



Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión

ISSN: 0121-6805

Facultad de Ciencias Económicas Universidad Militar
Nueva Granada

Carreiro, Nádia Kelly Duarte; Nascimento, João Carlos Hipólito Bernardes do;
Barbosa, Flávia Lorene Sampaio; Rabêlo, Alexandre; Silva, Maurício Corrêa da

Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro
e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro*

Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y
Reflexión, vol. XXIX, núm. 2, 2021, Julho-Dezembro, pp. 11-28
Facultad de Ciencias Económicas Universidad Militar Nueva Granada

DOI: <https://doi.org/10.7440/res64.2018.03>

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=90969428002>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em [redalyc.org](https://www.redalyc.org)

 [redalyc.org](https://www.redalyc.org)

Sistema de Informação Científica Redalyc
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto



Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro*

Nádia Kelly Duarte Carreiro^a ■ João Carlos Hipólito Bernardes do Nascimento^b ■ Flávia Lorene Sampaio Barbosa^c ■ Alexandre Rabêlo Neto^d ■ Maurício Corrêa da Silva^e

* Artigo de pesquisa.

- a Bacharel em Administração de Empresas, Universidade Federal do Piauí, Floriano, Piauí, Brasil. Curso de bacharelado em Administração de Empresas. Campus Amílcar Ferreira Sobral da Universidade Federal do Piauí, Meladão, BR-343, KM 3,5. Meladão, Floriano, Piauí, cep 64808-605.
Correio eletrônico: nadiakellydc@hotmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4897-3496>
- b Doutor em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Mestre em Ciências Contábeis, Fucape Business School. Bacharel em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Aplicadas e Sociais de Petrolina, Universidade Federal do Piauí. Mestrado profissional em Gestão Pública. Mestrado profissional em Administração Pública, campus universitário Ministro Petrônio Portella, Ininga, Teresina, Piauí, Brasil.
Correio eletrônico: joaohipolito@ufpi.edu.br. ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-3505-372X>
- c Doutora em Administração, Universidade de Fortaleza, Ceará. Mestra em Administração, Universidade de Fortaleza, Ceará. Graduada em Administração, Universidade Fernando Pessoa. Mestrado profissional em Gestão Pública. Mestrado profissional em Administração Pública, campus universitário Ministro Petrônio Portella, Ininga, Teresina, Piauí, Brasil.
Correio eletrônico: flsbarbosa@ufpi.edu.br. ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-4804-9538>
- d Doutor em Administração de Empresas, Universidade de Fortaleza. Mestre em Administração de Empresas, Universidade de Fortaleza. Bacharel em Administração de Empresas, Universidade Estadual do Piauí. Universidade Federal do Piauí. Mestrado profissional em Gestão Pública. Mestrado profissional em Administração Pública, campus universitário Ministro Petrônio Portella, Ininga, Teresina, Piauí, Brasil.
Correio eletrônico: alexandrabelo@ufpi.edu.br. ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-8480-6209>
- e Doutor em Ciências Contábeis, Multi-institucional das UNB-UFPB-UFRN. Mestre em Ciências Contábeis, Multi-institucional das UNB-UFPB-UFPE-UFRN. Bacharel em Ciências Contábeis, Sociedade Civil Colégio Moderno, Faculdades Integradas, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, Rio Grande do Norte, Brasil.
Correio eletrônico: prof.mauriciocsilva@gmail.com. ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2036-5237>

Resumo: Buscou-se investigar o impacto da governança corporativa no desempenho financeiro e no valor de mercado das firmas listadas na B3 S. A. Para tal, com uma amostra composta de 759 observações realizadas de 2013 a 2016, utilizou-se da técnica PLS-SEM, em escalas formativas. A título de resultados, foi possível suportar as hipóteses de relacionamento direto e positivo entre governança corporativa e desempenho financeiro, governança e valor de mercado, e desempenho financeiro e valor de mercado nas análises de todas as observações. Com uma amostra de firmas de menor porte, observou-se a existência de mediação parcial do desempenho financeiro na relação entre governança corporativa e valor de mercado, evidenciando que “parte” desse desempenho financeiro deve ser aplicado na adoção e/ou no aprimoramento das práticas de governança corporativa, uma vez que estas são precificadas pelo mercado de ações. Por fim, na existência de melhores práticas de governança corporativa, é esperada uma intensificação da relação (efeito moderador) entre desempenho financeiro e valor de mercado. O estudo contribui para a literatura ao reforçar a relevância das práticas de governança corporativa que devem ser adotadas pelas firmas a fim de melhorar o seu desempenho financeiro, aumentando o seu valor de mercado e atendendo aos objetivos dos *stakeholders*.

Palavras-chave: governança corporativa; desempenho financeiro; valor de mercado; PLS-SEM

Recibido: 01/04/2019.

Aceptado: 10/03/2021.

Disponible en línea: 06/10/2021.

Cómo citar: 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. <https://doi.org/10.18359/rfce.4028>

Código JEL: C59, G11, M10, M41.

Relationships Between Corporate Governance, Financial Performance, and Market Value: an Analysis in the Brazilian Context

Abstract: It was sought to investigate the impact of corporate governance on financial performance and on the market value of related companies in the B3 S. A. For this, the technique PLS-SEM was used on a sample of 759 observations made from 2003 to 2016, on training scales. As a result, it was possible to support the hypotheses of a direct and positive relationship between corporate governance and financial performance, governance and market value, and financial performance and market value in the analysis of all observations. With a sample of smaller companies, the existence of partial mediation of financial performance was observed in the relationship between corporate governance and market value, which reveals that “part” of this financial performance should be applied in the adoption or improvement of corporate governance practices, once they have their prices set (priced) by the stock market. Finally, the existence of best corporate governance practices is expected to intensify the relationship (moderating effect) between financial performance and market value. The study contributes to the literature by reinforcing the relevance of corporate governance practices that companies should adopt to improve their financial performance, increasing their market value and responding to the objectives of *stakeholders*.

Keywords: corporate governance; financial performance; market value; PLS-sem

Relaciones entre gobernanza corporativa, desempeño financiero y valor de mercado: un análisis en el contexto brasileño

Resumen: Se buscó investigar el impacto del gobierno corporativo en el desempeño financiero y en el valor de mercado de las empresas relacionadas en la B3 S. A. Para ello, desde una muestra de 759 observaciones realizadas del 2003 al 2016, se utilizó la técnica PLS-SEM, en escalas formativas. Como resultados, se logró soportar las hipótesis de relación directa y positiva entre gobierno corporativo y desempeño financiero, gobernanza y valor de mercado, y desempeño financiero y valor de mercado en los análisis de todas las observaciones. Con una muestra de empresas de menor tamaño, se observó la existencia de mediación parcial del desempeño financiero en la relación entre gobierno corporativo y valor de mercado, lo que revela que “parte” de este desempeño financiero debe aplicarse en la adopción o en el perfeccionamiento de las prácticas de gobierno corporativo, una vez que estas tienen fijados sus precios por el mercado accionario. Para terminar, frente a la existencia de mejores prácticas de gobierno corporativo se espera una intensificación de la relación (efecto moderador) entre desempeño financiero y valor de mercado. El estudio aporta a la literatura al reforzar la relevancia de las prácticas de gobierno corporativo que deben adoptarse las empresas con el fin de mejorar su desempeño financiero, incrementando su valor de mercado y respondiendo a los objetivos de los *stakeholders*.

Palabras clave: gobierno corporativo; desempeño financiero; valor de mercado; PLS-SEM

Introdução

A evolução da economia brasileira vivenciada nas últimas décadas deve-se, em parte, à adoção, por parte das firmas, das práticas de governança corporativa (GC), tendo em vista que, ao promover a maior participação dos acionistas na tomada de decisões corporativas, a redução da discricionariedade da gestão e, por extensão, da assimetria informacional entre gestores e proprietários, as melhores práticas de GC têm o potencial de harmonizar as relações entre gestores e acionistas. Assim, contribui para a longevidade das organizações e, por consequência, para o desenvolvimento econômico do país (Jacometti, 2012).

Especificamente, ligado a essa “longevidade” das firmas brasileiras proporcionada pela adoção das práticas de GC, tem-se que, em 1999, a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a elaboração do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2010) constituem-se em um importante marco para a minimização dos possíveis problemas de agência (conflitos de interesses entre “principal” e o “agente”). Isso contribuiu para o incremento do desempenho, da competitividade e, conseqüentemente, do valor de mercado (VM) dessas firmas (Rossetti e Andrade, 2012).

Como forma de comprovar empiricamente a discussão acima, estudos têm tentado investigar os potenciais relacionamentos existentes entre GC, desempenho financeiro (DF) e VM, munindo-se com distintos enfoques e correntes teóricas, bem como utilizando diversas estratégias analíticas, desde regressões simples até regressões multivariadas (Andrade *et al.*, 2009). A exemplo, Lameira *et al.* (2007), por meio da técnica de regressão linear múltipla aplicada a uma amostra composta por 355 empresas, concluíram que os níveis mais elevados de GC impactam positivamente no valor das empresas, mensurando essa variável com o Q de Tobin. Silva e Câmara (2015), a partir da técnica de regressão linear simples, no método de máxima verossimilhança, aplicada a uma amostra de 72 empresas, concluíram que os níveis de GC influenciam o desempenho de mercado, sendo um determinante da valorização de mercado das

organizações analisadas. Mais recentemente, Barbosa *et al.* (2021) analisaram o efeito direto da GC nas capacidades dinâmicas (CDs) e no desempenho empresarial (DE), e o impacto moderador e/ou mediador das CDs na relação GC-DE. Utilizando-se da análise quantitativa por meio da PLS-SEM, os resultados indicam a existência de efeito direto e positivo da GC no desenvolvimento da CD, bem como a influência desta no DE e o efeito mediador da CD na relação GC-DE.

No sentido de alicerçar um estudo para ampliar o conhecimento promulgado sobre uma possível justificativa dessas relações, opta-se pelo argumento de que essas estratégias analíticas utilizadas pela literatura empírica nacional, ao buscarem “maximizar a variância explicada de uma única variável dependente frente a algumas variáveis explicativas, em uma única direção de causalidade” impossibilitam a compreensão mais abrangente das relações de dependência e independência entre os construtos investigados (Nascimento *et al.*, 2018, p. 168). Portanto, nessa perspectiva, é notada uma oportunidade para a condução da presente pesquisa por meio da adoção da técnica multivariada de equações estruturais, em sua abordagem exploratória (PLS-SEM), operacionalizada com escalas de mensuração formativas, tendo em vista que esta possibilita o mapeamento simultâneo das múltiplas relações de independência e dependência dos construtos de interesse (Nascimento e Macedo, 2016).

Para tanto, partindo-se do pressuposto de que a GC promove o desempenho e o valor de mercado das firmas (IBGC, 2010; Rossetti e Andrade, 2012), buscou-se, no presente estudo, investigar, como problema de pesquisa, qual o impacto da GC no DF e no VM das firmas listadas na B3 S. A. Para tal, por meio da condução de uma análise documental, com dados secundários coletados nas bases de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da B3 S. A., da Economática® e da Comdinheiro.com®, no período de 2013 a 2016, e utilizando-se da técnica PLS-SEM, analisaram-se as relações entre os três construtos de interesse.

De forma específica, pretende-se avaliar: (1) as relações diretas entre GC, desempenho financeiro e valor de mercado das firmas listadas na B3 S. A.; (2)

a mediação do desempenho financeiro na relação entre GC e VM, e, por fim, (3) a moderação da GC na relação entre DF e VM. Esse enfoque, no conhecimento dos autores, não foi contemplado pelas pesquisas empíricas correlatas.

Considerando que, segundo Klapper e Love (2004), mecanismos de GC têm relação intensificada com o VM e o DF em firmas provenientes de países com ambientes jurídicos essencialmente codificados, como é o caso do Brasil. Nesse sentido, nota-se uma importante oportunidade para o desenvolvimento do presente estudo. Além disso, há uma escassez de estudos que compreendam períodos maiores de análises (estudos longitudinais), utilizando-se de enfoques metodológicos mais abrangentes (como é o caso da técnica PLS-SEM) sobre os atributos de GC, DF e VM das firmas brasileiras (Nascimento *et al.*, 2018).

Além desta introdução, o presente trabalho segmenta-se em quatro tópicos. Inicialmente, no referencial teórico, é realizada a contextualização da influência da GC na longevidade das firmas e, em seguida, são delineadas as hipóteses do estudo. Logo após, são apresentados os aspectos metodológicos da pesquisa. Na seção de análise dos dados, são realizadas as análises e as discussões dos dados para, por fim, na seção final, serem postas as considerações finais com o reconhecimento das limitações da presente pesquisa, bem como a indicação de oportunidades para o desenvolvimento de futuros estudos.

Fundamentação teórica

Breve contextualização da influência da governança corporativa na longevidade das firmas

À medida que crescem e evoluem, as organizações podem se tornar complexas, alterando suas estruturas, o que resulta na demanda por novos e melhores sistemas de controle (Fama e Jensen, 1983), como abertura de filiais, prospecção de mercados externos, entre outros. Isso exige uma maior profissionalização da gestão, tendo em vista que o

proprietário (fundador) não consegue (ou não tem interesse) em gerir diretamente o negócio, optando, nesse ponto, por contratar gestores profissionais para esse fim (Azevedo *et al.*, 2014).

Correia e Amaral (2008) afirmam que o processo de evolução das organizações ocasionou na separação entre a propriedade e o controle (uma vez que o capital acionário se encontra geograficamente disperso, o que impossibilita a gestão por parte dos proprietários), prejudicando os interesses dos proprietários/acionistas em virtude da divergência entre os seus interesses e os dos dirigentes. Dito isso, quando o agente é designado para administrar os interesses de outro (principal), surge a relação de agência (Jensen e Meckling, 1976; Tirole, 2010; Krieck e Kayo, 2013), sendo que, nessa relação, muitas vezes, os agentes tendem, na medida do possível, a maximizar sua utilidade pessoal, o que, invariavelmente, fará com que surja um desalinhamento ante os interesses do principal, isto é, uma incompatibilidade na maximização dos lucros e do tamanho da firma — consequentemente da riqueza dos acionistas (Ross *et al.*, 2002; Gitman, 2001).

Nesse ponto, se o decorrente conflito de agência for demasiadamente grande, será refletido de forma negativamente no VM da firma (Junqueira *et al.*, 2014). Dessa forma, faz-se necessário criar incentivos, por meio da implantação de mecanismos específicos de GC, para alinhar os interesses desses atores (agentes e principais) (Tirole, 2010). Em uma perspectiva financeira, Shleifer e Vishny (1997) enfatizam que GC são mecanismos pelos quais fornecedores de recursos das corporações podem obter retorno sobre seus investimentos. Para a redução dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores, a GC pode ser entendida, ainda, como o conjunto de atributos de incentivo e controle, tanto internos quanto externos. Nesse contexto, segundo Scalzer *et al.* (2008), a GC tem a função de prover segurança a acionistas e credores, no intuito de que estes não sejam privados por controladores ou gestores.

Avançando conceitualmente na perspectiva do termo “longevidade” defendida neste estudo, Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) afirmam que a GC é

um conjunto de procedimentos e processos formais de supervisão da gestão executiva de uma empresa, objetivando resguardar os interesses dos acionistas e reduzir os conflitos de interesse entre os acionistas e os demais afetados pelo valor da empresa. Portanto, torna-se fundamental “a adoção de práticas de Governança Corporativa por uma empresa, visto que esta pode atingir melhores indicadores de desempenho corporativo e melhor desempenho no mercado acionário” (Vilhena e Camargos, 2015, p. 81).

Segundo Andrade *et al.* (2009), as funções desempenhadas pelo conselho de administração, como o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, são fatores que minimizam eventuais conflitos de agência, buscando garantir, aos fornecedores de capital, a proteção de seus investimentos. Dessa forma, contribuem para a evidência de um impacto positivo no VM das firmas (Silva e Câmara, 2015). Nessa ordem, compreende-se que atributos de GC têm o objetivo de alinhar os interesses de partes conflitantes e incentivar os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor da empresa (Catapan *et al.*, 2013).

Em meio a essas questões, as empresas buscam melhorias de sua gestão e uma adequada sintonia entre suas estruturas de capitais e a oscilação do custo do capital de terceiros e do próprio para, assim, maximizar o retorno dos acionistas, atuando com a desejada ética, transparência e atendimento às exigências das diversas partes interessadas (Lameira *et al.*, 2007).

Atesta-se, portanto, que, além de melhorar o relacionamento com seus investidores e influenciar o desempenho econômico das empresas, as regras de GC causam impactos no VM delas, melhorando a qualidade do desempenho organizacional e garantindo a longevidade dos negócios (Lameira *et al.*, 2007). Ademais, empresas que preservam um bom relacionamento com seus *stakeholders* e um comportamento ético adequado a estes, sendo conduzidas por princípios de governança, tendem a ser mais valorizadas pelo mercado acionista (Silva e Câmara, 2015).

Em suma, a adoção de princípios de GC, como a transparência na utilização de indicadores que

mostram o quanto de retorno a empresa gera em relação ao que é investido e aplicado pelo acionista na organização, além de proporcionar forte efeito sobre os ativos dela, torna-se relevante para o DF e organizacional das empresas e, por consequência, para a valorização dessas no mercado de capitais (Melo *et al.*, 2013). Por fim, evidencia-se que mecanismos de GC geram inúmeros benefícios às organizações e aos seus *stakeholders*, uma vez que, quanto maior o nível de evidência das informações para os seus acionistas e colaboradores, maior o DF e o VM das empresas (Catapan e Colauto, 2014).

O direcionamento discursivo, acima, orientou para que, em conjunto com algumas evidências empíricas a seguir, fosse possível consubstanciar as hipóteses do estudo.

Delineamento das hipóteses do estudo

A fim de construir as hipóteses do presente estudo, partiu-se de algumas contribuições empíricas desenvolvidas e expostas a seguir. Para suprir o argumento da GC na promoção do DF das firmas (IBGC, 2010), Gompers *et al.* (2003), analisando especificamente firmas americanas, concluem que empresas com menores níveis de GC apresentam, em média, menores lucros. Klapper e Love (2004), com uma amostra de firmas oriundas de 14 países em desenvolvimento, concluíram que melhores níveis de GC estão relacionados positivamente com melhor desempenho operacional e maior VM das firmas.

Adicionalmente, Catapan *et al.* (2013) concluíram que mecanismos de GC resultam em melhores índices de desempenho econômico-financeiro, o que também contribui para o crescimento da economia do país. No estudo de Lima *et al.* (2015), realizado com 182 empresas agrupadas em três segmentos de mercado, nível 1 (N1), nível 2 (N2) e novo mercado (NM), foi notado que empresas que se encontram em níveis mais elevados de GC apresentaram melhor DF. Já utilizando a técnica multivariada de regressão na abordagem de máxima verossimilhança, Silva e Câmara (2015) concluem que, quanto mais as práticas de governança forem

adotadas nas organizações, melhor será o DF delas, aumentando a relação entre seus *stakeholders* e, em consequência, o seu VM.

Mais recentemente, Nascimento *et al.* (2018) investigaram, através da técnica de modelagem em equações estruturais (PSL-SEM) aplicada a uma amostra composta de 639 empresas listadas na B3 S. A., os múltiplos relacionamentos que envolvem GC, risco, endividamento, DF e VM, concluindo, entre outros resultados, que empresas de menor porte refletem positivamente o DF com práticas de GC, podendo ampliar ainda mais seu limite de eficiência no mercado. Os autores notaram ainda uma relação positiva do VM com as melhores práticas de governança, nas empresas de grande porte, por apresentarem melhor desempenho em questões como eficiência, competitividade, crescimento financeiro no curto período de tempo em análise.

Como complemento a esses estudos, constata-se que firmas listadas no NM da B3 S. A., com elevados padrões de GG, tendem a ter um DF superior àquelas listadas no mercado tradicional (Vilhena e Camargos, 2015). Assim, a partir do exposto, formulou-se a primeira hipótese de pesquisa:

H₁ — A GC influencia positivamente o DF das firmas listadas na B3 S. A.

Para sustentar o argumento de que a GC promove o VM das firmas (IBGC, 2010), tem-se nos estudos de Silveira (2015), Lameira *et al.* (2007), Andrade *et al.* (2009)e, Melo *et al.* (2013) a evidenciação de que a GC tem mais relação com o VM do que com as variáveis de DF. De forma análoga, as análises conduzidas por Catapan *et al.* (2013), realizadas com 111 empresas divididas em 17 setores, por meio da regressão linear simples, observou-se que houve uma evolução de atributos de governança pelas empresas que aderiram às práticas de GC, tendo relação positiva com o VM das empresas no período analisado.

Investigando um grupo de 66 empresas brasileiras de 2005 a 2011 e suportado na técnica de regressão com dados em painel, Vilhena e Camargos (2015) notaram que empresas que adotam melhores práticas de GC têm maior êxito na criação de VM para os acionistas quando comparadas as empresas do mercado tradicional, porém apresentam

desempenho econômico pouco expressivo. A isso, deve-se o fato de que a implantação de níveis de governança resulta em elevados gastos com o sistema de adequação dessas empresas.

Portanto, ratificando a afirmativa de que a GC tem se tornado uma importante ferramenta intangível que gera impacto positivo no VM das firmas (Silva e Câmara, 2015), aumentando a confiança dos investidores no monitoramento de suas ações (Lameira *et al.*, 2007), formulou-se a segunda hipótese de pesquisa:

H₂ — A GC influencia positivamente o VM das firmas listadas na B3 S. A.

No que tange à construção da terceira hipótese, alicerça-se na contribuição da tendência dos resultados de desempenho organizacional (podendo ser desde medidas de retorno contábil, econômico e financeiro, até fatores diversos como o nível de desenvolvimento tecnológico, a satisfação do cliente, a qualidade, a inovação e o crescimento) em aumento no VM das empresas (Brito e Brito, 2012).

Trabalhando, especificamente, com DF corporativo, Nascimento *et al.* (2018) verificaram que a qualidade das informações financeiras e contábeis são de grande interesse para os investidores, à medida que os melhores resultados são recebidos positivamente pelos investidores, acarretando, assim, o aumento do preço das ações no mercado.

Nessa perspectiva, as informações de DF mostraram-se valiosas para a tomada de decisões dos acionistas. Em outras palavras, ao passo que as empresas obtêm melhor DF, é esperado um aumento do seu VM (Nascimento *et al.*, 2018). Indicadores de DF, como os de rentabilidade, despertam maiores interesses dos investidores, principalmente quando se analisam os investimentos, os ativos, o patrimônio líquido e os lucros da empresa, pois, quanto maior for o retorno, melhor para o investidor, o que corrobora para a existência da relação positiva entre DF e VM (Assaf Neto, 2012). Diante do exposto, formulou-se, então, a terceira hipótese de pesquisa:

H₃ — O DF influencia positivamente o VM das firmas listadas na B3 S. A.

Como é esperada uma relação positiva entre GC e DF (H1), bem como deste no VM (H3), conforme argumentado anteriormente, pretende-se, de forma

exploratória, testar que, para a obtenção de maior valoração no mercado, as expectativas de ganhos por parte dos investidores seriam reforçadas, se, além da adoção das melhores práticas de GC por parte das firmas (uma vez que os seus indicadores apresentam baixa alteração no curto prazo, sendo, seu efeito, eventualmente precificado antecipadamente por parte dos acionistas), obrigatoriamente, o DF fosse considerado — em tese, as “boas” notícias refletem tempestivamente no VM das firmas, assim, as expectativas de ganhos por parte dos investidores são influenciadas pelo desempenho presente delas (Nascimento *et al.*, 2018).

Em suma, tenta-se construir um argumento para buscar sustentar ainda mais a relação entre GC e VM (haja vista alguns trabalhos não terem corroborado nessa linha), o que, possivelmente, a mediação por parte do DF nessa relação explicasse com mais ênfase que a atenção e, conseqüentemente, o interesse do acionista, tende a ser maximizado quando ele tem acesso a um investimento com alto retorno e,

relativamente, baixo risco. Dessa forma, formula-se a seguinte hipótese:

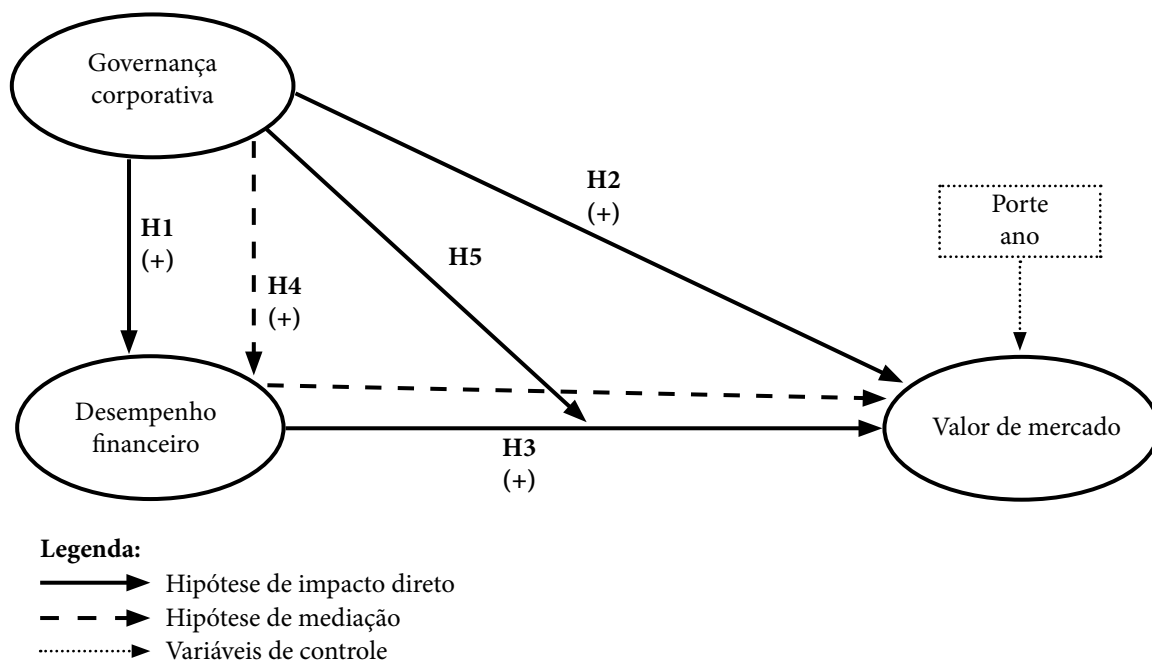
H₄ — O DF media a relação entre GC e o VM das firmas listadas na B3 S. A.

Por fim, dado o caráter exploratório do presente estudo, avaliou-se também se a GC modera a relação entre DF e o VM. Pressupõe-se que, para se tornar competitiva no mercado de ações, ou seja, atrair investidores, a adoção das práticas de GC é mais que uma exigência formal (a título das indicações advindas do próprio IBGC, B3 S. A., CVM), pois se mostra também uma obrigação legal nesse cenário de investimentos. Dessa forma, entende-se que, se atrelado aos possíveis DFs, as firmas direcionassem esforços no sentido de aprimorar/obter melhores práticas de GC, o seu VM se intensificaria. Assim, delineia-se a última hipótese de pesquisa:

H₅ — A GC modera a relação entre DF e o VM das firmas listadas na B3 S. A.

A partir dessas hipóteses, é apresentado, a seguir, na Figura 1, o modelo estrutural proposto.

Figura 1. Modelo estrutural proposto



Fonte: elaboração própria.

Pode-se notar que, além das relações diretas entre os construtos investigados (H_1 , H_2 e H_3), tem-se a indicação da mediação do DF na relação teorizada entre GC e VM, por meio da seta tracejada (H_4), além de uma relação de moderação (H_5). Por fim, com vistas a incrementar a chance de os relacionamentos serem estimados livres da influência sistemática de outras variáveis potencialmente relevantes, buscou-se efetuar o controle de duas variáveis normalmente trabalhadas pela literatura empírica correlata (porte e ano), representada, na Figura 1, pelo retângulo (canto direito da imagem) que aponta diretamente para o construto endógeno-alvo (VM).

Metodologia

Como técnica de análise de dados, foi utilizada a modelagem de equações estruturais (*Structural Equation Models* [SEM]), na sua abordagem baseada nos mínimos quadrados parciais (PLS-SEM), com a utilização de escalas de mensuração formativas, conforme Nascimento *et al.* (2018). A SEM é um conjunto de técnicas multivariadas que possibilitam o exame simultâneo de um conjunto de relacionamentos teóricos entre uma ou mais variáveis independentes e/ou dependentes. Nascimento e Macedo afirmam que, “combinando aspectos da análise fatorial com a regressão múltipla, a SEM capacita o pesquisador a examinar, simultaneamente, múltiplas relações de dependência e independência entre variáveis latentes” (2016, p. 291). A técnica PLS-SEM foi utilizada em decorrência da presente pesquisa apresentar uma abordagem essencialmente exploratória e por não haver linearidade das relações entre as variáveis, em que os construtos resultam da ocorrência de múltiplas variáveis.

A análise PLS-SEM foi realizada a partir da utilização do algoritmo *PLS Regression* (*PLS Regression algorithm*) para a estimação do modelo externo (*outer model*), o algoritmo Warp3 para a estimação do modelo interno (*inner model*) e o método *Stable3* para o processo de reamostragem. De acordo com Kock (2015), o algoritmo *PLS Regression* realiza sucessivas interações até o alcance de estabilidade dos pesos do modelo externo, sendo que a estimação

dos pesos ocorre livre da influência dos caminhos (*links*) com os construtos latentes.

Já a opção pelo algoritmo Warp3, para fins de estimação do modelo interno, justifica-se uma vez que nem todos os dados analisados potencialmente atendem ao pressuposto da normalidade multivariada. Ainda segundo Kock (2015), o algoritmo Warp3 estima funções não lineares que melhor se ajustam aos dados, minimizando, assim, as somas de resíduos quadrados numa base bivariada. Por fim, relativo ao procedimento de reamostragem, foi utilizado o *Stable3*, que realiza estimativas dos erros-padrão mais consistentes com aqueles obtidos a partir de métodos de reamostragem paramétricos (por exemplo, o *Bootstrapping*) (Kock, 2015). A população desta pesquisa consistiu das firmas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na B3 S. A. A amostra foi composta de empresas que dispunham de informações contábeis e de mercado para a mensuração das variáveis de pesquisa de 2013 a 2016, apresentando, assim, uma base de dados composta por 784 observações firmas listadas na B3 S. A. — Bolsa, Brasil, Balcão S. A. Após a remoção de casos de *outliers* multivariados (valores padronizados fora do intervalo de -4 a +4), a amostra final foi formada por 759 observações válidas. Os casos de *missings* (valores ausentes), até o limite de 5 % dos casos, foram tratados pelo método de imputação da média aritmética (*Arithmetic Mean Imputation*) de cada variável. Os dados foram coletados nas bases de dados da CMV, da BM&FBOvespa, da Economática® e da Comdinheiro.com®.

Acerca da composição da amostra, oito setores correspondem a mais da metade das empresas constantes na amostra, durante todo o período analisado. São eles: energia elétrica, construção, comércio, siderurgia e metalurgia, têxtil, alimentos e bebidas, transporte e serviços e veículos e peças. “Outros setores” representam a maior parte das empresas analisadas, correspondendo a aproximadamente 24,77 % do total da amostra (188 observações). Para fins de operacionalização dos construtos, foram adotadas *proxys* consolidadas na literatura, alinhado a Nascimento *et al.* (2018), apresentado no Quadro 1.

Quadro 1. Estratégia de operacionalização dos construtos investigados

Painel A. Variáveis formativas de cada construto		
Construto	Variáveis	Sigla
DF	EBITDA sobre a receita	EbitRec
	Fluxo de caixa operacional (FCO) ponderado pelo ativo total	FCOAT
	Giro dos ativos	GiroAT
	ROE	ROE
	ROA (apenas para a análise de redundância)	ROA
VM	Logaritmo natural (LN) do VM	VM
GC	Percentual de <i>Free float on</i>	FFON
	Percentual de <i>Free float total</i>	FFT
	Conselho de Administração: <i>dummy</i> = 1, quando o tamanho é adequado ao recomendado pelo IBGC	MTCA
	Segmento: <i>dummy</i> = 1 se novo mercado ou N2	Segm
	<i>Tag Along on</i> : <i>dummy</i> = 1 se direitos além do mínimo legal	TAOn
	<i>Proxy</i> de governança (apenas para a análise de redundância)	PGC
Painel B. Variáveis de controle		
Variáveis de controle	Porte (tamanho) = Ln AT	Porte
	Ano	Ano

Fonte: adaptado de Nascimento *et al.* (2018).

Conforme apresentado no Quadro 1, no grupo das variáveis do construto DF, tem-se cinco variáveis: o EBITDA sobre a receita, que é o resultado operacional na forma percentual das receitas líquidas operacionais; o Fluxo de caixa operacional (FCO) sobre o ativo total, ou seja, a capacidade de geração de caixa; o Giro dos ativos, representando o volume de vendas a partir dos ativos operacionais; o ROE, retorno medido pela divisão do lucro líquido sobre o patrimônio líquido médio, e o Retorno sobre os ativos, ROA (apenas utilizada para a realização da análise da redundância), obtido pela divisão do resultado operacional pelos ativos médios.

O construto VM foi operacionalizado por meio do cálculo do LN do resultado da multiplicação da cotação das ações (cada classe) pelo número de ações. Já para o construto da GC, foram utilizadas seis variáveis, sendo uma variável *proxy*, utilizada, apenas, para a realização da análise de redundância, para indicar companhias com melhores práticas de governança, e cinco variáveis obtidas por meio da base do portal Comdinheiro.com[®]. A *proxy* global do nível de governança (PGC) buscou capturar

algumas das melhores práticas de GC, sendo operacionalizada por meio da soma de três *dummies* que indicam: se a empresa é auditada por firmas Big4 (quatro melhores firmas de auditoria do mercado); se a empresa emite ADRs; se a firma participa dos índices diferenciados de governança da B3 S. A. (IGCX, ITAG, IGCT e IGC-NM).

Acerca dos demais indicadores do construto GC, foram considerados: Percentual de *Free float on* e Percentual de *Free float total*, que representam a quantidade percentual de ações ordinárias e totais livres à negociação no mercado; uma variável *dummy* que assume valor igual a um, se o tamanho do Conselho de Administração é adequado à recomendação do IBGC de no mínimo cinco e no máximo nove membros (IBGC, 2010). A variável Segmento, que é uma *dummy* que assume valor igual a um, quando a empresa está listada no segmento novo mercado ou N2, ou zero em cenário contrário. Mais uma variável *dummy* foi utilizada para identificar as companhias que garantem direitos de *Tag along*, além daqueles legalmente exigidos.

Análise dos dados

Análise descritiva da amostra investigada

Inicialmente, reporta-se a existência de um importante nível de dispersão nos dados das variáveis de desempenho, sobretudo ROA e ROE (desvios de 34,20 e 40,40, respectivamente), indicando que, na amostra analisadas, tem-se empresas com comportamento bastante heterogêneas (observações com desempenhos muito negativos ou muito positivos) em termos de desempenho (o que é relevante, quando se busca compreender a relação entre variáveis empíricas).

Uma vez que as variáveis *dummies*, via de regra, são analisadas restritamente em linha à frequência relativa observada, a amostra analisada apresentou o seguinte comportamento: 47 % das observações apresentaram valor 1 (existência do atributo) para FFON, indicando que quase 50 % das ações ordinárias se encontravam livres à negociação no mercado; 63 % das observações com valor 1 para FFT, sugerindo que quase 2/3 das ações totais eram, na época da coleta, disponíveis para a negociação livre no mercado; 69 % das firmas com valor 1 para MTCA, demonstrando que, em quase 70 % da amostra, a dimensão do Conselho de Administração encontrava-se adequada à recomendação do IBGC de no mínimo cinco e no máximo nove componentes (IBGC, 2010); 75 % das firmas com valor 1 para TAON, sinalizando que 3/4 da amostra garantem direitos de *Tag along*, além daqueles legalmente exigidos por lei; por fim, 58 % das firmas com valor 1 para Segm, permitindo concluir que cerca de 60 % das firmas analisadas são listadas nos segmentos novo mercado ou N2.

Assim, de uma forma geral, pode-se concluir que as firmas contempladas na presente pesquisa apresentam níveis moderados/intermediários de GC (indicadores com oscilação de 50 % a 75 %), resultado esse corroborado pelo valor de 1,51 (numa escala que oscila de 0 a 3) apresentado pela *proxy* de Governança utilizada para a análise de redundância (PGC). Analisando a distância entre o valor mínimo e o valor máximo das distribuições

das variáveis, em geral, pode-se notar a existência de grande amplitude dos dados. Os desvios-padrão corroboram a existência de uma relevante dispersão dos resultados ante a média. Portanto, observou-se a existência de importantes níveis de dispersões nos dados das variáveis, sinalizando pela existência de heterogeneidade nestes, reforçando, assim, a necessidade da inserção de variáveis de controle, como é o caso de Porte e Ano. Concluída essa análise descritiva, a seguir é realizada a avaliação do modelo de mensuração.

Avaliação do modelo de mensuração

A avaliação da validade convergente foi realizada por meio de análise de redundância, sendo que, alinhado a Nascimento *et al.* (2018), conclui-se pela existência de níveis suficientes de validade convergente, uma vez que todos os construtos (operacionalizados por medidas formativas) apresentaram coeficientes padronizados superiores ao piso de 0,80 (entre o construto formativo e o reflexivo), conforme proposta de Chin (1998). Ressalta-se que, de acordo com Nascimento (2018), para o construto VM, por ser constituído de um único item, não foi realizada a análise de convergência, no entanto, como ele foi operacionalizado pelo LN da própria variável (VM), entende-se que inexistente problema de validade convergente.

Na etapa seguinte, de avaliação de colinearidade entre os indicadores de cada construto, conclui-se pela inexistência de problemas relevantes de multicolinearidade, uma vez que todos os indicadores (nas relações com seus respectivos construtos latentes) apresentaram valores máximos de *Variance Inflation Factor* (VIF) de 2,4 — significativamente inferiores ao teto de 5 proposto na literatura (por exemplo, Hair Jr *et al.*, 2016). Com relação à análise do peso externo, todos os indicadores das variáveis latentes apresentaram sinais do carregamento dos pesos (*Indicator Weight Loading Signs* [wls]) positivos, o que permite concluir pela inexistência do paradoxo de Simpson (Pearl, 2009). Notou-se ainda que o tamanho do efeito de cada indicador (f^2) de todas as variáveis se mostraram estatisticamente significantes ao nível de, pelo menos 0,05.

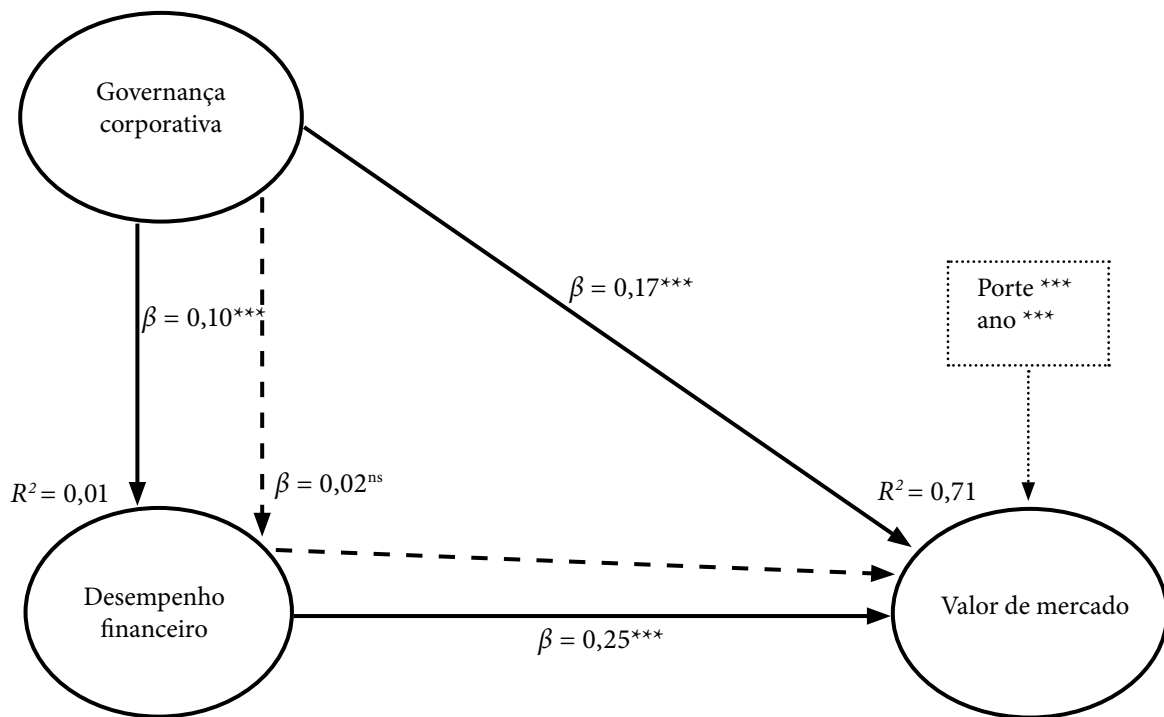
Por fim, em se tratando das cargas externas, todos os indicadores apresentaram cargas padronizadas elevadas ($> 0,50$) com tamanho do efeito superiores ao piso de 0,02.

Concluída a análise do modelo de mensuração, avaliou-se o ajuste do modelo estrutural e, logo depois, seguiu-se para o teste das hipóteses estabelecidas na pesquisa.

Avaliação do ajuste do modelo estrutural

Na Figura 2, são reportados os resultados dos relacionamentos estimados (hipóteses da pesquisa), bem como as medidas de qualidade de ajuste global do modelo estrutural.

Figura 2. Resultado do modelo estrutural proposto



Fonte: elaboração própria baseada nas saídas do *software* PLS utilizado.

Notas: *** estatisticamente significativa ao nível de 0,001; *Average path coefficient* (APC) = 0,349 ($P < 0,001$); *Average R-squared* (ARS) = 0,362 ($P < 0,001$); *Average adjusted R-squared* (AARS) = 0,360 ($P < 0,001$); *Average block VIF* (AVIF) = 1,116; *acceptable* if ≤ 5 ; *ideally* $\leq 3,3$; *Average full collinearity VIF* (AFVIF) = 1,469; *acceptable* if ≤ 5 ; *ideally* $\leq 3,3$; *Tenenhaus GOF* (GOF) = 0,523; *small* $> 0,1$; *medium* $> 0,25$; *large* $> 0,36$; *Simpson's paradox ratio* (SPR) = 1; *acceptable* if $> 0,7$, *ideally* = 1; *R-squared contribution ratio* (RSCR) = 1; *acceptable* if $> 0,9$, *ideally* = 1; *Statistical suppression ratio* (SSR) = 0,800, *acceptable* if $> 0,7$; *Nonlinear bivariate causality direction ratio* (NLBCDR) = 0,80, *acceptable* if $> 0,7$. *Estimation: Outer model analysis algorithm: PLS Regression algorithm; Default inner model analysis algorithm: Warp3; Resampling method used in the analysis: Stable3.*

O modelo estrutural proposto, conforme pode ser apresentado no rodapé da Figura 2, apresentou excelente nível de capacidade preditiva e explicativa (APC, ARS e AARS, estatisticamente significantes ao nível de 0,001, e GOF apresentando tamanho

grande), inexistência de problemas de multicolinearidade (AVIF e AFVIF, ambos reportando valores inferiores ao teto de 5), ausência do paradoxo de Simpson (SPR, com valor reportado 1, sendo este o ideal) e adequação das direções previstas

para as relações do modelo em decorrência da estimação dos coeficientes não lineares (NLBCDR, valor de 0,80, acima do piso aceitável de 0,70). Avaliando o grau de explicação da variação da variável endógena-alvo, VM, pode-se concluir que os dois construtos latentes analisados (Governança e DF), consubstanciados das variáveis de controle (Porte e Ano), apresentam poder explicativo consideravelmente elevado da variância de VM (R^2 de 0,71), já que, segundo Hair Jr. *et al.* (2016), uma vez que os valores reportados para R^2 variam de 0 a 1, índices de 0,75, 0,50 e 0,25 são considerados, respectivamente, substanciais, moderados e fracos.

Acerca da importância associada a cada construto latente, foram obtidos coeficientes Q^2 de Stone-Geisser, medida não paramétrica calculada via procedimento *Blindfolding*, de 0,641 para VM, e de 0,011 para DF, indicando que ambos os construtos endógenos apresentam níveis satisfatórios de validade preditiva (uma vez que apresentaram valores positivos para Q^2 (Nascimento *et al.*, 2018). Concluída a avaliação das medidas de qualidade de ajuste do modelo estrutural, segue-se para a análise dos coeficientes e, consequentemente, das hipóteses da pesquisa. Assim, conforme reportado na Figura 2, independentemente do efeito das variáveis de controle Porte e Ano, são obtidos indícios empíricos que permitem concluir que a GC se associa positivamente com DF ($\beta = 0,10$; $p < 0,001$), confirmando, assim, H_1 . Esse resultado também foi evidenciado por Nascimento *et al.* (2018), indicando que a adoção dos melhores mecanismos de governança contribui positivamente para o melhor desempenho da firma. Contudo, esse relacionamento não se alinha totalmente aos resultados obtidos por Vilhena e Camargos (2015), que concluem que firmas listadas em alguns dos níveis de GC apresentam baixos indicadores de DF, o que pode ser explicado pelos elevados custos de adesão e manutenção das exigências desses níveis.

Também foi observada uma relação positiva entre GC e VM ($\beta = 0,17$; $p < 0,001$), corroborando, assim, a hipótese H_2 . Esse resultado alinha-se aos achados obtidos por Silveira (2015) e Lameira *et al.* (2007), Silva e Câmara (2015) e Nascimento *et al.* (2018), demonstrando que, quanto mais as firmas adotam as melhores práticas de GC, maior o VM destas. Isso evidencia que organizações bem gerenciadas dentro desses padrões de governança

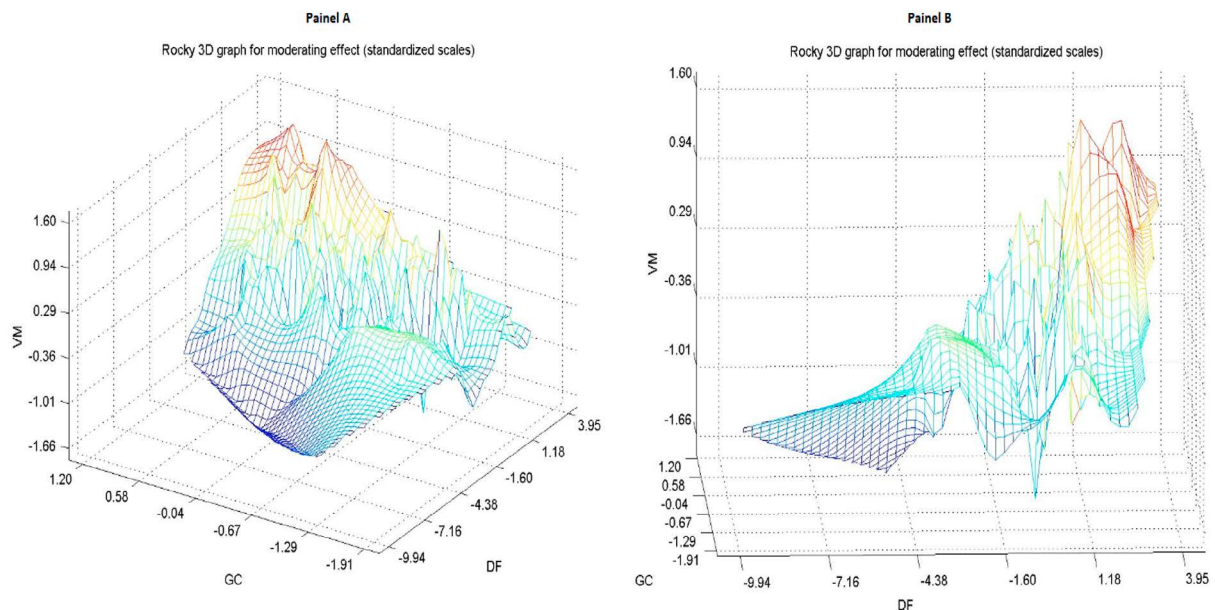
se posicionam melhor ante o mercado de capitais, influenciando mais fortemente a percepção dos investidores acerca das expectativas futuras de desempenho.

Adicionalmente, confirma-se H_3 (DF relaciona-se positivamente com VM, $\beta = 0,25$; $p < 0,001$), corroborando Nascimento *et al.* (2018). Esse resultado sinaliza que o DF atual explica muito do VM das firmas (“boas” ou “más” notícias), influência essa mais forte ou relevante do que a exercida pela GC (uma vez que o coeficiente padronizado da relação entre Governança $\rightarrow$ VM, $\beta = 0,17$, mostra-se significativamente inferior ao da relação entre DF $\rightarrow$ VM, $\beta = 0,25$). Essa magnitude de ambos os relacionamentos pode sinalizar que o efeito positivo das práticas de governança já foi parcialmente precificado pelos acionistas nos períodos anteriores (uma vez que há pouca variabilidade dos indicadores de governança no curto espaço de tempo).

Por fim, acerca da hipótese H_4 , “O DF media a relação entre GC e o VM das empresas listadas na B3 S. A.”, não foram obtidos indícios empíricos que possibilitasse sua confirmação ($\beta = 0,02$; $p < \text{não significativo}$). Muito embora não tenha sido possível confirmar a hipótese de mediação, esta será investigada, de forma mais pormenorizada, por meio da análise multigrupo (PLS-SEM *multigroup analysis*- PLS-MGA).

Torna-se ainda relevante avaliar o efeito total dos construtos latentes compreendidos no modelo estrutural proposto sobre a variável endógena-alvo, VM. Nesse aspecto, notou-se que as variáveis de controle Porte e Ano apresentam impacto total mais fortes sobre o construto VM (coeficientes padronizados de 0,39 e -0,84, respectivamente), reforçando, assim, a importância de serem efetuados estudos complementares dos relacionamentos com a segmentação de porte e ano (análise PLS-MGA). Relativo à magnitude dos efeitos totais (direto e indireto) dos construtos investigados sobre o construto endógeno-alvo, ratificam-se os achados de que o DF, quando confrontado com a GC, apresenta influência mais intensa sobre o VM das firmas (coeficientes padronizados de 0,25 e 0,19, respectivamente).

Avaliou-se também se GC modera a relação entre DF e VM. O valor obtido de $\beta = 0,08$; $p < 0,05$, sinaliza que a existência de melhores práticas de GC intensifica a relação positiva entre DF e VM. Essa relação pode ser mais bem compreendida na Figura 3.

Figura 3. Função moderadora da GC da relação entre DF e VM

Fonte: elaboração própria baseada nas saídas do *software* PLS utilizado.

Conforme pode ser observado na Figura 3, é possível notar que níveis elevados de GC (faixa de -0,04 a 1,20 desvios-padrão) e melhores DFs (intervalo de -1,60 a 3,95 desvios-padrão) associam-se aos mais elevados níveis de VM (faixa de 0,29 a 1,60 desvios-padrão). Assim, conclui-se que, na existência de melhores práticas de GC, é esperada uma intensificação da relação entre DF e VM, dado que, para os investidores, assim como as “boas” informações disponíveis relacionadas ao DF das firmas, alinhadas à adoção das melhores práticas de GC exigidas pelo mercado de ações, tangenciam na valoração destas, demandando, possivelmente, na aplicação de recursos.

Análise multigrupo

Uma vez que as variáveis de controle Porte e Ano se mostraram significantes, conforme Nascimento *et al.* (2018), foram conduzidas análises multigrupo (PLS-SEM *multigroup analysis*-PLS-MGA), com o objetivo de investigar a natureza das relações e segmentar as amostras por porte das firmas e do período (ano).

Análise das relações após a segmentação por tamanho das firmas

Trabalhando apenas com grandes firmas (observações acima da mediana do LN do ativo total), com exceção da relação entre GC e DF ($\beta = -0,16$; $p < 0,01$), as demais relações investigadas (DF e VM, $\beta = 0,20$; $p < 0,01$; e GC e VM, $\beta = 0,21$; $p < 0,01$) mostraram-se coerentes com os resultados identificados para a amostra completa, inclusive pelo não mapeamento da função mediadora do DF na relação entre GC e VM, $\beta = 0,03^{ns}$.

Especificamente acerca da relação negativa mapeada entre GC e DF ($\beta = -0,16$; $p < 0,01$), uma vez que, no Brasil, a estrutura de GC apresenta importante grau de concentração do direito de propriedade e controle em poucos acionistas (Marques *et al.*, 2015) a relação mapeada para as grandes empresas pode ser decorrente da existência do efeito entrincheiramento, materializado pelo domínio, por parte dos controladores, no decisório da corporação, acarretando a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários (Caixe e Krauter, 2013). Essa

relação negativa entre GC e DF também pode ser decorrente, principalmente, do custo de implantação das melhores práticas de GC (o que pode se mostrar proibitivo ou inviável para firmas pequenas).

Ressalta-se, por fim, que a função moderadora da GC na relação entre DF e VM, identificada na amostra completa, não foi ratificada ($\beta = 0,05^{ns}$) para essa amostra composta apenas pelas grandes firmas. Em suma, tem-se que, para as firmas de grande porte do estudo, a GC incorre em custos que minimizam os seus DFs, muito embora sejam ambos (GC e DF) imprescindíveis para geração de VM.

Já trabalhando apenas com a amostra compostas por pequenas firmas (observações abaixo da mediana), notou-se a existência de uma relação positiva entre GC e DF ($\beta = 0,20$; $p < 0,01$), corroborando Nascimento *et al.* (2018), além de um incremento da magnitude das relações entre DF e VM ($\beta = 0,43$; $p < 0,01$), e entre GC e VM ($\beta = 0,30$; $p < 0,01$).

Diferentemente dos resultados obtidos para a amostra completa e para grandes empresas, notou-se a existência de mediação parcial por parte do DF na relação entre GC e VM ($\beta = 0,09$, $p < 0,01$; tamanho = 0,033). Isso se explica quando “parte” desse DF deve ser, necessariamente, investido na adoção e/ou no aprimoramento das práticas de GC, haja vista estas serem valoradas pelo mercado de ações.

Acerca da moderação, são obtidos indícios empíricos ($\beta = 0,08$, $p < 0,10$) de que, para pequenas firmas, a GC modera a relação entre DF e VM, sinalizando que, para as firmas menores, os investimentos direcionados à implantação das melhores práticas de GC acarreta efeitos marginais superiores em termos de DF e VM. Mais uma vez, corrobora-se no sentido da relevância não só do DF, como também da GC no VM das firmas de pequeno porte do estudo.

Em suma, para os dois portes de firmas, tanto o DF quanto a GC explicam o construto endógeno-alvo VM. Válido evidenciar que, apesar de os investimentos em GC representarem em custos elevados para as firmas maiores, cenário contrário se faz imprescindível para que as de pequeno sejam valorizadas no mercado de ações.

Análise das relações após a segmentação por ano

Por fim, uma vez que o período compreendido na análise foi marcado por ampla volatilidade política ou institucional, nessa etapa da pesquisa, analisou-se a influência da variável Ano nas relações investigadas. Os resultados obtidos são reportados na Tabela 1.

Tabela 1. Relações investigadas por ano

Relacionamento	2013	2014	2015	2016
GC—DF	$\beta = 0,25^{***}$	$\beta = 0,16^{***}$	$\beta = 0,13^{***}$	$\beta = 0,21^{***}$
DF—VM	$\beta = 0,38^{***}$	$\beta = 0,33^{***}$	$\beta = 0,51^{***}$	$\beta = 0,37^{***}$
GC—VM	$\beta = 0,29^{***}$	$\beta = 0,32^{***}$	$\beta = 0,34^{***}$	$\beta = 0,31^{***}$
DF media a relação entre GC e VM	$\beta = 0,09^{**}$	$\beta = 0,05^{ns}$	$\beta = 0,07^*$	$\beta = 0,05^{ns}$
GC modera a relação entre DF e VM	$\beta = 0,15^{***}$	$\beta = 0,13^{***}$	$\beta = 0,09^{**}$	$\beta = 0,13^{***}$

Notas: ** e *** estatisticamente significante ao nível de 0,05 e 0,001 respectivamente.

Fonte: elaboração própria baseada nas saídas do *software* PLS utilizado.

De uma forma geral (exceto para a relação entre GC e VM), pode-se observar uma redução da magnitude dos coeficientes padronizados entre 2013 e 2014, sinalizando que, em contextos de maior volatilidade, há uma intensificação do efeito da GC no VM das

firmas, chegando esta a exercer influência sobre o VM, bem próxima daquela exercida por DF ($\beta = 0,32$ e $\beta = 0,33$, respectivamente no ano de 2014).

Em 2016, notoriamente com menor volatilidade econômica (expectativas das reformas do Estado)

e política, é notada uma tendência de recuperação do comportamento das relações investigadas (apresentando, agora, valores próximos aos evidenciados em 2013). A moderação exercida por GC na relação entre DF e VM ocorre em toda série histórica, enquanto a mediação do DF na relação entre GC e VM mostra-se significativa apenas em 2013 e 2015.

Assim, a exemplo de Nascimento *et al.* (2018), são obtidos indícios empíricos de que, no período investigado, conjuntura política, econômica ou institucional influenciou, de forma significativa, as relações entre os construtos investigados, sendo ressaltada, assim, a importância do controle do tempo por parte de pesquisas correlatas.

Conclusões

A partir de uma análise empírica conduzida por meio de uma análise documental de 759 firmas de capital aberto brasileiras, com dados secundários coletados nas bases de dados da CVM, da BM&FBOvespa, da Economática® e da Comdinheiro.com®, no período de 2013 a 2016, e utilizando-se da técnica PLS-SEM, o presente estudo buscou investigar as possíveis relações entre GC, DF e VM das firmas listadas na B3 S. A.

Como principais resultados, notou-se que a GC apresenta influência direta e positiva no DF, uma vez que a adoção de melhores controles acarreta maiores performances das firmas. Os melhores resultados financeiros, por sua vez, levam a maior retorno aos acionistas (distribuição de dividendos e incremento das expectativas de desempenho futuro), ocasionando, assim, maior precificação das ações. Logo, notou-se a existência de um impacto direto e positivo do DF no VM das firmas, o que evidencia que, quanto maior (e melhor) o nível de divulgação de informações de desempenho, maior o VM das empresas.

Conclui-se que, nas firmas de grande porte, apesar de o custo de implementação das práticas de GC serem significativos e altos, impactando, por vezes, negativamente no seu DF, o investidor, na sua análise para a aplicação de recursos, é influenciado pelas melhores práticas de GC implementadas, bem como pelas “boas” notícias que são divulgadas

sobre o DF dessas firmas. Cenário quase convergente ao vivenciado pelas firmas de pequeno porte do estudo, no entanto com as seguintes ressalvas: (1) os custos de implementação das práticas de GC não oportunizam, ainda, em percas no DF, (2) o qual obrigatoriamente é considerado na hora de se investir (efeito mediação parcial evidenciada); ademais, (3) para que as práticas venham a ser ainda mais valoradas no mercado de ações, mesmo apresentando DFs favoráveis, mais investimentos devem ser direcionados para as práticas de GC (efeito moderação evidenciado).

Além disso, não foi possível mapear, para a amostra completa e para as grandes firmas, a existência de efeito indireto (mediação parcial) da GC e o VM por meio do DF (efeito mediação). No entanto, notou-se, analisando a amostra composta por pequenas empresas, a existência de mediação parcial por parte do DF na relação entre GC e VM ($\beta = 0,09$, $p < 0,01$; tamanho = 0,033), evidenciando que “parte” desse DF deve ser aplicado na adoção e/ou no aprimoramento das práticas de GC, uma vez que estas são precificadas pelo mercado de ações.

Adicionalmente, notou-se ainda que a GC modera a relação entre DF e VM, sinalizando que a existência de melhores práticas de GC intensifica a relação positiva entre DF e VM.

Esses resultados são importantes quando a prática eficiente dos mecanismos de GC leva as firmas a se posicionarem melhor no mercado de capitais e no incremento das relações com seus *stakeholders*, diminuindo, assim, a assimetria informacional e o conflito de interesses que venham a comprometer as decisões estratégicas e a longevidade delas.

Outra contribuição do presente estudo é metodológica (conforme Nascimento *et al.*, 2018). A utilização da técnica PLS-SEM, em escalas formativas, sinaliza pela relevância da sua aplicação em futuras pesquisas correlatas, dado o interesse de compreender as complexas e simultâneas relações entre os construtos estudados. Em termos de limitações, que se fazem presentes em toda pesquisa científica, vale reportar, no presente estudo, que os indicadores utilizados podem não abranger todo o conteúdo dos construtos investigados, podendo-se utilizar outras variáveis para gerar resultados mais consistentes.

Além disso, o período em que a análise foi empreendida, atingido pela situação econômica, política e social do país, pode prejudicar a maioria das empresas analisadas e, conseqüentemente, alterar os resultados. Futuras pesquisas podem aprofundar a investigação acerca da função mediadora que o DF exerce na relação entre GC e VM.

Referências

- Andrade, L. P. D., Salazar, G. T., Calegário, C. L. L. e Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie (RAM)*, 10(4), 4-31. <http://dx.doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Assaf Neto, A. (2012). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.
- Azevedo, H., Luca, M. M. M., Holanda, A. P., Ponte, V. M. R. e Santos, S. M. (2014). Código de conduta: grau de adesão às recomendações do IBGC pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 11(1). <https://doi.org/10.4013/base.2014.111.01>
- Barbosa, F., Cabral, J., Nascimento, J. e Bizzaria, F. (2021). Corporate governance, dynamic capabilities and business performance in companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3 S/A). *Revista de Administração da UFSM*, 14(1), 182-201. <https://doi.org/10.5902/1983465942441>
- Barros, C. M. E., Soares, R. O. e Lima, G. A. S. F. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(19), 27-39. <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v7i19.55509>
- BM&FBovespa. (2016). Segmentos de listagem. http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Brito, R. P. e Brito, L. A. L. (2012). Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 52(1), 70-84. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000100006>
- Caixe, D. F. e Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o vm corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Catapan, A. e Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)
- Catapan, A., Colauto, R. D. e Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), 16-30. <https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/467>
- Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. Em G. A. Marcoulides (ed.), *Modern methods for business research* (pp. 295-358). Lawrence Erlbaum.
- Correia, L. F. e Amaral, H. F. (2008). Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. *Revista de Gestão (REGE)*, 15(3), 1-10. <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2008.36642>
- Fama, E. F. e Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Gitman, L. J. (2001). *Princípios de Administração Financeira* (J. Ritter, trad., 2ª ed.). Bookman.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. e Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. <http://dx.doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. e Sarstedt, M. (2016). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)*. Sage Publications.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2010). *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*. <https://www.passeidireto.com/arquivo/33323924/codigo-de-melhores-praticas-de-governanca-corporativa>
- Jacometti, M. (2012). Considerações sobre a evolução da governança corporativa no contexto brasileiro: uma análise a partir da perspectiva weberiana. *Revista de Administração Pública*, 46(3), 753-773. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-76122012000300007>
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. http://dx.doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8
- Junqueira, L. R., Soares, C. H., Mesquita, M. C. e Bertucci, L. A. (2014). Influência da teoria de agência na alavancagem das empresas brasileiras. *Revista Economia & Gestão*, 14(35), 182-209. <https://doi.org/10.5752/P.1984-6606.2014v14n35p182>

- Klapper, L. F. e Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728. <http://dx.doi.org/10.1080/17938120.2014.886421>
- Kock, N. (2015). *WarpPLS 5.0 user manual*. ScriptWarp Systems.
- Kriek, P. A. e Kayo, E. K. (2013). Teoria da agência e governança corporativa: um estudo de evento em fusões e aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-17. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/42464/teoria-da-agencia-e-governanca-corporativa-um-estudo-de-evento-em-fusoes-e-aquisicoes-de-2000-a-2012/i/pt-br>
- Lameira, V. D. J., Ness Junior, W. L. e Macedo-Soares, T. D. L. A. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração (RAUSP)*, 42(1), 64-73. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072007000100006>
- Leal, R. P. e Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). *Investor protection and corporate: Firm-level evidence across Latin America*. The Inter-American Development Bank.
- Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A., Santos, S. M. e 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. *Revista de Gestão (REGE)*, 22(2), 187-204. <https://doi.org/10.5700/rege558>
- Marques, T. A., Guimarães, T. M. e Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133. <http://dx.doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>
- Melo, R. S., Batista, P. C. S., Macedo, A. C. M. e Costa, R. B. L. (2013). A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Gestão (REGE)*, 20(1), 79-92. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/10146/a-contribuicao-da-governanca-corporativa-para-o-desempenho-das-empresas-brasileiras-de-capital-aberto/i/pt-br>
- Nascimento, J. C. H. B. e Macedo, M. A. S. (2016). Modelagem de Equações Estruturais com Mínimos Quadrados Parciais: um Exemplo da Aplicação do SmartPLS® em Pesquisas em Contabilidade. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPEC)*, 10(3), 289-313. <https://doi.org/10.17524/repec.v10i3.1376>
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S. e Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 166-185. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2018110109>
- Pearl, J. (2009). *Causality: Models, reasoning, and inference*. Cambridge University Press.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. e Jordan, B. D. (2002). *Administração Financeira* (2ª ed.). Atlas.
- Rossetti, J. P. e Andrade, A. (2012). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências* (6ª ed.). Atlas.
- Scalzer, R. S., Almeida, J. C. G. e Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 117-130. <https://doi.org/10.11606/rco.v2i2.34709>
- Shleifer, A. e Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, M. B. e Câmara, S. F. (2015). A governança corporativa como um diferencial para o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa no ano de 2012. *Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI*, 2(1), 152-170. <https://doi.org/10.26694/2358.1735.2015.v2ed13579>
- Silveira, A. D. M. (2015). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Elsevier Brasil.
- Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Vilhena, F. A. C. e Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *Revista de Gestão (REGE)*, 22(1), 77-96. <https://doi.org/10.5700/rege55>