

**CUE223 - A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO****AUTORIA**

**EDLEUZA PAULINA LOURES DA SILVA**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

**GABRIELA SILVA DE CASTRO MORAES**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

**BRUNA CAMARGOS AVELINO**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

**EDUARDO MENDES NASCIMENTO**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

**Resumo**

A governança corporativa é uma ferramenta vital para alavancar o desempenho das organizações. Também apresenta como instrumento crucial para construir confiança no mercado e atrair mais investidores. Dessa forma, boas práticas de governança corporativa tendem a melhorar a performance da empresa, a aumentar o retorno sobre o investimento, bem como o valor da entidade. A partir disso, esta pesquisa objetivou responder ao seguinte questionamento: Qual o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3? Utilizou-se o ROA e o Q de Tobin como proxies para o desempenho contábil e de mercado, respectivamente. No que tange à governança corporativa, foram utilizadas as seguintes métricas: tipo de empresa de auditoria, tamanho e composição do Conselho de Administração e tipo de mandato dos conselheiros. A amostra foi composta por 215 companhias do mercado brasileiro e o período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2017. Os dados em painel foram estimados por Efeitos Aleatórios, Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS) e Método dos Momentos Generalizados (GMM). Os resultados evidenciaram que o fato de as empresas serem auditadas por firmas de auditoria do grupo Big Four e o tamanho do Conselho de Administração influenciam positivamente o desempenho das organizações. Notou-se também que o cenário de crise contribui negativamente para a performance das empresas. Ao tratar o problema da endogeneidade por meio do GMM, os regressores relacionados aos mecanismos internos de governança corporativa não foram estatisticamente significativos.

## A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

### RESUMO

A governança corporativa é uma ferramenta vital para alavancar o desempenho das organizações. Também apresenta como instrumento crucial para construir confiança no mercado e atrair mais investidores. Dessa forma, boas práticas de governança corporativa tendem a melhorar a *performance* da empresa, a aumentar o retorno sobre o investimento, bem como o valor da entidade. A partir disso, esta pesquisa objetivou responder ao seguinte questionamento: Qual o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3? Utilizou-se o ROA e o Q de Tobin como *proxies* para o desempenho contábil e de mercado, respectivamente. No que tange à governança corporativa, foram utilizadas as seguintes métricas: tipo de empresa de auditoria, tamanho e composição do Conselho de Administração e tipo de mandato dos conselheiros. A amostra foi composta por 215 companhias do mercado brasileiro e o período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2017. Os dados em painel foram estimados por Efeitos Aleatórios, Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS) e Método dos Momentos Generalizados (GMM). Os resultados evidenciaram que o fato de as empresas serem auditadas por firmas de auditoria do grupo *Big Four* e o tamanho do Conselho de Administração influenciam positivamente o desempenho das organizações. Notou-se também que o cenário de crise contribui negativamente para a *performance* das empresas. Ao tratar o problema da endogeneidade por meio do GMM, os regressores relacionados aos mecanismos internos de governança corporativa não foram estatisticamente significativos.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Desempenho; Mercado Brasileiro.

### 1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa está associada ao conjunto de mecanismos pelos quais os acionistas asseguram-se de que o Conselho de Administração cuidará para que os interesses dos usuários internos e externos estejam alinhados (Armstrong, Guay & Weber, 2010). Ela tem sido amplamente considerada pelos reguladores de mercado e pela comunidade empresarial como um fator determinante do desempenho corporativo (Pillai & Al-Malkawi, 2018), sendo crucial para construir uma confiança no mercado e atrair mais investidores (Rasheed & Zaki, 2012; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017). Trata-se de colocar em prática processos e mecanismos que assegurem que a organização esteja sendo gerenciada de forma a melhorar sua *performance* no mercado e maximizar o valor do acionista (Gil & Mathur, 2011; Tomar & Bino, 2012).

A implementação de práticas de governança corporativa pelas empresas tem o intuito de minimizar os problemas de conflitos de interesse, visto que há o monitoramento do comportamento da gestão em termos de resultado e tomada de decisão em relação à destinação dos recursos da empresa (Catapan, Colauto e Marcelo, 2013). Diante disso, depreende-se que os atributos de governança corporativa têm o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor da empresa e alinhar interesses de partes conflitantes (Catapan *et al*, 2013; Rabelo & Silveira, 1999; Shleifer & Vishny, 1997).

O impacto da governança corporativa no desempenho da companhia tem sido amplamente discutido na academia a partir de dados de empresas de todo o mundo, por exemplo, da Arábia Saudita (Al-Matari, Al-Swidi, Fadzil & Al-Matari, 2012; Buallay, Handam & Zureigat, 2017), da Índia (Jackling & Johl, 2009), do Paquistão (Rasheed & Zaki, 2012); da Jordânia (Tomar & Bino, 2012), do Canadá (Gill & Mathur, 2011), do Conselho de Cooperação do Golfo (Pillai e Al-Malkawi, 2018), entre outros. O mercado brasileiro também tem sido alvo de pesquisas como, por exemplo, os trabalhos de Fernandes, Dias e Cunha (2010), Vieira,

Velasquez, Losekann e Ceretta (2011), Andrade, Salazar, Calegário e Silva (2009), Gondrige, Clemente e Espejo (2012), Almeida, Parente, De Luca e Vasconcelos (2017) e Toigo, Hein e Wrubel (2018).

Os estudos anteriores evidenciam um conjunto de características da empresa que representam os mecanismos internos de governança corporativa, como: tamanho e composição do Conselho de Administração, tamanho e composição do Comitê de Auditoria, dualidade de cargos (casos em que os cargos de CEO e diretor do conselho são preenchidos pelo mesmo indivíduo) e tipo de empresa de auditoria. Esses aspectos são considerados centrais para o bom desenvolvimento de uma estrutura de governança corporativa (Jackling & Johl, 2009).

Diante do exposto, propõe-se a seguinte problemática de pesquisa: **Qual o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?** Assim, o objetivo deste estudo consiste em fornecer *insights* sobre como esse conjunto de mecanismos influencia a *performance* das organizações. Espera-se que os diferentes mecanismos de governança corporativa a serem analisados apresentem influências sobre o desempenho da companhia, uma vez que podem influenciar a administração a trabalhar em prol dos interesses da organização como um todo (Azim, 2012).

Investigar o efeito das características de governança corporativa sobre o desempenho das empresas é relevante em decorrência da importância dessa temática para o cotidiano gerencial e operacional das companhias. Os mecanismos de governança corporativa, como comitê de auditoria, tipo de empresa de auditoria, composição e tamanho do conselho de administração, devem fornecer instrumentos para garantir a geração de valor para a firma, além de resguardar os interesses dos acionistas. Diante disso, nota-se que o estudo da governança corporativa é importante para valorização e *performance* das organizações brasileiras, além de englobar questões relativas às áreas de contabilidade, finanças, direito e economia.

Dessa forma, este estudo possibilita verificar quais mecanismos de governança impactam positivamente o desempenho das organizações abertas nacionais e otimizam a geração de riqueza para os *stakeholders*. Ademais, nota-se uma lacuna existente na academia científica acerca desse efeito no mercado acionário brasileiro considerando uma metodologia econométrica mais robusta, como o Método dos Momentos Generalizados (GMM). Ressalta-se que tal técnica permite que todos os regressores e as variáveis sejam endógenos. Assim, por meio da utilização de variáveis defasadas como instrumentos, o modelo minimiza o problema da endogeneidade gerando estimadores mais eficientes e não viesados.

Baseada na literatura pertinente e nos estudos relacionados, esta pesquisa visa contribuir para a temática da governança corporativa e desempenho das organizações brasileiras, evidenciando a relevância de uma estrutura dedicada aos mecanismos mitigadores de conflitos de agência. Além disso, possibilita o aperfeiçoamento de mecanismos de governança por parte das empresas, de modo que elas possam definir novas diretrizes a fim de melhorarem sua *performance*.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Governança corporativa

Embora a literatura apresente diferentes definições para o termo governança corporativa (Fernandes, Dias & Cunha, 2010; Tomar & Bino, 2012; Pillai & Al-Malkawi, 2018), há uma concordância geral em torno dos seus benefícios para a organização, tais como eficiência operacional, estimulação de investimento estrangeiros, melhora da imagem pública, entre outros (Pillai & Al-Malkawi, 2018).

A teoria da agência implica que precisam ser estabelecidos mecanismos adequados de monitoramento para proteger o valor do acionista e evitar o oportunismo por parte da administração (Jackling & Johl, 2009). Dessa forma, a governança corporativa refere-se a uma combinação de políticas, instruções e leis que irão influenciar o gerenciamento e o controle das

atividades da empresa, visando garantir a transparência e a imparcialidade nos relacionamentos entre as organizações e seus *shareholders* e/ou *stakeholders* (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017).

No âmbito nacional, a governança corporativa teve início em 1994, quando começaram as discussões em torno da criação de um órgão que definisse padrões a serem adotados pelos conselhos de administração no intuito de reduzir suas deficiências. Devido a tais discussões, em 1995, houve a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) (Hallqvist, 2003). Entretanto, em 1999, o IBCA sentiu a necessidade de ampliar suas atividades, focando não somente nos conselhos de administração, mas abrangendo também a propriedade, a diretoria, o conselho fiscal e a auditoria independente (Fernandes, Dias & Cunha, 2010). A partir disso o órgão passou a denominar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão que não possui fins lucrativos (IBGC, 2018).

Já no ano de 2011, a B3 (anteriormente denominada Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBOVESPA) realizou uma segmentação das empresas em níveis de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2). A finalidade da segregação é incentivar e preparar de forma gradual as companhias para aderirem ao Novo Mercado, dando maior ênfase aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e elevando o potencial de valorização dos seus ativos (Santos & Pedreira, 2004).

Tal fato desencadeou diversos estudos considerando esses níveis como *proxy* de governança corporativa (eg.: Lameira, Junior, Macedo-Soares, 2007; Fernandes, Dias & Cunha, 2010; Vieira *et al*, 2011; Lima, Oliveira, Cabral, Santos & Pessoa, 2014; Oliveira, Morais, Souza Neto & Lima, 2017; Rocha, Contani & Reco, 2017). As sociedades listadas nesses níveis assumem o compromisso de executarem melhores práticas de governança corporativa, evidenciando a redução de conflitos de interesses e aumentando a transparência informacional (Oliveira *et al*, 2017). Todavia, ressalta-se que mais da metade das empresas com ações na bolsa ainda não estão listadas em nenhum dos níveis (Tavares & Penedo, 2018). Como a adesão aos níveis é voluntária, podem haver empresas que estão no mercado tradicional e possuem uma estrutura de governança robusta, tal como a de uma empresa do Novo Mercado, por exemplo. Esse aspecto, portanto, coloca em dúvida a consistência das pesquisas que utilizam essa *proxy*.

## 2.2 Desempenho Organizacional

O desempenho de uma organização pode ser mensurado dentro de um contexto histórico e nos diversos ambientes ao quais ela está inserida (Machado, Dalfovo, Gonçalves & Polati, 2018). Nesse sentido, questões internas como a estrutura de governança, a política de remuneração, a capacidade de inovação e o sistema de controle gerencial provocam repercussões sobre a *performance* organizacional (Fernandes & Mazzioni, 2015).

Ao definir desempenho, Neely (1998) afirma que se trata de um processo de quantificação da eficiência e da eficácia das empresas, por meio da coleta, análise e interpretação dos dados obtidos, gerando informações para a tomada de decisão do usuário da informação. Isto posto, nota-se que o desenvolvimento econômico-financeiro das empresas está estritamente ligado à qualidade das informações concebidas (Oliveira, Junior, Ponte & Domingues, 2017).

A métrica de *performance* é utilizada pelas organizações como um instrumento para a correção de rumos e avaliação de resultados (Leopoldino & Loiola, 2010). Ittner e Larcker (1998) destacam que tal mensuração tem um papel fundamental no desenvolvimento de planos estratégicos e na avaliação de realização dos objetivos organizacionais, além de possibilitar a correção de eventuais erros (Macedo, Souza & Oliveira, 2004).

As organizações necessitam realizar a medição de seu desempenho para identificar as atividades que agregam valor, além de comparações com seus concorrentes e análises de estratégias organizacionais para curto, médio e longo prazo na obtenção de resultados (Sarubbi,

Dias & Correa, 2010). Além disso, ao analisar um indicador de desempenho é possível verificar os pontos fortes e fracos das organizações, podendo estabelecer prioridades e indicar os setores da empresa nos quais as intervenções são mais importantes e/ou viáveis (Costa, 2003).

### 2.3 Evidências Empíricas

No âmbito internacional, tem-se uma ampla gama de pesquisas que investigaram a relação entre os mecanismos internos de governança corporativa e o desempenho das empresas (eg.: Al-Matar *et al.*, 2012; Buallay, Handam & Zureigat, 2017; Jackling & Johl, 2009; Gill & Mathur, 2011; Rasheed & Zaki, 2012; Azim, 2012; Pillai e Al-Malkawib, 2018; Tomar & Bino, 2012).

No contexto da Arábia Saudita, a partir de dados de 2010, os achados de Al-Matari *et al.* (2012) evidenciaram que o aumento do número de membros no Comitê de Auditoria tende a reduzir a rentabilidade da empresa, quando medida pelo Q de Tobin. Diante dos resultados inconsistentes com a literatura, as conclusões de Al-Matari *et al.* (2012) ressaltam que as práticas de governança devem ocorrer com o objetivo de aumentar a eficácia organizacional e não somente em decorrência de questões institucionais resultantes de coerções dos legisladores.

Buallay, Handam e Zureigat (2017) também investigaram referida influência em empresas sauditas no período de 2012 a 2014. Para tanto, mediram o desempenho por meio de três métricas: ROA, ROE e Q de Tobin. Dentre os achados, notou-se que na realidade das companhias sauditas, o fato de a empresa ser ou não auditada por firmas de auditoria integrantes do grupo *Big Four* e o tamanho do conselho favorecem o aumento da rentabilidade da empresa.

Ao investigarem empresas indianas, Jackling e Johl (2009) demonstraram que o tamanho e a composição do conselho são relevantes para o aumento do desempenho da empresa. Não obstante, Rasheed e Zaki (2012), ao observarem empresas paquistanesas no período de 2010 a 2015, acrescentam que um número maior de conselheiros independentes também contribui para a *performance* da organização. Tomar e Bino (2012) encontraram resultados semelhantes ao estudarem instituições bancárias da Jordânia no período de 1996 a 2006. Em contraste, o estudo de Gill e Mathur (2011) com empresas canadenses evidenciou que o aumento do número de membros no conselho tende a reduzir a rentabilidade da empresa, por isso, essas empresas deveriam procurar um nível ideal de tamanho e composição do conselho.

Por fim, os achados Pillai e Al-Malkawi (2018) ressaltaram que aspectos como participações governamentais, tipo de empresa de auditoria e tamanho do conselho afetam negativamente o desempenho das organizações listadas nas bolsas de valores dos países do Conselho de Cooperação do Golfo, no período de 2005 a 2012.

No cenário nacional, há pesquisas que relacionam a governança corporativa, medida por meio dos níveis de segmentação propostos pela bolsa de valores (eg: Fernandes, Dias & Cunha, 2010; Vieira *et al.*, 2011) e pelos mecanismos internos de governança (eg: Andrade *et al.*, 2009; Gondrige, Clemente & Espejo, 2012; Almeida *et al.*, 2017; Toigo, Hein & Wrubel, 2018) com o desempenho das organizações.

Ao analisarem o desempenho das companhias brasileiras após a adesão aos níveis de governança corporativa da bolsa no ano de 2007, Fernandes, Dias e Cunha (2010) identificaram que, no período de 2006 a 2008, não houve mudanças no desempenho e no valor de mercado das companhias brasileiras. Os resultados encontrados foram semelhantes aos de Vieira *et al.* (2011), que estudaram o período entre 2008 e 2010. Eles buscaram avaliar se a adoção de práticas de governança corporativa alterava a estrutura de capital e o desempenho das empresas e concluíram que não se pode inferir que as práticas de governança corporativa adotadas pelas organizações que ingressaram nos níveis N1 (Nível 1), N2 (Nível 2) e NM (Novo mercado) tenham contribuído expressivamente para as variações no desempenho e na estrutura de capital das organizações.

Almeida *et al.* (2017) analisaram a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto pertencentes aos setores de engenharia, construção e transporte. Para tanto, mediram o desempenho por meio do ROE, relação *ebitda*/ativo e Q de Tobin e, como métrica de governança, utilizaram um índice construído a partir de um *checklist* proposto por Leal (2004). As informações a respeito do indicador foram coletadas nos formulários de referências das companhias, pareceres das demonstrações financeiras e estatuto social. Contrapondo os resultados apresentados anteriormente, os autores inferiram que o índice de governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial.

Diferentemente, Gondrige, Clemente e Espejo (2012), ao investigarem a estrutura do Conselho de Administração no período de 2008 identificaram que o tamanho do conselho influencia no valor das companhias, o que também havia sido evidenciado no período de 2004 a 2006 no estudo de Andrade *et al.* (2009). Toigo, Hein e Wrubel (2018) encontraram resultados similares ao estudarem os mecanismos de governança corporativa e o desempenho mensurado pelos Filtros de Graham das companhias que passaram por fusões e aquisições, entre os anos de 2006 e 2010.

Nota-se que no cenário internacional os resultados apresentam variabilidade a cada pesquisa. De forma geral, os estudos analisaram características de governança corporativa (*eg.*: tamanho e composição do conselho e do comitê auditoria, tipo de empresa de auditoria, dualidade entre o diretor do conselho e o CEO, frequência de reuniões do conselho e do comitê, investimentos governamentais), mas não encontraram relações significativas, alcançado resultados parciais. No cenário nacional, os estudos também chegaram a resultados inconclusivos. Esse panorama das pesquisas no contexto brasileiro pode ser influenciado pela forma da mensuração da variável de governança corporativa por meio dos níveis de governança corporativa determinados pela bolsa de valores brasileira.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Classificação da pesquisa, amostra e coleta de dados

Esta pesquisa segue uma abordagem quantitativa, e quanto aos objetivos apresenta-se como descritiva, uma vez que se limita à descrição das relações entre a governança corporativa e o desempenho das empresas (Martins & Theóphilo, 2009). A amostra inicialmente era composta por 511 companhias listada na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Contudo, em decorrência das especificidades contábeis e da natureza operacional de alguns setores, foram excluídas algumas organizações, perfazendo um total líquido de 215 empresas.

Em decorrência da alta variabilidade dos dados optou-se por retirar possíveis *outliers*, totalizando, no final, 1339 observações referentes a 215 empresas. Os dados foram coletados por meio da base de dados compilada pelo Laboratório de Finanças e Risco da FEA/USP e do *software Econômica* para o período de 2010 a 2017. A escolha do período de análise ocorreu em virtude da adoção plena ao padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pelo Brasil no ano de 2010 (Santos, Ponte & Mapurunga, 2014). Desta forma, os dados coletados estão consoantes às normas internacionais.

#### 3.2 Variáveis

Os estudos anteriores apresentam inúmeras possibilidades de variáveis associadas à rentabilidade da empresa. A partir disso, nesta pesquisa a variável dependente foi mensurada pelo ROA e pelo Q de Tobin (*eg.*: Jackling & Johl, 2009; Fernandes, Dias & Cunha, 2010; Azim, 2012; Tomar & Bino, 2012; Rasheed & Zaki, 2012; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Oliveira, Morais, Souza Neto & Lima, 2017; Pillai & Al-Malkawi, 2018).

A *performance* organizacional demanda métricas que possibilitem identificar o efeito da governança corporativa sobre o desempenho dos negócios (Al-Matari, Al-Swidi & Fadzil,

2014) e nota-se que a variável ROA tem sido considerada na literatura sobre governança corporativa como métrica para o desempenho operacional das empresas (eg.: Jackling & Johl, 2009; Fernandes, Dias & Cunha, 2010); Tomar & Bino, 2012; Azim, 2012; Al-Matari, Al-Swidi & Fadzil, 2014 e Pillai & Al-Malkawi (2018)) e o Q de Tobin para medir o desempenho de mercado (eg.: Fernandes *et al* 2010; Al-Matari *et al.*, 2012 e Pillai e Al-Malkawi, 2018).

Já como variáveis explicativas, foram utilizadas: (i) tipo de empresa de auditoria, (ii) tamanho do Conselho de Administração, (iii) composição do Conselho de Administração (iv) tipo de mandato dos conselheiros, e como variáveis de controle: (v) alavancagem, (vi) tamanho da firma, (vii) idade, (xiii) setor de atuação e (ix) recessão econômica.

O tipo de empresa de auditoria refere-se ao fato de a firma de auditoria ser ou não integrante do grupo *Big Four*. Apesar de todas as empresas de auditoria necessitarem aderir a um nível razoável de qualidade (Foroghi & Shahshahani, 2012), a literatura sugere que as empresas *big four*, por serem maiores, prestam serviços de maior qualidade (DeAngelo, 1981), influenciando na redução dos custos de agência e impactando positivamente o desempenho da empresa (Pillai & Al-Malkawi, 2018). A literatura também evidencia que os auditores *big four* promovem maior segurança ao mercado (Foroghi & Shahshahani, 2012).

Com relação ao tamanho do conselho de administração (CA), ressalta-se que no campo da governança corporativa, o CA é um elemento crítico para a empresa (Rasheed & Zaki, 2012). Identifica-se na literatura que existe influência do tamanho do conselho no desempenho da organização (Jackling & Johl, 2009), enriquecendo a experiência fornecida para administrar o negócio e impactando positivamente o desempenho (Farhan, Obaid & Azlan, 2017). Todavia, a determinação do tamanho ideal do CA ainda é profusa na academia (Azutoru, Obinne & Chinelo, 2017). Alguns autores defendem que um número maior de membros no CA favorece o monitoramento, reduzindo o oportunismo por parte dos administradores (Williams, Fadil & Armstrong, 2005). Por outro lado, um número elevado de membros pode acarretar dificuldades na tomada de decisões, resultando em um conselho ineficiente (Azim, 2012).

Um dos tipos de conflitos de agência ocorre quando os interesses do Conselho de Administração estão alinhados com os interesses do CEO e desalinhados com os interesses dos acionistas (Armstrong, Guay & Weber, 2010). Dessa forma, a literatura evidencia que a presença de membros independentes no Conselho de Administração contribui para a mitigação dos conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Jackling & Johl, 2009; Armstrong, Guay & Weber, 2010; Farhan, Obaid & Azlan, 2017), uma vez que a independência pressupõe que eles se dedicam aos interesses da organização (Azim, 2012; Farhan, Obaid & Azlan, 2017). Além disso, uma maior exposição ao ambiente externo melhora o acesso a recursos, impactando positivamente o desempenho (Jackling & Johl, 2009). Buallay, Handam & Zureigat (2017) sugerem, apoiados na literatura, que mais de 50% dos membros do CA devem ser independentes.

Ao analisarem atributos de governança corporativa e seus impactos nas responsabilidades dos membros do conselho, Martins e Rodrigues (2005) ressaltam que o tempo de mandato dos conselheiros apresentou-se fortemente associado ao papel estratégico do conselho de administração. Oliveira (2007) resalta que o prazo do mandato do conselheiro deve ser renovável após uma avaliação de desempenho e não de forma automática. Conforme o IBGC (2015), o período do mandato não deve ultrapassar dois anos, todavia a reeleição pode ser desejável para a formação de conselho experiente e com bons resultados.

Por fim, de forma consistente com os estudos anteriores, variáveis de controle foram incluídas ao modelo: a alavancagem (Jackling & Johl, 2009; Al-Matari *et al.*, 2012; Gondrige, Cimente & Espejo, 2012; Pillai & Al-Malkawi, 2018), o tamanho do ativo (Andrade, Salazar, Calegário & Silva, 2009; Jackling & Johl, 2009, 2012; Azim, 2012; Gill & Mathur, 2011; Tomar & Bino, 2012; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Pillai & Al-Malkawi, 2018), a idade

(Jackling & Johl, 2009; Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Pillai & Al-Malkawi, 2018) e o setor (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017; Pillai & Al-Malkawi, 2018).

Ademais, também foi adicionada uma variável de crise a fim de controlar os efeitos macroeconômicos incidentes no período de 2010 a 2017. Ao final de 2014, instaurou-se uma crise econômica no Brasil decorrente de aspectos relacionados ao contexto político-econômico da época (Bacen, 2015; Ipea, 2015). Deflagrou-se a maior recessão econômica dos últimos 25 anos (Ipea, 2015), representando um ponto de inflexão no comportamento do PIB, que apresentou valores negativos nos anos de 2015 e 2016 (Bacen, 2015; Pochmann, 2015).

A escolha das variáveis detalhadas anteriormente foi influenciada pelas limitações de dados, visto que os mecanismos de governança corporativa decorrem de características internas das organizações. Na Figura 1, apresenta-se resumidamente as variáveis desse estudo.

Figura 1 - Variáveis

Variáveis	Proxie	Constructo	Referência	Sinal esperado
Dependente	ROA	$\frac{LL}{AT}$	Jackling e Johl (2009); Fernandes, Dias e Cunha (2010); Tomar e Bino (2012); Buallay, Hamdan e Zureigat (2017); Oliveira, Morais, Souza Neto e Lima (2017); Pillai e Al-Malkawi (2018)	
	Q de Tobin (QTOB)	(Valor de mercado + Dívida total líquida – AC) / AT	Jackling e Johl (2009); Fernandes <i>et al</i> (2010); Vieira <i>et al</i> (2011); Buallay, Hamdan e Zureigat (2017); Pillai e Al-Malkawi (2018);	
Independentes	Tipo de empresa de auditoria (AUDIT)	Dummy (1-BigFour; 0-Caso contrário)	Azim(2012); Buallay; Hamdan e Zureigat (2017); Pillai e Al-Malkawi (2018).	+
	Tamanho do Conselho de Administração (TCA)	Nº de membros	Jackling e Johl (2009); Tomar e Bino (2012); Gondrige, Cimente e Espejo (2012); Rasheed e Zaki (2012); Gill e Mathur (2011); Buallay, Hamdan e Zureigat (2017), Pillai e Al-Malkawi (2018).	+
	Composição do Conselho de Administração (CCA)	% de conselheiros independentes	Jackling e Johl (2009); Vieira <i>et al</i> (2011); Al-Matari <i>et al</i> (2012); Tomar e Bino (2012); Rasheed e Zaki (2012); Buallay, Hamdan e Zureigat (2017).	+
	Tipo de mandato (MAND)	Nº de mandatos indeterminados	-	+
Controle	Alavancagem (ALAV)	Empréstimos e Financiamentos / AT	Jackling e Johl (2009); Al-Matari <i>et al</i> (2012); Gondrige, Cimente e Espejo (2012); Pillai e Al-Malkawi (2018);	-
	Tamanho (lnTAM)	Ln Ativo	Jackling e Johl (2009); Vieira <i>et al</i> (2011); Tomar e Bino (2012); Buallay, Hamdan e Zureigat (2017); Pillai e Al-Malkawi (2018);	+
	Idade (lnIDADE)	Anos	Jackling e Johl (2009); Buallay, Hamdan e Zureigat (2017); Pillai e Al-Malkawi (2018);	+
	Setor (SET)		Buallay, Hamdan e Zureigat (2017); Pillai e Al-Malkawi (2018);	+
	Crise	Dummy (1-2015 e 2016 e 0-caso contrário)	-	-

Fonte: Dados da pesquisa.

As variáveis que integram o modelo de regressão foram baseadas em estudos nacionais e internacionais que seguiram propósitos de pesquisa similares a esse. Os modelos são expostos a seguir:



$$ROA_{it} = \beta_0 + D_1AUDIT_{it} + \beta_1TCA_{it} + \beta_2CCA_{it} + \beta_3MAND_{it} + \beta_4ALAV_{it} + \beta_5\lnTAM_{it} + \beta_6\lnIDADE_{it} + D_2SET_{it} + D_3CRISE_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$QTOB_{it} = \beta_0 + D_1AUDIT_{it} + \beta_1TCA_{it} + \beta_2CCA_{it} + \beta_3MAND_{it} + \beta_4ALAV_{it} + \beta_5\lnTAM_{it} + \beta_6\lnIDADE_{it} + D_2SET_{it} + D_3CRISE_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

ROA: rentabilidade dos ativos.

QTOB: Q de Tobin.

AUDIT: *dummy* para tipo de empresa de auditoria que assumirá valor 1 quando a empresa for auditada por firma de auditoria integrante do grupo *Big Four* e 0 caso contrário.

TCA: tamanho do Conselho de Administração.

CCA: composição do Conselho de Administração.

MAND: quantidade de mandatos indeterminados por empresa.

ALAV: corresponde a extensão da dívida da empresa.

lnTAM: logaritmo do total de ativos da organização.

lnIDADE: mensurada pelo logaritmo do número de anos.

SET: *dummy* que assumirá valor 1 quando a empresa for de determinado setor (consumo cíclico) e 0 caso contrário.

CRISE: *dummy* que assumirá valor 1 para o período de crise (anos 2015 e 2016) e 0 caso contrário.

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ : coeficientes estimados das variáveis contínuas do modelo.

$D_1, D_2, D_3$ : coeficientes estimados das variáveis *dummy* do modelo.

$c_i$ : heterogeneidade não observada que varia entre as unidades, é constante ao longo do tempo.

$\varepsilon_{it}$ : termo de erro usual da regressão, difere entre as unidades e varia ao longo do tempo. Apresenta média zero, variância constante, não autocorrelacionado e não correlacionado com os regressores.

$i$ : indivíduo

$t$ : tempo

Dentre as técnicas estatísticas para a estimação do modelo, utilizou-se os dados em painel, haja vista que permitem a observação de  $n$  indivíduos por dois ou mais períodos (Duarte, Lamounier & Takamatsu, 2007). Para os modelos foram realizados os testes estatísticos, a fim de verificar qual modelo é mais adequado para estimar as equações (Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios ou *Pooled*).

Primeiramente, estimou-se os modelos por *Pooled* e por Efeitos Fixos. O teste de *Chow* (comparação entre *pooled* e efeitos fixos) indicou efeitos fixos. Em seguida, os modelos foram estimados por efeitos aleatórios. O teste de *Breusch-Pagan* (comparação entre *pooled* e efeitos aleatórios) indicou efeitos aleatórios. Diante da rejeição do modelo *pooled* nos dois testes, procedeu-se à realização do teste de *Hausman* (comparação entre efeitos aleatórios e efeitos fixos), cujo resultado indicou efeitos fixos. Contudo, a variável explicativa setor de atuação da empresa não varia ao longo do tempo e diante disso, os modelos foram gerados por efeitos aleatórios para estimar seus efeitos no comportamento do desempenho. Os dois modelos apresentaram problemas de heterocedasticidade (teste de *Wald*) e autocorrelação (*Wooldridge*). Assim, foram corrigidos pelo método dos Mínimos Quadrados Generalizados, conforme evidenciado na seção de análise dos resultados.

Com o propósito de possibilitar análises comparativas, os modelos também foram estimados por meio do Método dos Momentos Generalizados Sistemático (GMM Sistemático). A opção pela estimação por GMM reside na discussão que trata sobre a endogenia entre a governança corporativa e o desempenho (Silveira, Leal, Silva & Barros, 2010). A endogeneidade refere-se à quebra da exogeneidade estrita, ou seja, presença de correlação entre

os regressores e o termo de erro usual da regressão (Barros, Castro Junior, Silveira & Bergmann, 2010).

Nesse sentido, Barros *et al.* (2010) abordam sobre três possíveis fontes para o problema da endogeneidade: (i) omissão de variáveis: o que faz com que a variável relevante seja refletida no termo de erro; (ii) erros de medição das variáveis explicativas e (iii) simultaneidade, que se refere a casos em que as variáveis podem ser tidas como dependentes e independentes. Nesta pesquisa, tem-se a discussão sobre a simultaneidade entre o desempenho e a governança corporativa.

Uma solução abordada no estudo de Barros *et al.* (2010) reside na utilização de variáveis instrumentais, que se referem a variáveis que podem ser correlacionadas com os regressores endógenos, mas não podem ser correlacionadas com o termo de erro. O método GMM permite a inclusão da variável desempenho defasada como um instrumento (Arellano & Bover, 1995) e funciona como uma alternativa econométrica para a redução desse problema (Souza, Santos, Bressan & Bressan, 2018).

Tal modelo parte da premissa de que as primeiras diferenças das variáveis instrumentais não apresentam correlação com o efeito individual não observado, assim, as variáveis devem ter sido geradas por um processo estacionário (Blundell & Bond, 1998). A partir disso, verificou-se a estacionariedade das variáveis por meio do teste de raiz unitária do tipo Fisher.

#### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

##### 4.1 Estatística descritiva

Na Tabela 1, evidencia-se a estatística descritiva das variáveis quantitativas que compõem o Modelo 1, cuja variável dependente é o ROA. Na amostra inicialmente composta por 1487 observações, o valor mínimo do ROA era de -611,06 e o valor máximo de 67,99. A fim de retirar possíveis *outliers* que poderiam influenciar o melhor ajustamento do modelo, excluiu-se 10% das observações localizadas nos extremos. Após as exclusões dos maiores e menores valores de ROA, o desvio-padrão passou de 36,67 para 6,22.

**Tabela 1** - Estatística descritiva das variáveis contínuas do modelo ROA

	ROA	TCA	CCA	MAND	ALAV	lnTAM	lnIDADE
Média	2.4309	18.1329	2.2087	0.9791	0.3559	15.0343	3.6053
Desvio-padrão	6.2281	9.0237	7.0580	3.6960	1.2409	1.7080	0.7137
Mín	-21.6773	0	0	0	0.0000	8.82	0.78
Máx	14.4037	62	62.5	46	45.2052	20.62	4.75

Fonte: Dados da pesquisa.

O mesmo procedimento foi realizado para o Modelo 2, cuja variável dependente é o Q de Tobin. Na Tabela 2, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis. O valor mínimo do Q de Tobin na amostra inicial era de -1,0222 e o valor máximo de 65,8161, com um desvio padrão de 3,0877. Após a exclusão dos valores discrepantes, o desvio-padrão passou para 0,5132, com um intervalo entre valores mínimo e máximo significativamente menor.

**Tabela 2** - Estatística descritiva das variáveis contínuas do modelo QTOB

	QTOB	TCA	CCA	MAND	ALAV	lnTAM	lnIDADE
Média	0.4660	17.7222	1.9584	0.9298	0.3302	14.9227	3.6079
Desvio-padrão	0.5132	9.1304	6.2384	3.5193	0.2115	1.8292	0.7162
Mín	-0.2872	0	0	0	0.0000	8.87	0.78
Máx	2.0705	62	62.5	46	1.9960	20.62	4.75

Fonte: Dados da pesquisa.

## 4.2 Estatística inferencial

Na Tabela 3, apresentam-se os resultados dos modelos estimados por Efeitos Aleatórios, Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS) e Método dos Momentos Generalizados (GMM).

Tabela 3 - Estimação do modelo proposto

Variáveis	ROA			QTOB		
	Efeitos Aleatórios	FGLS	GMM	Efeitos Aleatórios	FGLS	GMM
AUDIT	1.435011*** (0.5027003)	1.260965** (0.5001909)	-0.4250645 (0.9522514)	0.0850062** (0.0333349)	0.0079289 (0.0096183)	0.0512561 (0.0388081)
TCA	0.1257628*** (0.0317627)	0.08736*** (0.0303329)	-0.1145556 (0.0855329)	0.0071616*** (0.00230084)	0.0031837*** (0.0008748)	-0.0009966 (0.0027663)
CCA	-0.0158841 (0.0263056)	0.0158953 (0.0287048)	-0.0363786 (0.0343867)	0.0019736 (0.0021261)	-0.0005471 (0.0011127)	0.0028159 (0.0032185)
MAND	0.1280304*** (0.0449636)	0.0575221 (0.053154)	-0.0936279 (0.0800971)	0.0054041* (0.0029887)	0.0007485 (0.0018493)	0.0016239 (0.0049378)
ALAV	0.1317049 (0.1371834)	-8.229327*** (1.188443)	-9.288072*** (2.089601)	0.4833123*** (0.0714323)	0.5203716*** (0.0411613)	0.1112054 (0.0952412)
lnTAM	-0.0297468 (0.1995093)	0.2806017 (0.1833153)	1.991268** (0.9421468)	-0.0802489*** (0.0162886)	-0.0060154 (0.0057674)	0.0281108 (0.02644481)
lnIDADE	-0.3719661 0.4274420	-0.182395 (0.3663266)	- -	-0.1204897*** (0.0410366)	-0.072145*** 0.0159075	- -
SET	-0.1436636 (0.7113342)	-0.3725047 (0.5935596)	-0.3182271 (0.5980111)	-0.1855185*** (0.067889)	-0.245327*** (0.0223202)	-0.0555248 (0.0412107)
CRISE	-1.824846*** (0.2907659)	-1.11408*** (0.2960241)	-0.86333*** (0.2809963)	-0.1673955*** (0.0185319)	-0.0696365*** (0.0090619)	-0.060444*** (0.0216716)
_cons	1.070267 3.278981	-0.6835024 (2.8792789)	-22.97548* (11.90822)	1.83847*** 0.2847859	0.4965696*** (0.1105987)	-0.258496 (0.3219281)
Var. dep. defasada	- -	- -	0.38308*** (0.0859537)	- -	- -	0.4954788*** (0.1342291)
Obs	1339		1073		1325	1070
Nº grupos	214		192		200	195
Instrumentos	-	-	20		-	18
VIF	1,20	1,20	-	1,25	1,25	-
Chow	F(210,1121) = 6.51 Prob>F = 0.0000		-	F(213,1118) = 14.80 Prob>F = 0.0000		-
Breusch e Pagan	chibar2(01) = 575.79 Prob>chibar2 = 0.0000		-	chibar2(01) = 1257.09 Prob>chibar2 = 0.0000		-
Hausman	chi2(7) = 61.05 Prob>chi2 = 0.0000		-	chi2(7) = 79.66 Prob>chi2 = 0.0000		-
Wooldridge (autoc)	F(1,184) = 25,995 Prob>F = 0.0000		-	F(1,181) = 83.375 Prob>F = 0.0000		-
LR (heter)	chi2(210) = -694.99 Prob>chi2 = 1.0000		-	chi2(213) = 943.58 Prob>chi2 = 0.0000		-
Arellano-Bond (1)	-	-	z = -6.16	-	-	z = -3.18
Arellano-Bond (2)	-	-	z = 0.59	-	-	z = -0.73
Hansen	-	-	chi2(10) = 5.68	-	-	chi2(8) = 39.20
Diff-in-Hansen	-	-	chi2(7) = 4.93	-	-	chi2(7) = 12.39

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: são apresentados os coeficientes, abaixo os erros-padrão entre parênteses e finalmente o valor-p de cada coeficiente. A significância estatística é indicada por: \*10%; \*\*5%; \*\*\*1%.

Conforme apresentado na Tabela 3, o fator de inflação da variância (VIF) para os dois modelos foi inferior a dois, indicando a ausência do problema de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo. O primeiro modelo baseia-se na influência dos mecanismos de governança corporativa no desempenho da empresa quando medido por uma variável contábil, no caso a Rentabilidade dos Ativos (ROA) e o segundo modelo considera o desempenho a partir de uma variável de mercado, o Q de Tobin (QTOB). O modelo ROA apresentou o problema de autocorrelação nos resíduos (Teste de Wooldridge). Dessa forma, ele foi corrigido por meio da estimação por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS). A coluna três da Tabela 3 apresenta os coeficientes e erros-padrão após a correção do problema. Já o modelo QTOB apresentou os problemas de autocorrelação (Teste de Wooldridge) e de heterocedasticidade (Teste de Likelihood).

Diante das correções realizadas, os modelos analisados no estudo foram aqueles gerados por meio do FGLS e conforme esperado, o tamanho do conselho de administração influencia positivamente o desempenho da empresa nos dois modelos. Tal achado corrobora com os estudos de Jackling e Johl (2009), Tomar e Bino (2012) e Buallay, Handam e Zureigat (2017). O resultado permite inferir que quanto maior o número de membros no Conselho de Administração, maior tende a ser o desempenho da entidade, independente se o mesmo é medido por uma variável contábil ou de mercado. A justificativa reside no fato de que um maior número de conselheiros favorece o monitoramento e reduz o oportunismo por parte dos gestores, conforme abordado por Williams, Fadil e Armstrong (2005).

O Conselho de Administração pode atenuar a ocorrência dos problemas de agência, por isso é importante não somente sua existência, mas principalmente o número ideal de membros. Para o contexto e período analisados, observa-se que à medida que aumenta o número de membros, aumenta também o desempenho da empresa. Todavia, ressalta-se a necessidade da busca por um número ideal e também por uma composição ideal em relação aos membros externos e internos à organização.

O fato de a empresa ser auditada por uma das firmas de auditoria do grupo *Big Four* influencia positivamente o desempenho da entidade quando medido pelo ROA. Conforme abordado na literatura anterior, por serem maiores, tais firmas fornecem serviços de maior qualidade, contribuindo positivamente para o desempenho da organização (DeAgelo, 1981; Pillai & Al-Malkawi, 2018). Nesse aspecto, esse achado corrobora os achados de pesquisas anteriores (Arruda, 2016; Da Silva, Silva, Ayub & Pacheco, 2014). Ao considerar o desempenho medido pelo Q de Tobin, não foi encontrada relação estatisticamente significativa, não sendo possível inferir a respeito de tal relação.

Apesar de os estudos anteriormente relacionados não terem abordado influências macroeconômicas, para essa pesquisa foi incluída uma variável *dummy* para capturar a influência da recessão econômica no país agravada nos anos de 2015 e 2016. Conforme esperado, o cenário de crise contribuiu negativamente para a *performance* das entidades tanto em aspectos contábeis (ROA) quanto de mercado (QTOB). Tal fato evidencia a ocorrência de perdas no desempenho das organizações em momentos economicamente caóticos.

Acerca do nível de alavancagem, há uma variação nos resultados apresentados. A partir da Tabela 3 nota-se uma influência negativa na *performance* quando medida por meio do ROA, tal resultado corrobora os achados de Machado, Prado, Vieira, Antonialli, Dos Santos (2015) Bressan, Bressan, Lima e Braga (2008) e Rajan e Zingales (1995). Desta forma, infere-se que quanto maior o nível de alavancagem da firma, menor seu desempenho. Já com relação à *performance* medida através da variável de mercado (QTOB), nota-se que há uma relação positiva entre a alavancagem e o desempenho das organizações, ou seja, quanto maior o nível

de alavancagem da firma, maior será sua *performance*. Diante disso, os resultados confirmam a pesquisa realizada por Daher (2004), que considera que quanto maior a rentabilidade das organizações, maior será o incentivo ao endividamento, devido à dedutibilidade dos juros do lucro tributável.

Destaca-se ainda que o modelo QTOB apresentou outras duas variáveis estatisticamente significativas, sendo elas: idade e setor. De acordo com os resultados, a idade da empresa impacta negativamente o desempenho de mercado da organização. A literatura evidencia que empresas mais velhas tendem a apresentar uma maior rentabilidade (Jackling e Johl, 2009; Buallay, Handam e Zureigat, 2017; Pillai e Al-Malkawi, 2018), todavia, para o contexto e para o período analisados, os resultados indicam o inverso. Uma possível justificativa reside na existência de uma idade ótima, de maneira que até determinada idade o desempenho de mercado da entidade é crescente, e a partir de certo ponto torna-se estável e tende ao decréscimo. Apesar da existência de empresas consolidadas no mercado, nota-se que as organizações passam por um período de extremo crescimento e posteriormente podem perder o posicionamento, seja pela inserção de concorrentes no mercado ou pela dificuldade de manter a continuidade.

Para a análise setorial, foi escolhido o setor de maior representatividade na amostra (Consumo Cíclico). Diante dos resultados, nota-se que o fato de a empresa pertencer ao setor de consumo cíclico influencia em seu desempenho, refletindo em uma queda na *performance* se comparado aos demais setores. Por ser o setor de maior representatividade da amostra, está sujeito a maiores reflexos econômicos em relação aos demais.

A literatura argumenta sobre a necessidade de se tratar a endogeneidade em estudos sobre desempenho e governança corporativa (Silveira, Leal, Silva & Barros, 2010). Consequentemente, os modelos também foram estimados por meio do GMM. A variável idade não foi validada no teste de raiz unitária, por isso foi excluída da estimação do GMM. Nesse contexto, foi utilizado o desempenho defasado e o tamanho do ativo como variáveis endógenas (Arellano & Bover, 1995).

Para o primeiro modelo, foram significativas as variáveis alavancagem (ALAV), tamanho (lnTAM), recessão econômica (CRISE) e o ROA com uma defasagem. Ao adotar uma abordagem econométrica mais robusta, o nível de alavancagem da empresa continuou sendo significativo para explicar o desempenho da entidade quando medido pelo ROA. A variável tamanho não foi estatisticamente significativa no modelo estimado por FGLS, todavia, nesse modelo apresentou significância. Tal fato denota que quanto maior o total de ativos da empresa, maior tende a ser a rentabilidade contábil dos negócios.

Para o segundo modelo, somente as variáveis recessão econômica (CRISE) e o Q de Tobin com duas defasagens foram significativas. Não foi possível validar o modelo com apenas uma defasagem, por isso estimou-se considerando duas defasagens. Em uma modelagem mais robusta como o GMM, a variável CRISE permaneceu significativa em todos os modelos, ressaltando a influência negativa dela no desempenho da empresa, tanto em aspectos contábeis como de mercado. Ademais, as defasagens do desempenho denotam que o comportamento do desempenho passado influencia positivamente o desempenho atual. Destaca-se que ao adotar um modelo de maior robustez para tratar o problema da endogeneidade, há um aumento no valor dos erros-padrão, levando a uma não significância dos parâmetros. A maioria das variáveis significativas nos modelos FGLS perdem significância no modelo GMM.

Uma análise geral aponta um bom ajustamento do modelo com um número relevante de variáveis explicativas estatisticamente significantes quando se considera a estimação por FGLS. Entretanto, ao avaliar o GMM Sistêmico, percebe-se que a maioria das variáveis perderam significância estatística. Vale destacar que a metodologia GMM, além de tratar os efeitos fixos específicos de cada empresa, permite que todos os regressores e as variáveis instrumentais sejam endógenas. Assim, por meio da utilização de variáveis defasadas como instrumentos, o

método resolve os problemas de endogenia e apresenta estimadores mais eficientes e não viesados (Forti, Peixoto & Freitas, 2010).

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Esta pesquisa foi desenvolvida com o intuito de verificar a influência da governança corporativa no desempenho das organizações. Para tanto, foram relacionados os mecanismos internos adotados pelas empresas com a *performance* destas entidades. Os regressores que representavam os mecanismos internos de governança corporativa (tipo de empresa de auditoria e tamanho do conselho de administração) foram significativos e influenciaram positivamente o desempenho das organizações quando analisados pelo FGLS, tais achados corroboram os estudos já realizados.

Já as demais variáveis (proporção de membros independentes no conselho, mandato dos conselheiros), não foram estatisticamente significativas conforme evidenciado anteriormente.

Com o intuito de gerar maior robustez à pesquisa, além de estimadores consistentes e não viesados, os modelos foram estimados via GMM, de modo que as variáveis relacionadas à governança corporativa, diferentemente do observado anteriormente, não apresentaram significância estatística. Tal fato pode estar relacionado ao tratamento que é dado à endogenia das variáveis que compõem o modelo.

Inferese-se que ao tratar o problema da endogeneidade pela estimação do GMM, os modelos ganharam no aspecto robustez e perderam significância estatística. Por fim, considerando esse modelo, constatou-se que o nível de alavancagem impacta negativamente o desempenho da empresa e que o desempenho presente é explicado pelo desempenho passado. Como os resultados dos estudos anteriores também são profusos, essa pesquisa corrobora com alguns autores e discorda de outros. Todavia, ressalta-se que os resultados não podem ser generalizados e, portanto, restringem-se à amostra utilizada e ao período de estudo.

Dentre as limitações do trabalho, ressalta-se que há variáveis como a “dualidade do CEO” que foram omitidas do modelo devido à carência de dados disponíveis e, diante disso, sugere-se para pesquisas futuras a replicação desse trabalho com a inclusão de outros regressores relativos a mecanismos internos de governança corporativa. Também é válido testar outras formas de desempenho organizacional, como, por exemplo, a Margem líquida – ML e o Fluxo de Caixa Operacional – FCO. Além disso, não há a possibilidade de generalizar os resultados dessa pesquisa para todo o mercado brasileiro, pois a amostra não é composta por todas as empresas e todos os setores. Conforme detalhado na seção metodológica, foram excluídos setores com características específicas e empresas que não possuíam dados suficientes para a operacionalização das modelagens.

Com o intuito de aprofundar o tema para os usuários das informações contábeis, principalmente os investidores das organizações, depreende-se que é válido verificar quais e como os mecanismos de governança são implantados nas organizações, visto que eles podem influenciar o retorno obtido pelas entidades, bem como ocasionar a diminuição da assimetria informacional.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The measurements of firm performance's dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 24-49.
- Al-Matari, Y. A., Al-Swidi, A. K., Fadzil, F. H. B. F. H., & Al-Matari, E. M. (2012). Board of directors, audit committee characteristics and the performance of Saudi Arabia listed companies. *International Review of Management and Marketing*, 2(4), 241-251.

- Almeida, F. T. D., Parente, P. H. N., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. D. (2018). Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. *Gestão & Regionalidade*, 34(100).
- Andrade, L. P. D., Torres Salazar, G., Leal Calegário, C. L., & Soares Silva, S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(4).
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Arruda, M. P. D. (2016) A influência de características da auditoria independente na qualidade da informação contábil. Tese de doutorado, UNB, Brasília, DF.
- Azim, M. I. (2012). Corporate governance mechanisms and their impact on company performance: A structural equation model analysis. *Australian journal of management*, 37(3), 481-505.
- Azutoru, I. H. C. , Obinne, U. G. , & Chinelo, O. O. (2017). Effect of Corporate Governance Mechanisms on Financial Performance of Insurance Companies in Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 93-103.
- BACEN (2015). Boletim do banco central do Brasil: relatório anual de 2015.
- Barros, L. A. B. C., Junior, F. H. F. C., Silveira, A. D., & Bergmann, D. R. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. *Social Science Research Network*.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bressan, V. G. F., Bressan, A. A., de Lima, J. E., & Braga, M. J. (2008). Análise da Alavancagem das Empresas de Capital Aberto do Agronegócio Brasileiro: Uma abordagem usando Logit Multinomial. *Revista de Economia e Agronegócio*, 6(1).
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98.
- CARTA, D. C. (2015). Brasília, DF: IPEA, n. 29, dez. 2015.
- Costa, D. B. (2003). Diretrizes para concepção, implantação e uso de sistemas de indicadores de desempenho para empresas da construção civil.
- CVM. (2002) Governança corporativa: a cartilha da CVM. CVM, Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 05/11/2018.

- Daher, C. *Testes Empíricos de Teorias Alternativas sobre a Determinação da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras*. 2004 (Doctoral dissertation, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -Programa Multiinstitucional e Inter-Regional UnB, UFPB, UFPE, UFRN, Brasília, DF.
- de Oliveira Gondrige, E., Clemente, A., & dos Santos Bortolucci Espejo, M. M. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 9(3).
- 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 Oliveira, M. C. S., de Moraes, H. A. R., de Souza Neto, M. O., & de Lima, J. H. (2017). Governança corporativa: Uma análise do desempenho das companhias abertas brasileiras listadas nos níveis da bm&fbovespa. *Revista de Administração de Roraima-RARR*, 7(2), 402-425.
- DeAngelo, L., 1981. Auditor size and audit quality. *J. Account. Econ.* 3, 189–199.
- dos Santos, J. O., & Pedreira, E. B. (2004). Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. *Revista Administração em Diálogo-RAD*, 6(1).
- Duarte, P. C., Lamounier, W. M., & Takamatsu, R. T. (2007). Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (Vol. 7, pp. 1-15).
- Farhan, A., Obaid, S. N., & Azlan, H. (2017). Corporate governance effect on firms' performance—evidence from the UAE. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 33(1), 66-80.
- Fernandes, F. C., & Mazzioni, S. (2015). A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(2), 41-64.
- Fernandes, N. A. C., de Oliveira Dias, W., & da Cunha, J. V. A. (2010). Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM & FBOVESPA. *Revista Organizações em Contexto*, 6(11), 22-44.
- Foroghi D, Shahshahani AM. Audit firm size and going-concern reporting accuracy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 2012 Jan;3(9):1093-8.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Freitas, K. S. (2010). A manutenção de caixa e sua influência sobre o desempenho operacional e o valor de empresas brasileiras. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). The impact of board size, CEO duality, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 83.



- Hallqvist, H. (2003). O 'Rambo' empresarial está com os dias contados. A dimensão humana da governança corporativa. São Paulo: Editora Gente, 15-53.
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa -IBGC (2018). Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5a ed. rev. e ampl. São Paulo. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 05/11/2018
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of accounting research*, 36, 1-35.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Lameira, V. D. J., Lee Ness Junior, W., & van Aduard de Macedo-Soares, T. D. L. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(1).
- Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração da USP*, 39(4), 327-337.
- Leopoldino, C. B., & Loiola, E. (2010). Desempenho organizacional e aprendizagem organizacional: o que podemos aprender sobre essa relação. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 34.
- Macedo, M. A. S., Souza, M. A. F., & Oliveira, M. A. (2004). Análise de desempenho organizacional no setor varejista brasileiro. XI SIMPEP.
- Da Silva M, M. A., da Silva, D. T., Ayub, G. P., & Pacheco, L. O. (2014). Impacto de Mecanismos de Auditoria na Precificação de Ações: evidências sob a perspectiva da relevância e da tempestividade para o ano de 2010 no Brasi. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3).
- Machado, L. K. C., do Prado, J. W., Vieira, K. C., Antonialli, L. M., & dos Santos, A. C. (2015). A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(4).
- Machado, M. M., Dalfovo, M. S., Gonçalves, A., & Polati, M. I. B. (2018). Capacidades dinâmicas e sua influência no desempenho organizacional. *Revista GEPROS*, 13(4), 7
- Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da investigação científica. São Paulo: Atlas.
- Martins, H. C., & Rodrigues, S. B. (2005). Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 45(SPE), 23-35.

- Oliveira, J. F. D. R., Viana Junior, D. B. C., Ponte, V. M. R., & Domingos, S. R. M. (2017). Indicadores De Desempenho E Valor De Mercado: Uma Análise Nas Empresas Listadas na Bmfbovespa. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal Do Rio Grande Do Norte-Issn 2176-9036*, 9(2), 240-258.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410.
- Pochmann, M. (2015). Ajuste econômico e desemprego recente no Brasil metropolitano. *Estudos Avançados*, 29(85), 7-19.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rasheed, A., & Zaki, H. (2018). The Effect of Corporate Governance on The Performance of Firms: A study on Pharmaceutical Sector of Pakistan. *Journal of Research in Administrative Sciences*, 7(1), 14-18.
- Rocha, G. A. P., do Rosário Contani, E. A., & da Silva Reco, T. L. (2018). Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. *Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 15(3), 230-252.
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Mandatory IFRS adoption in Brazil (2010): Index of compliance with disclosure requirements and some explanatory factors of firms reporting. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 161-176.
- Sarubbi, F. M., Dias, J. L. P. D. C., & Correa, H. L. (2010). Sistemas De Mensuração E Avaliação De Desempenho Organizacional: Estudo De Casos No Setor De Revistas Segmentadas.
- Souza, J. R., Santos, L. S. Z., Bressan, V. G. F., Bressan, A. A. (2018) Remuneração de executivos, valor e desempenho de companhias brasileiras. *Anpcont*.
- Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas- uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40-62.
- Toigo, L. A., Hein, N., & Wrubel, F. (2018). Relação dos Mecanismos de Governança Corporativa com o Desempenho Mensurado pelos Filtros de Graham. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 178-199.
- Tomar, S., & Bino, A. (2012). Corporate governance and bank performance: evidence from Jordanian banking industry. *Jordan Journal of Business Administration*, 8(2), 353-372.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67.
- Williams, R. J., Fadil, P. A., & Armstrong, R. W. (2005). Top management team tenure and corporate illegal activity: The moderating influence of board size. *Journal of Managerial Issues*, 479-493.