artigo 32º, estabelece a obrigatoriedade da entrega do Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa pelas companhias abertas pertencentes à categoria A. Essa obrigação se aplica às empresas com registro na categoria A, valores mobiliários negociados em bolsa e ações em circulação (CVM, 2018).

Compreender a governança corporativa é fundamental para analisar e avaliar o desempenho e a sustentabilidade das organizações. A literatura acadêmica já percorreu extensivamente os meandros da governança, enfocando principalmente os níveis diferenciados de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) como um paradigma para a análise das práticas de governança. Como os recentes estudos liderados por Ribeiro e Souza (2023), Battistelli, Groto, Einsweiler e Piccoli (2020), Machado, Prado, Rauber, Carvalho e Santos (2020). Entretanto, um novo e promissor ponto de vista emerge, oferecendo uma abordagem inovadora e valiosa para a avaliação da governança corporativa: o estudo dos códigos de governança.

Enquanto muitos pesquisadores têm se concentrado nos diferentes níveis de governança, investigar a governança a partir da lente dos códigos de governança representa uma nova fronteira na pesquisa nesse campo. Nosso objetivo é examinar como as organizações aderem, interpretam e implementam os códigos de governança, comparando estatisticamente com o desempenho financeiro e de mercado dessas instituições, questiona-se: a adesão aos códigos de governança corporativa impacta o desempenho financeiro e de mercado? Para responder a essa questão, este estudo busca realizar uma análise do impacto da adesão aos códigos de governança corporativa no desempenho financeiro e de mercado em empresas brasileiras negociadas na B3.

Espera-se que a qualidade de governança corporativa afete positivamente o desempenho das empresas analisadas, haja vista que o desempenho é um dos principais aspectos considerados pelos *stakeholders* na avaliação do sucesso ou fracasso das empresas (RIBEIRO; SOUZA, 2023).

2 REVISÃO DA LITERATURA

Inicia-se o referencial teórico pelos Conceitos e Princípios de Governança Corporativa e ao Estudo Empíricos Sobre o Assunto.

2.1 Conceitos e Princípios de Governança Corporativa

Governança Corporativa é a tradução do inglês de “*Corporate Governance*” que significa a maneira como as empresas são gerenciadas e os mecanismos necessários. Palavras como direção, governo e controle estão diretamente ligadas ao conceito de governança (Eckert, Graciela, Daiane; Carlos, 2021). De maneira resumida a governança surge para mitigar os conflitos de interesses gerados pelo proprietário e a gestão da empresa. A governança corporativa começou nos Estados Unidos, por volta da década de 1990, através da necessidade de assegurar os acionistas contra abusos dos diretores, com intenção de combater os problemas de *agency* de forma que divide a propriedade da gestão. (ADHMIR; UDO; GILMAR, 2021).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 27 de novembro de 1995, é uma organização criada para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, sendo o principal estimulador de práticas e argumentos sobre o tema no país. Avançando seu reconhecimento tanto nacional como internacional. Segundo o IBGC (2017) Governança Corporativa é o conjunto de boas práticas onde as empresas e outras organizações são direcionadas, auxiliadas e encorajadas, a abranger os relacionamentos aos associados, conselho de gerência, superintendência, órgãos de inspeção e as demais partes interessadas. As práticas de códigos de governança alinham interesses básicos em indicações concretas, com a finalidade de potencializar a economia das organizações, favorecendo a admissão de atributos e coadjuvando para qualificação da gestão da organização e seu desenvolvimento.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa está alicerçada em alguns princípios básicos, sendo eles: Transparência, Equidade, Integridade, Responsabilização e Sustentabilidade. Este último princípio foi inserido no Código das Melhores Práticas na 6ª edição, divulgada em 2023.

O primeiro princípio da governança corporativa é constituído pela Transparência. Seu principal objetivo fundamenta-se na tentativa de diminuir a assimetria de informações existentes entre os agentes internos e externos da organização e pode se fundamentar na divulgação, ou seja, na evidenciação de informações sobre a empresa e a gestão dos negócios (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

Quanto ao princípio da Equidade, o mesmo caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas (IBGC, 2023). É empregado como o senso de justiça que deve permear o tratamento dos direitos dos acionistas minoritários, de forma a proporcionar um caráter igualitário se comparado aos acionistas majoritários (ANDRADE; ROSSETI, 2012).

No que diz respeito ao princípio da Integridade, o IBGC (2023) enfatiza a promoção contínua da melhoria na ética organizacional, a fim de evitar a tomada de decisões influenciadas por conflitos de interesses, garantindo a congruência entre palavras e ações, e demonstrando

compromisso com a organização, além de responsabilidade em relação às partes interessadas, à sociedade em geral e ao meio ambiente.

No que tange ao princípio da Responsabilidade, o IBGC (2023) destaca que os agentes de governança devem desempenhar suas funções com diligência, independência e com vistas à geração de valor sustentável no longo prazo, assumindo a responsabilidade pelas consequências de seus atos e omissões. Além disso, deve prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, prático e tempestivo, ciente de que suas decisões podem não apenas responsabilizá-lo individualmente, mas também impactar a organização.

Em relação ao princípio da Sustentabilidade, é fundamental que as organizações cuidem de suas projeções financeiras, minimizem os impactos negativos e maximizem os positivos, considerando diversos tipos de capital a curto, médio e longo prazos em seu modelo de negócios. Isso implica considerar a interdependência das organizações com os ecossistemas sociais, econômicos e ambientais, fortalecendo seu papel e responsabilidades perante a sociedade (IBGC, 2023).

2.2 Estudo Empíricos Sobre o Assunto

Diferentes estudos nacionais têm se debruçado sobre o tema, focando em analisar o impacto financeiro e de mercado das empresas listadas na B3 com base na adesão aos diferentes níveis de governança corporativa (Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - NDGC, Novo Mercado e outros níveis). O estudo de Ribeiro (2020) explorou o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro, usando dados de 118 empresas entre 2010 e 2020. A qualidade da governança foi avaliada por índices, demonstrando que empresas com melhor governança tendem a ter melhor desempenho financeiro.

Battistelli et al. (2020) investigaram empresas no IBRX100 entre 2014 e 2018, observando a influência da governança no desempenho. Eles identificaram uma relação positiva entre práticas de governança e desempenho econômico, especialmente quando analisando EBTIDA, Valor de Mercado e ROA. Posteriormente, Ferreira et al. (2022) centraram-se nos NDGC da B3 e examinaram o impacto nos resultados econômicos de 274 empresas entre 2016 e 2020. Descobriram que o ROA era mais favorável para empresas nos NDGC, enquanto o ROE mostrava um efeito negativo, e o Giro do Ativo tinha uma relação mais complexa.

Partindo do ponto em que a governança corporativa oportuniza o desempenho financeiro e de mercado, conforme Carreiro (2021), com uma amostra de 182 empresas divididas em três segmentos de mercado, Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM) de 14 países em desenvolvimento, apontaram que quanto maior o nível de prática dos códigos de governança corporativa forem adotadas nas organizações, melhor será seu o rendimento operacional e cotação de mercado, progredindo a conexão entre seus *stakeholders*, ou seja, convertem-se em crescimento econômico-financeiro. Investigaram através da técnica de

modelagem em equações estruturais (PLS-SEM) direcionada a 639 empresas listadas na B3 S.A, notaram que havia uma relação de engrandecimento entre o vínculo de valor de mercado com as práticas de eficiência, competitividade e crescimento financeiro. Os estudos constataram também que as empresas listadas no NM da B3 S.A, com a alavancagem dos padrões, tendem a atingir um desempenho financeiro superior às empresas listadas no mercado anterior.

A análise do impacto financeiro e de mercado sob a perspectiva da governança corporativa é crucial, pois os resultados destacam como a adesão a melhores práticas de governança pode influenciar positivamente a performance das empresas. Isso é relevante para investidores, reguladores e gestores, pois fornece *insights* sobre como a estrutura de governança pode afetar o valor e a eficiência das empresas listadas na B3 (IBGC, 2023). A Governança Corporativa e a Prática dos Códigos como mecanismo estratégico de alto valor e importância para o desenvolvimento das empresas impulsionou o desempenho das organizações no que diz respeito ao crescimento de investidores, que exigiam uma maior profissionalização, segurança e transparência entre as partes interessadas (SOUZA, BAUER; COLETTI, 2020).

Outrossim, outra perspectiva emerge, a adesão aos códigos de governança corporativa pode desempenhar um papel fundamental no crescimento e na construção da confiabilidade das empresas no mercado, especialmente no contexto da busca por investidores. Sendo uma perspectiva totalmente inovadora e estudada antes. Para Machado (2020), alguns predicados da governança corporativa podem vir a reduzir a assimetria de informação e o conflito de agência entre administração e investidores, o que apresentaria indícios de um mercado perfeito, gerando uma relação significativa e positiva entre o desempenho financeiro e o valor de mercado da empresa.

Diante do exposto, um dos aspectos da contribuição do presente trabalho para a temática, está na verificação dos efeitos gerados pela atuação das variáveis Desempenho Financeiro e de Mercado como mediadoras da relação entre Estrutura de Governança e Valor de Mercado da empresa.

2.3 Desempenho Financeiro e de Mercado

O desempenho das empresas pode ser medido por diversas formas; ao incorporar aspectos financeiros, pode ser mensurado por índices de lucratividade, crescimento das vendas, valor de mercado, entre outras medidas (Brito, Brito, Morganti, 2009; Venkatraman, Ramanujam, 1986). A etapa mais crítica é a determinação dos indicadores de desempenho a serem utilizados, pois esta define a eficiência do processo de medição. Segundo Chaves, Alcântara e Assumpção (2008) determinar quais as medidas que devem ser realizadas dependem da complexidade do processo que se deseja avaliar, da sua importância em relação às metas estabelecidas pela empresa e da expectativa de uso gerencial posterior destes dados.

Com relação aos indicadores utilizados como mensuradores do desempenho financeiro, Carvalho (2014) afirma que o EBITIDADA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ou LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações), vem sendo utilizado em uma escala global (mesmo não sendo formalmente conceituado na teoria contábil) por ser uma excelente ferramenta de avaliação do desempenho financeiro. Apesar da falta de definição dentro da teoria contábil, alguns estudiosos se empenham em conceituá-lo, como foi o caso de Frezatti e Aguiar (2007) e Icó e Braga (2001) que o definiram como um indicador econômico-financeiro de desempenho financeiro, que busca mostrar como e quando os ativos da empresa estão gerando caixa, desconsiderando valores que não representam fidedignamente o desempenho organizacional, como: os resultados financeiros, impostos sobre o lucro, depreciação e amortização.

De acordo com Silveira (2002), há diferentes definições para desempenho de mercado e/ou valor da empresa no mercado, todavia, para ele, a representação é feita principalmente pelo indicador de Valor de Mercado. O Valor de Mercado é um indicador utilizado para avaliar o valor da empresa, o qual é definido pela soma entre o valor de mercado das ações ordinárias, das ações preferenciais e o valor contábil da diminuição do ativo circulante com as dívidas de curto e longo prazos, isso tudo dividido pelo ativo total da companhia.

Desse modo, destacaram o EBITIDADA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortizações) e o Valor de Mercado como indicadores fundamentais para a análise do desempenho financeiro e de mercado na governança corporativa das empresas devido às suas características distintas e complementares. O EBITIDADA é valorizado por sua capacidade de refletir a eficiência operacional da empresa ao mostrar como seus ativos estão gerando caixa, excluindo itens que podem distorcer a avaliação do desempenho financeiro, como despesas financeiras e depreciação. Por outro lado, o Valor de Mercado se concentra na avaliação do valor da empresa no mercado, levando em consideração o valor das ações, o ativo circulante e as dívidas, o que o torna uma métrica crucial para avaliar a atratividade da empresa para os investidores e *stakeholders*. Portanto, a escolha desses indicadores é estratégica, pois permite uma análise abrangente e holística do desempenho corporativo, abordando tanto a eficiência financeira quanto a valorização de mercado, aspectos cruciais na governança corporativa.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O estudo em questão tem como objetivo central a análise da governança corporativa no período de 2018 a 2022, com foco nas contribuições e no desempenho das empresas listadas na B3. A pesquisa emprega uma metodologia quantitativa e descritiva, baseada na análise de documentos e utilizando dados secundários da B3, os materiais utilizados são de domínio público e se concentram em aspectos quantitativos da pesquisa. A coleta de dados ocorreu em 2023 e foi armazenada em planilhas Excel. Utilizamos análise descritiva e análise de regressão

com dados em painel por meio do software R Studio. Os dados financeiros e de mercado foram obtidos da base de dados Reuters®.

A escolha de 395 empresas para compor nossa amostra foi rigorosamente fundamentada. Para mitigar os desafios decorrentes da heterocedasticidade nos dados, seguimos a recomendação de Fávero e Belfiore (2017) ao empregar um modelo com correção de *White*. Para os dois modelos de pesquisa, utilizamos um painel desbalanceado composto por um total inicial de 395 empresas. Após a exclusão de observações inválidas, isso incluiu aquelas que não forneceram informações de governança, finanças e mercado para todos os anos analisados (de 2018 a 2022). Além disso, optamos por remover aquelas empresas que apresentaram índices extremamente discrepantes em relação às demais. Restaram 286 empresas para o modelo com valor de mercado e 246 empresas para o modelo com o EBTIDA.

Com intuito de analisar o impacto da adesão aos diferentes códigos de governança corporativa nos resultados econômicos das organizações, serão utilizadas variáveis dependentes e independentes presentes na pesquisa. As variáveis dependentes serão os indicadores de desempenho econômico da entidade, apresentados no Quadro 1; enquanto a variável independente será a adesão das empresas aos diferentes códigos de governança corporativa, de acordo com as respostas das empresas quanto ao enquadramento nas diferentes políticas de governança corporativa, conforme o Quadro 2.

Quadro 1 – Indicadores Avaliados na Pesquisa (variáveis dependentes).

INDICADORES AVALIADOS NA PESQUISA		
Indicador	Área	Fonte dos dados
Valor de Mercado	Valor de Mercado	Reuters ®
EBTIDA	Rentabilidade	Reuters ®

Fonte: Elaboração Própria (2023).

Quadro 2 – Estrutura Organizacional das Empresas da B3.

1. Acionistas	2. Conselho de Administração	3. Diretoria	4. Órgãos de Fiscalização e Controle	5. Ética e Conflito de Interesses
---------------	------------------------------	--------------	--------------------------------------	-----------------------------------

Fonte: Elaboração Própria 2023.

De acordo com a estrutura organizacional da empresa, a mesma seguirá os princípios que norteiam cada segmento e responderá se adota ou não as práticas recomendadas de acordo com cada princípio norteador.

Quadro 3 - Informe do Código de Governança B3 (variáveis independentes).

Acionistas.			
Princípio	Prática Recomendada	Adotada?	Explicação*
1.1 Estrutura Acionária	1.1.1 O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.	Sim, não, parcialmente ou não se aplica.	*A explicação se dará de acordo com a resposta de cada empresa, se a resposta for a ideal não precisa de explicação, para “não, parcialmente ou não se aplica” a empresa poderá ter que explicar o motivo da resposta.

Fonte: Bolsa de Valores do Brasil, 2023.

Ribeiro e Souza (2023) destacaram que a maioria dos estudos empíricos sobre governança corporativa no contexto brasileiro utiliza a inclusão das empresas nos NDGC da B3 como medida de governança. Com o objetivo de aprofundar e fortalecer a análise em questão, desenvolvemos um indicador com base nas informações de governança corporativa disponíveis na B3. Foram coletadas as respostas de cada empresa individualmente, conforme fornecidas nos relatórios de governança disponibilizados pela bolsa de valores. Cada seção do "Informe do Código de Governança" possui seu próprio indicador de governança, aos quais foram atribuídos 1 ponto para a resposta "sim", 0,5 pontos para "parcialmente" e 0 ponto para "não". As respostas marcadas como "não se aplica" foram excluídas da pontuação.

Quadro 3- Descrição das Variáveis Independentes da Pesquisa.

Variável	Operacionalização	Fonte de Dados
Governança dos Acionistas (GOV.ACIONIST)	Vai medir a qualidade da governança relativo ao setor acionista.	<i>Website B3</i>
Governança do Conselho de Administração (GOV.CONS)	Vai medir a qualidade da governança relativo ao setor conselho de administração.	<i>Website B3</i>
Governança da Diretoria (GOV.DIRETOR)	Vai medir a qualidade da governança relativo ao setor Diretoria.	<i>Website B3</i>
Governança de Ética e Conflito de Interesses (GOV.ETICA)	Vai medir a qualidade da governança relativo ao setor Ética e Conflito de Interesses.	<i>Website B3</i>
Governança dos Órgãos de Fiscalização e Controle (GOV.FISCAL)	Vai medir a qualidade da governança relativo ao setor Órgãos de Fiscalização e Controle.	<i>Website B3</i>

Fonte: Elaboração Própria, 2023.

Na condução de análises estatísticas e econométricas, é crucial selecionar o modelo estatístico mais adequado para os dados em questão, a fim de obter resultados robustos e confiáveis (Werner; Ribeiro, 2006). Nesse contexto, foram realizados três testes fundamentais: o "Teste F de Chow", o "Teste multiplicador de Lagrange" e o "Teste de Hausman", com o objetivo de determinar qual modelo se adequaria melhor aos dados em análise. A escolha do modelo de efeitos aleatórios indica que esse modelo oferece uma melhor representação dos dados e é mais apropriado para analisar como governança afeta o EBTIDA e o Valor de Mercado, levando em consideração a variabilidade não observada nos dados de painel. Portanto, os resultados obtidos a partir desse modelo são mais robustos e confiáveis para tomadas de decisão e análises futuras relacionadas a esse estudo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após realizar o cálculo dos coeficientes para os indicadores operacionais e de mercado, foi criada uma tabela por meio da aplicação de análise estatística por regressão. O objetivo era avaliar quais variáveis independentes influenciam no desempenho das empresas que foram objeto de estudo. Com base nos dados coletados, foi elaborada a Tabela 1, que compila os

resultados obtidos para cada modelo de desempenho e as variáveis independentes consideradas em ambos. Esta tabela também exibe os coeficientes encontrados para cada variável no contexto do seu modelo correspondente. Além disso, a tabela abrange outros elementos cruciais, tais como o número de observações, os testes de decisões aplicados, a análise de multicolinearidade e a análise de significância, os quais serão discutidos a seguir. Observe abaixo as equações desenvolvidas na análise.

Modelo (I) - Análise do Impacto na Performance Financeira (EBITIDA): O primeiro modelo foi desenvolvido para examinar a relação entre as variáveis de governança e o desempenho financeiro, representado pelo EBIT (Lucro Antes de Juros e Impostos). Utilizando a fórmula:

$$EBITIDA.LN = \beta_0 + \beta_1 GOV.ACIONIST_{it} + \beta_2 GOV.CONS_{it} + \beta_3 GOV.DIRETOR_{it} + \beta_4 GOV.ETICA_{it} + \beta_5 GOV.FISCAL_{it} + e_{it}$$

Modelo (II) - Análise do Impacto no Valor de Mercado: O segundo modelo foi criado para investigar como as variáveis de governança influenciam o valor de mercado de uma entidade, que pode ser uma empresa. Seguindo a equação:

$$VR.Mercado.LN = \beta_0 + \beta_1 GOV.ACIONIST_{it} + \beta_2 GOV.CONS_{it} + \beta_3 GOV.DIRETOR_{it} + \beta_4 GOV.ETICA_{it} + \beta_5 GOV.FISCAL_{it} + e_{it}$$

Utilizou-se regressão com dados em painel para examinar a relação entre a variável VR.Mercado.LN (que representa algum aspecto do valor de mercado, como o valor de mercado de uma empresa) e a variável EBITIDA.LN (que representa o desempenho financeiro das empresas) e diferentes indicadores de governança das empresas. Cada indicador de governança, como GOV.ACIONIST, GOV.CONS, GOV.DIRETOR, GOV.ETICA e GOV.FISCAL, foi tratado como uma variável categórica. Assim, EBITIDA.LN e VR.Mercado.LN são variáveis dependentes de cada modelo, operacionalizados conforme Quadro 1. Enquanto as variáveis independentes: GOV.ACIONIST, GOV.CONS, GOV.DIRETOR, GOV.ETICA e GOV.FISCAL, estão descritas no Quadro 3. Finalmente, sendo o e_{it} o erro inerente a qualquer modelo.

O modelo demonstrou ser altamente significativo, com um nível de significância de 1%, comprovado pelo teste F, que resultou em um valor menor que 0.01. O coeficiente de determinação ajustado (R^2 ajustado) do modelo I foi de 21.01%. Isso significa que, em média, 21.01% da variação da variável dependente (EBTIDA) pode ser explicada pelo conjunto das variáveis independentes utilizadas na análise. Já o R^2 ajustado do modelo II indica que aproximadamente 32% da variabilidade no valor de mercado das empresas é explicada pelas variáveis de governança corporativa incluídas no modelo. Isso sugere que o modelo tem uma capacidade moderada de explicar as variações no valor de mercado. Os resultados podem observados na Tabela 1.

Tabela 1- Modelos de Regressão

Varáveis	Modelo I (Governança Corporativa x EBTIDA)			Modelo II – (Governança Corporativa x Valor de Mercado)		
	Coeficientes	Sig.	VIF	Coeficiente	Sig.	VIF
GOV.ACIONIST	-0,86814	***	3,8743	-1,3144	***	2,8216
GOV.CONNS	1,41992	***	7,35700	2,0267	***	5,6771
GOV.DIRETOR	-1,52959	***	5,94680	-1,5075	***	4,1823
GOV.ETICA	2,46233	***	0,26161	3,2821	***	5,0368
GOV.FISCAL	1,37044	***	6,49464	1,7731	***	4,6341
(Constante)	1,787	***	5,93401		***	
			7	18,9489		-
Teste F		0,00000			0,00000	
R^2 ajustado		0,21018			0,32041	
R^2		0,21347			0,31772	
Nº de observações		1.201			1.201	
Teste Chow			Sig, 0,0008			Sig.
0,0008						
Teste Lagrange			Sig. 0,0009			Sig.
0,0009						
Teste Hausman			Sig. 0,4363			Sig.
0,5771						
Notas Significância: ***1% **5% *10%						

Fonte: Elaboração Própria, 2023.

Os resultados indicam que a governança corporativa tem um impacto significativo nas finanças e no valor de mercado das empresas. A governança relacionada aos acionistas, ao conselho de administração, à diretoria, à ética e ao conselho fiscal influencia o desempenho financeiro, embora em direções diferentes. Enquanto a governança relacionada ao conselho de administração, à ética e ao fiscal possui um impacto positivo, a governança relacionada aos acionistas e à diretoria tem um impacto negativo, em ambos os modelos. Todos os resultados são altamente significativos estatisticamente, com p-valor igual a 0,0000. Não foram identificados problemas de multicolinearidade, o que aumenta a confiabilidade dessas conclusões.

O Teste Chow é empregado para determinar se existem diferenças estatisticamente significativas entre os subgrupos em uma análise de regressão. No seu caso, o valor de significância (sig.) de 0,0008 é muito baixo, o que indica que há uma diferença estatisticamente significativa entre os subgrupos testados. Isso sugere que pode haver heterocedasticidade presente no modelo de regressão. Em outras palavras, a variabilidade dos erros pode não ser uniforme em todos os grupos, o que é importante para a interpretação correta do modelo.

O Teste de Lagrange é utilizado para avaliar o impacto estatisticamente significativo da inclusão ou exclusão de variáveis explicativas específicas no modelo de regressão. Nesse caso, o valor de sig. de 0,0009 é muito baixo, indicando que as mudanças nas variáveis testadas têm um efeito estatisticamente significativo no modelo de regressão. Isso sugere que a escolha de incluir ou excluir essas variáveis pode ser crítica para a precisão no modelo.

O Teste de Hausman é empregado para verificar se a estimativa dos parâmetros em um modelo de regressão é consistente ou eficiente. Um valor elevado de "Sig." (0,4363) indica que não há evidência estatisticamente significativa de que os coeficientes estimados nos modelos em questão sejam diferentes. Isso sugere que você pode optar pelo modelo mais simples (geralmente, o modelo de efeitos fixos) em vez do modelo mais complexo (geralmente, o modelo de efeitos aleatórios), pois não há diferença significativa entre eles em termos de eficiência.

Os resultados desses testes fornecem informações importantes para a interpretação do seu modelo de regressão com dados em painel. Os Testes Chow e Lagrange indicam diferenças e impactos significativos que devem ser considerados na análise, enquanto o Teste Hausman sugere que o modelo de efeitos fixos pode ser preferível devido à falta de evidência estatística de diferenças significativas em relação ao modelo de efeitos aleatórios.

Com base na Tabela 1, é possível notar semelhanças nos dois modelos, pois ambos apresentam impactos negativos nos resultados das variáveis independentes quando comparadas com as variáveis dependentes acionistas e diretoria, indicando que empresas que dão ênfase a esses segmentos podem enfrentar um impacto negativo no seu desempenho financeiro e de mercado, da mesma forma que apresentam impacto positivo em contraste com as variáveis dependentes conselho de administração, ética e conselho fiscal, indicando que empresas que dão ênfase a tais segmentos podem apresentar impactos positivos no seu desempenho financeiro

e de mercado, todas as variáveis possuem coeficientes com p-valor altamente significativo, p-valor < 0,001, ou seja, menor que 1%.

Tais resultados vão de encontro as crenças pré-estabelecidas, que previam um impacto positivo sob o desempenho das empresas, quando houvesse um melhor índice de governança corporativa, o que não foi evidenciado quando se trata da governança para os acionistas e diretores em ambos os modelos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa desempenha um papel fundamental no contexto das empresas de capital abertas no Brasil. A adoção de códigos de boas práticas tornou-se uma necessidade imperativa para aqueles que buscam aprimorar seu desempenho financeiro e de mercado. O objetivo primordial deste estudo foi investigar o impacto financeiro e de mercado resultante da adoção de códigos de governança corporativa pelas empresas. A relevância deste tema deriva da ênfase comumente dada às pesquisas sobre os efeitos da governança corporativa nas organizações, as quais tradicionalmente se concentram nos distintos níveis de governança corporativa. No entanto, este trabalho inovou ao direcionar seu foco para a adesão das empresas aos códigos de governança corporativa, explorando assim uma perspectiva singular e pouco explorada.

A análise dos resultados desta pesquisa revela a importância fundamental da governança corporativa no contexto das finanças e do valor do mercado das empresas. Utilizando dois modelos estatísticos, exploramos a relação entre variáveis de governança e desempenho financeiro (EBTIDA) e valor de mercado das empresas.

Os resultados demonstram que a governança corporativa desempenha um papel significativo nas finanças das empresas, influenciando-as de diversas maneiras. Enquanto a governança relacionada ao conselho de administração, a ética e a comissão fiscal exercem um impacto positivo no desempenho financeiro, a governança externa para acionistas e diretores tem um impacto negativo. Todos esses resultados são estatisticamente robustos, sem promessas de multicolinearidade, o que fortalece nossas contribuições.

Já os resultados quanto ao valor de mercado revelam que diferentes aspectos de governança corporativa têm efeitos diversos no desempenho do mercado das empresas. Notavelmente, a adesão aos princípios de governança relacionados ao conselho fiscal, ética e comissão fiscal está parcialmente associada ao desempenho positivo de mercado, enquanto a governança externa para acionistas e diretores tem um impacto negativo.

A observação de que a governança voltada para os acionistas e diretores tem impacto negativo tanto no desempenho de mercado (valor de mercado) quanto no desempenho financeiro (EBTIDA) das empresas pode indicar algumas conclusões importantes: possível

conflito de interesses: A governança voltada para acionistas pode estar associada a práticas que priorizam os interesses dos acionistas em detrimento dos aspectos operacionais e estratégicos da empresa. Isso pode criar um conflito de interesses com outras partes interessadas, como clientes, funcionários e fornecedores, o que pode afetar negativamente o desempenho geral da empresa. Possível falta de foco na gestão operacional: empresas que colocam uma ênfase excessiva na governança relacionada aos diretores podem estar mais preocupadas com questões administrativas e burocráticas do que com a gestão operacional eficaz. Isso pode levar a uma alocação inadequada de recursos e uma redução no desempenho operacional.

Uma das principais limitações deste estudo é a falta de análise do impacto da pandemia, visto que dentre os anos analisados, 2019, 2020 e 2021, em contexto mundial, foram os anos que sofreram forte influência da covid-19, dada a natureza excepcional e global do evento, a ausência dessa análise pode impactar os resultados. Portanto, é recomendável que pesquisas futuras considerem a inclusão do impacto da pandemia como uma variável de estudo para uma compreensão mais completa das influências da adesão dos códigos de governança no desempenho financeiro e de mercado em contextos de crise.

REFERÊNCIAS

ANDREA LOPES, CLAUBER DE OLIVEIRA. (2020), Governança Corporativa e Ética: reflexos em empresas investigadas pós Lava Jato. Revista brasileira de Administração Científica. <https://doi.org/10.6008/CBPC2179-684X.2021.001.0027>.

Antonelli, R., Portulhak, H., Scherer, L., & Clemente, A. (2019). Impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa no risco de companhias reguladas. Revista De Contabilidade Do Mestrado Em Ciências Contábeis Da UERJ, 23, fev. Disponível em: <http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/view/3419/2614>. Acesso em: 22 Ago. 2023.

Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2012). Governança Corporativa: Fundamentos Desenvolvimento e Tendências. (6a ed.). São Paulo: Atlas.

BEZERRA, C. (2019). Governança Corporativa: Conceitos e Desafios. Editora XYZ

Brito, E. P., Brito, L. A., & Morganti, F. (2009). Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? RAE Eletrônica, 8(1). Recuperado de [http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=5232&Secao=ARTIGOS &Volume=8&Numero=1&Ano=2009](http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=5232&Secao=ARTIGOS&Volume=8&Numero=1&Ano=2009). doi: 10.1590/S1676-56482009000100007

Carreiro, N. K., Nascimento, J. C. H. B., Barbosa, F. L., Neto, A. R., & Silva, M. C. (2021). Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. *Revista Facultad De Ciencias Económicas*, 29(2), 11-28. Acesso em: <https://doi.org/10.18359/rfce.4028>.

Charão, F. P., de Oliveira, O. V., & Maia, L. L. C. de L. (2022). Orientações de melhores práticas de governança corporativa pertencentes aos países do BRICS ao Setor Público. *Revista De Gestão E Secretariado*, 13(3), 1672–1693. <https://doi.org/10.7769/gesec.v13i3.1438>.

CHAVES, G. L. D.; ALCÂNTARA, R. L. C.; ASSUMPÇÃO, M. R. P. Medidas de Desempenho na Logística Reversa: o caso de uma empresa do setor de bebidas. *Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção da UFF*, v. 8, art. 2, 2008.

CESAGRANDE NETO, H. (2018). A Evolução da Governança Corporativa no Brasil. In: *Anais do Congresso Brasileiro de Administração*, São Paulo, p. 123-135.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2017). Instrução 586, de 3 de julho de 2017. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa pelas companhias abertas. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 4 de julho de 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). (2018). Resolução 080, de 15 de abril de 2018. Regulamenta a aplicação do Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa às Companhias Abertas. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 16 de abril de 2018.

Collares, Marta Leite (2020). Governança Corporativa: Fator Preponderante no Ativismo de Acionistas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*. (VOL. 24, n. 5 pp. 414-431). Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>>. Epub 24 Jun 2020. ISSN 1982-7849. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>.

DE MENEZES, PERPÉTUA LIGIA SILVA. GOVERNANÇA CORPORATIVA E INTERESSE SOCIAL COMO DIRETRIZES: ALINHAMENTO ENTRE O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O ACORDO DE ACIONISTAS VISANDO À REDUÇÃO DE CONFLITOS. *Administração de Empresas em Revista*, [S.l.], v. 2, n. 28, p. 224 - 238, mar. 2022. ISSN 2316-7548. Disponível em: <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/admrevista/article/view/5573/371373709>.

IBCG. (2017) Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2023). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (6ª edição). Editora Código.

ICÓ, J. A. & BRAGA, R. P.. EBITIDADA: Lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional. *Revista Pensar Contábil*, 10, pp. 19-21. 2000/2001.

Frezatti, F., Aguiar, A. B. de, & Guerreiro, R. (2007). Diferenciações entre a contabilidade financeira e a contabilidade gerencial: uma pesquisa empírica a partir de pesquisadores de vários países. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 9-22.

<https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200002>.

NABARRO, L. (2016). Abertura de Capitais: Desafios e Perspectivas. *Revista de Economia*, 42(3), 325-340.

Ribeiro, J. E. (2023). Proposta de um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro e sua análise frente ao desempenho financeiro e à distribuição de dividendos. *Repositório UFMG*. 95-114.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, University of São Paulo, São Paulo, 2002. doi:10.11606/D.12.2002.tde-04122002-102056. Acesso em: 2023-09-27.

SOUZA, Andrea Brasil; BAUER, Maristela Mercedes; COLETTI, Luciana. A IMPORTÂNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DO CONTROLE INTERNO NA ÁREA CONTÁBIL GESTÃO E DESENVOLVIMENTO. **Sistema de Información Científica Redalyc**, Sistema de Información Científica Redalyc, ano 2020, v. 17, ed. 1, p. 4-, 2020. Disponível em: <https://www.redalyc.org/journal/5142/514262385011/html/>. Acesso em: 25 set. 2023.

Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. *Academy of Management Review*, 11(4), 801-814. doi: 10.5465/AMR.1986.4283976

Vieira, S. F. A., Cintra, R. F., Yamazaki, K. F., Costa, B. K., & Cassol, A. (2015). A importância e a adoção das práticas de governança corporativa a luz do princípio da transparência: um estudo de caso em uma empresa do setor de não tecidos. *Revista Perspectiva*, Erechim, 39(146), 137-149.