

INFLUÊNCIA DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NO DESEMPENHO ECONÔMICO E SUSTENTÁVEL

1 INTRODUÇÃO

As práticas de Governança Corporativa têm evoluído significativamente, expandindo o foco da otimização de valor econômico, exclusivamente aos sócios, para gerar valor compartilhado entre os sócios e as demais partes interessadas, conhecida como *stakeholders* (IBGC, 2023). Essa perspectiva contemporânea reconhece a interdependência entre as organizações e as realidades econômica, social e ambiental em que elas estão inseridas.

Essa expansão do conceito de Governança Corporativa para a geração de valor compartilhado está refletida na última edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (CMPGC) elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e divulgado em agosto de 2023. Assim, é definida a Governança Corporativa como um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral (IBGC, 2023).

No ano de 2016, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passou a exigir das empresas a preparação e divulgação do documento Informe do Código de Governança (ICBGC) e que foi atualizado pela Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022. As empresas respondem a mais de 50 práticas de governança, indicando se adotam ou não cada um dos requisitos, apresentando justificativas quando há negativa na resposta ao item. O ICBGC está categorizado em seis dimensões: Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle, e Ética e Conflito de Interesses.

Mas com a atualização do CMPGC, ocorrida em 2023, o documento entregue pelas empresas à CVM, o ICBGC, ainda não contempla essas atualizações, entre elas, o conceito da geração de valor sustentável.

Enquanto não há a atualização do documento ICBGC, o presente estudo tem o objetivo de avaliar o nível de aderência das empresas às práticas recomendadas do IBGC, que chamamos de índice de qualidade de Governança Corporativa (IQGC) e verificar diferenças nas empresas que aplicam práticas da geração de valor sustentável, medida pela presença na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), além de implicações nos indicadores de desempenho financeiro dessas companhias. Sendo assim, a questão de pesquisa é: Qual a relação entre o índice de qualidade de Governança Corporativa e os desempenhos sustentável e financeiro das organizações registradas na CVM?

Para isso, foram obtidos os documentos ICBGC entregues por todas as empresas registradas na CVM, correspondentes aos períodos de 2021 e 2022. Foram excluídas as empresas do setor financeiro devido as diferenças conceituais e estruturais nos indicadores de análise financeira em relação às empresas dos outros setores econômicos. Em seguida foram feitas análises exploratórias dos dados da amostra, assim como, a regressão com dados em painel reunindo variáveis financeiras para o estudo.

Esse estudo contribui para a análise da utilização dos princípios e práticas da Governança Corporativa pelas companhias brasileiras, demonstrando a compreensão e a qualidade das estruturas e mecanismos de governança adotadas pelas companhias registradas na CVM. Ademais, contribui para o debate sobre a geração de valor sustentável pelas companhias não concentrando apenas no valor aos acionistas.

Além disso, o estudo se justifica pelo fato de que muitas pesquisas nesse tema da Governança Corporativa são realizadas com companhias de países com mecanismos de governança mais eficazes devido a um mercado de capitais mais desenvolvido e robusto. A mesma investigação é necessária em mercados emergentes (Johnson & Shleifer, 2000), nos

quais suas estruturas de controle e monitoramento do mercado de capitais normalmente são mais frágeis, abrindo oportunidade à assimetria de informações e um potencial expropriação por parte do gestor, sobretudo em face dos acionistas minoritários.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A Governança Corporativa somente ganhou força no Brasil no final da década de 1990, impulsionada especialmente pelo surgimento de fundos de investimento em ações “ativistas” que buscavam auferir ganhos a partir de alterações na governança das companhias por eles investidas, bem como pela insatisfação de acionistas minoritários com o fechamento de capital e a alienação do controle de determinadas companhias (Silveira, 2015).

Dessa época para os dias atuais, muita pesquisa e debate foram efetuados, evoluindo e expandindo o conceito de Governança Corporativa. Tal fato é comprovado pela atual edição, que é a sexta, do CMPGC elaborado pelo IBGC, que passou a incorporar o termo “valor sustentável dos negócios” e abranger outras partes interessadas da companhia (conhecidos como *stakeholders*), além de investidores, sejam credores ou acionistas.

Assim define o IBGC (2023):

“A Governança Corporativa é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são orientadas e reguladas para gerar valor sustentável para a organização, seus sócios e a sociedade de modo geral. Neste cenário, a atuação dos agentes de governança e demais membros de uma organização buscam o equilíbrio entre os interesses das partes integrantes”.

Com essa evolução do termo Governança Corporativa, a implantação de um sistema de governança envolve custos, como por exemplo, gastos na produção de relatórios financeiros e não-financeiros mais amplos que atendam aos *stakeholders*, além do maior investimento e conhecimento nas atividades desempenhadas pelo responsável no relacionamento com investidores.

Para Silveira (2015) há um relativo consenso que adoção de boas práticas de governança pode causar impactos positivos sobre as empresas, entre eles, uma redução no custo de capital próprio (via ações) e de terceiros (por meio de títulos de dívida e empréstimos).

Mas também envolve desafios. Além de gastos adicionais como inclusão e remuneração de conselheiros independentes, um nível de transparência maior nas informações divulgadas pode facilitar a compreensão da estratégia da firma pelos concorrentes, impactando a posição competitiva da organização.

Também, a implementação de mecanismos de Governança Corporativa está relacionada com o problema de agência, o qual ocorre quando existem conflitos de interesses entre acionistas e gestores, resultantes da separação entre propriedade e controle. Os mecanismos da governança permitem determinar controles para avaliar os administradores por suas decisões (Cunha & Rodrigues, 2018).

Com a atualização do CMPGC, que passou a incorporar o termo valor sustentável nos negócios, possivelmente novos mecanismos de governança serão necessários para garantir os princípios de governança e reduzir a assimetria de informações entre uma parte (o principal) responsável por delegar o poder de tomada de decisão a outra parte (o agente), esperando que esta (o agente) tome decisões baseadas no melhor interesse daquela (o principal).

Logo, formas de avaliar a qualidade dos mecanismos de governança adotados pelas empresas que reduzem a assimetria informacional é fundamental para os acionistas, principalmente aos investidores minoritários, assim como aos demais *stakeholders*, para que incorporem tal conhecimento em suas tomadas de decisões.

3 METODOLOGIA

Esse estudo possui natureza qualitativa e quantitativa, já que se realizou a transformação das informações qualitativas das respostas dos documentos ICBGC das organizações, em um índice, o IQGC. Caracteriza-se como descritiva, já que tem como objetivo descrever a possível associação entre o IQGC e o desempenho financeiro e sustentável das organizações.

No que se refere aos procedimentos, trata-se de uma pesquisa documental, pois as informações foram coletadas de relatórios divulgados pelas organizações, sendo eles, o documento ICBGC e as informações financeiras dos demonstrativos contábeis.

A amostra é composta por 457 empresas brasileiras de capital aberto que entregaram o ICBGC para a CVM, sendo que 432 organizações divulgaram suas práticas de governança no ano de 2021 e 434 empresas em 2022, concluindo que algumas empresas que cumpriram com a entrega do documento fizeram somente para um dos dois anos, objeto dessa pesquisa.

O IQGC é composto pelas cinco categorias subdivididas no próprio documento: Acionistas; Conselho Administrativo; Diretoria; Fiscalização e Controle; Ética e Conflito de Interesses, sendo que dentro de cada uma dessas categorias existem subcategorias, totalizando 54 práticas de governança. Sendo assim, as organizações pontuam de acordo com a aderência ou não aderência de cada um desses itens em suas práticas de governança.

O IQGC foi calculado como um percentual de cumprimento das notas das categorias do documento ICBGC, utilizando os seguintes critérios: nota 1 para resposta “Sim”; nota 0,5 para resposta “Parcialmente”; nota 0 para resposta “Não”; e vazio para resposta “Não se aplica”. A Tabela 1 descreve todas as variáveis do estudo.

Tabela 1 - Descrição das variáveis

Código	Descrição	Fonte
IQGC	Índice de Qualidade da Governança Corporativa	ICBGC (CVM)
EBITDA	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, transformado em logaritmo natural para a regressão	Economática
ROA	Retorno sobre os ativos (Resultado dividido pelo ativo total)	Economática
Leverage	Endividamento (Dívidas de curto e longo prazo dividido pelo ativo total)	Economática
Ativo	Total do ativo, transformado em logaritmo natural para a regressão	Economática
Receita	Total da receita líquida, transformada em logaritmo natural para a regressão	Economática
ISE	Dummy para identificar se a empresa foi listada no ISE, nos anos 2021 ou 2022, sendo 1=sim e 0=não	B3

Fonte: Elaborado pelos autores

Considerando as variáveis definidas na seção anterior, os modelos econométricos testados são originados da Equação (1).

$$IQGC_{it} = \beta_0 + \beta_1 EBITDA_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Ativo_{it} + \beta_5 Receita_{it} + \beta_6 ISE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Essa mesma Equação (1) será utilizada, porém como variável dependente, cada uma das cinco categorias que compõem o IQGC. São elas: (i) acionistas (ACI); (ii) conselho de administração (CAD); (iii) diretoria (DIR); (iv) fiscalização e controle (FIS); (v) ética e conflito de interesses (ETC).

Pelas características e dimensão da amostra (diversas empresas analisadas ao longo de um período de tempo), considera-se adequada a metodologia de análise de dados em painel, a qual possui dimensões de séries temporais e *cross-section*, permitindo analisar relações dinâmicas no tempo e no espaço (Wooldridge, 2009). Aplicamos o teste de Hausman, em que a hipótese nula a ser testada é se a diferença entre os coeficientes dos efeitos fixos e aleatórios

não é sistemática. Assim, como houve diferença significativa entre os dois modelos, tal diferença é interpretada como uma evidência em favor da estimação por efeitos fixos, rejeitando a hipótese nula (Wooldridge, 2009).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Ao se observar as estatísticas descritivas na Tabela 2, a média do IQGC para o período analisado é de 0,6077 (entre 0 a 1). A média encontrada para os dois anos aproxima-se ao achado do estudo realizado por Correia, Silva e Martins (2016), no qual, o índice calculado para a qualidade da Governança Corporativa teve a média de 0,631 (para o período de estudo entre 2010 e 2013).

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas

	n	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
IQGC	742	0.6077	0.6481	0.0833	0.9537	0.1941
EBITDA	673	13.040	13.050	3.4200	19.710	2.0105
ROA	698	0.7864	3.9150	-290.32	107.67	30.858
Leverage	641	32.849	29.160	0.0100	214.30	26.739
Ativo	655	15.187	15.100	11.590	20.700	1.7285
Receita	649	14.892	14.650	11.520	20.280	1.7915
ISE	742	0.1455	0.000	0.000	1.000	0.3528

Fonte: Elaborado pelos autores

A matriz de correlação, apresentada na Tabela 3, demonstra que o IQGC apresenta correlações positivas e estatisticamente significativas, com todas as variáveis de estudo, pelo Coeficiente de Pearson, exceto com a variável de endividamento (Leverage). Os resultados demonstram que o IQGC tende a crescer conforme o Ativo, Receita, EBITDA e ROA aumentam.

Tabela 3 – Matriz de correlação

IGC	EBITDA	ROA	Leverage	Ativo	Receita	ISE	
1	0.4739 ***	0.2343 ***	0.0016	0.4670 ***	0.2827 ***	0.3172 ***	IGC
	1	0.1455 *	0.1105	0.9206 ***	0.7138 ***	0.4242	EBITDA
		1	-0.2157 ***	0.0570	0.1114 **	0.0477	ROA
			1	0.1190	0.1244	0.0615	Leverage
				1	0.7254 ***	0.4899	Ativo
					1	0.3812	Receita
						1	ISE

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 4 mostra o resultado da regressão com dados em painel do IQGC geral. Somente a variável Ativo apresentou significância estatística no modelo econométrico ($\beta_4 \sim 0,0595$; $p < 0,01$). Isso explica que empresas com os maiores valores do Ativo tendem a ter melhor qualidade de Governança Corporativa. Por serem grandes companhias, podem ter mais estruturas para suportar gastos com as melhores práticas de Governança Corporativa corroborando os mesmos achados em diversos estudos (Berthelot, Coulmont, & Levant, 2019; Bouteska & Mili, 2022; Khanchel, 2007; Singh, Tabassum, Darwish, & Batsakis, 2018).

Tabela 4 - Análise da regressão (IQGC geral como variável dependente)

	Coeficiente	Erro padrão	Razão-t	Valor-p
Constante	-0.5610	0.2962	-1.894	0.0594 *
EBITDA	0.0130	0.0092	1.415	0.1584
ROA	-0.0002	0.0004	-0.5463	0.5853
Leverage	0.0002	0.0005	0.4219	0.6734
Ativo	0.0595	0.0211	2.815	0.0053 ***
Receita	0.0067	0.0044	1.512	0.1318
ISE	0.0340	0.0711	0.4781	0.6330

#Observações 555

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Fonte: Elaborado pelos autores

Observando-se os resultados do modelo com a variável dependente IQGC desagregada nas cinco categorias que a compõe, os resultados não diferem muito entre si (devido a limitação de espaço não inserimos a tabela com os resultados). Das cinco categorias, três delas, Conselho de Administração (CAD), Fiscalização e controle (FIS) e Ética e conflito de interesses (ETC) tiveram significância estatística com a variável Ativo. Esses resultados reforçam o achado no modelo econométrico anterior, com o IQGC geral, evidenciando que esforços na adoção de melhores práticas de governança, listados no documento ICBGC, como remunerações a membro independente, contratação de auditorias, incluindo auditoria interna, e aplicação efetiva de código de ética estão associados às empresas com os maiores valores de Ativos, que geralmente são as grandes corporações. Já práticas adotadas que visem requisitos relacionados aos Acionistas e à Diretoria não apresentaram significância estatística.

Já a variável que identifica empresas que apresentaram a geração sustentável de seus negócios, considerando aquelas que pertenciam a carteira ISE, não apresentou diferença estatisticamente significativa com as demais empresas da amostra.

Os resultados da análise respondem parcialmente à pergunta de pesquisa que visa identificar a associação entre o índice de qualidade de Governança Corporativa e o desempenho financeiro e sustentável das organizações registradas na CVM. Considerando que o IQGC é composto de cinco categorias, testadas individualmente no modelo econométrico proposto, os resultados indicam que empresas com maiores Ativos e Receita tendem a adotar melhores práticas de Governança Corporativa, especialmente aquelas relacionadas ao Conselho de Administração, Fiscalização e Controle, e Ética e Conflito de Interesses.

No entanto, os resultados apontaram que integrar a carteira ISE não é indicativo de que houve geração de valor sustentável pelas empresas da amostra que entregaram o documento ICBGC.

Essas descobertas fornecem reflexões importantes para as empresas que desejam melhorar sua Governança Corporativa, destacando a importância de investir em estruturas e práticas que promovam transparência, prestação de contas e ética nos negócios.

Entretanto, considerando a média do IQGC em 0,60, mostra que muitas empresas ainda necessitam incorporar as boas práticas de governança listadas em mais de 50 requisitos do documento ICBGC. E, além disso, é necessário incorporar métricas que melhor expressem a geração de valor sustentável, previsto no novo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados desse estudo indicam que empresas com maiores valores de Ativos e Receita tendem a adotar melhores práticas de Governança Corporativa, especialmente aquelas relacionadas ao Conselho de Administração, Fiscalização e Controle, e Ética e Conflito de

Interesses. Nas categorias Acionistas e Diretoria não foram constatadas significância estatística com o desempenho organizacional.

Essas descobertas indicam que grandes empresas possuem estruturas aprimoradas que sustentam os gastos com as melhores práticas de governança requeridas no ICBGC. Ainda assim, vale ressaltar que é necessária a atualização do documento ICBGC incorporando práticas de governança que evidenciam a geração de valor sustentável como preconizado no novo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

O estudo possui limitações devido a metodologia utilizada para criação do IQGC, assim como, a falta de dados financeiros de algumas empresas para executar o modelo econométrico proposto. Sugerimos para futuros estudos, a delimitação da amostra para empresas pertencentes a índices da B3, como o IBOVESPA e a, incorporação se possível, de outras métricas que avaliam a geração de valor sustentável das companhias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Berthelot, S., Coulmont, M., & Levant, Y. (2019). Corporate governance: An analysis of the relationship between quality and cost. *Corporate Ownership & Control*, 17(1), 7178. <http://doi.org/10.22495/cocv17i1art7>
- Bouteska, A., & Mili, M. (2022). Does corporate governance affect financial analysts' stock recommendations, target prices accuracy and earnings forecast characteristics? An empirical investigation of US companies. *Empirical Economics*, 63(4), 2125-2171., doi: 10.1007/s00181-022-02297-3
- Correia, T. de S., Silva, M. N. F., & Martins, O. S. (2016). Qualidade da Governança Corporativa das empresas no mercado brasileiro de capitais. *ConTexto - Contabilidade Em Texto*, 16(33), 4-19. Recuperado de <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/61035>
- Cunha, V., & Rodrigues, L. L. (2018). Determinantes da divulgação de informação sobre a estrutura de governança das empresas portuguesas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20(3), 338-360. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v0i0.3359>
- IBGC. (2023). IBGC. Disponível em <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>.
- Johnson, S., & Shleifer, A. (2000). Coase and corporate governance in Latin America. *Abante*, 2(2), 113-131.
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740-760.
- Silveira, A. D. M. D. (2015). *Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. 2ªed. Campus.
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British journal of management*, 29(1), 171-190.
- Wooldridge, J. (2009). *Introductory econometrics: a modern approach*. South-Western, Cengage Learning.