

INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE FOLGA FINANCEIRA E DESEMPENHO

LUCAS ANTÔNIO VARGAS

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)

GEOVANNE DIAS DE MOURA

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)

SILVANA DALMUTT KRUGER

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)

MARIA REGINA MARTINAZZO

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecimento especial a CAPES, pois, o presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE FOLGA FINANCEIRA E DESEMPENHO

1 INTRODUÇÃO

No contexto da análise do desempenho das organizações, a folga financeira é denominada como o montante de recursos organizacionais mantidos em capacidade ociosa, ou seja, recursos além daqueles necessários para a manutenção das atividades normais da empresa em seu ciclo operacional (ALTAF; SHAH, 2017). Como por exemplo, a capacidade produtiva não utilizada pela empresa, os estoques de matéria-prima ou produtos acabados, despesas de capital desnecessária, excesso de caixa, aumento nas margens de receitas (NOHRIA; GULATI, 1996; CAMPOS; NAKAMURA, 2013).

A folga, ao mesmo tempo que promove incentivos para a geração de inovações, reduz conflitos entre funcionários e serve como uma área de escape em períodos de turbulências, de modo contrário, também pode ser considerada como forma de desperdício de recursos e pode impactar negativamente nos resultados das companhias (ALTAF; SHAH, 2017). Haja vista que os gestores das empresas podem gastar os recursos excedentes (folga) visando a obtenção de benefícios próprios, aumentando o nível de conflitos de agência e agindo de forma oportunista em detrimento ao capital do principal. Nessa relação, a governança corporativa tem papel fundamental ao mitigar tais conflitos (LEE, 2012).

Desta forma, com a modernização do mercado, constantes mudanças do ambiente e a competitividade cada vez mais acirrada, várias pesquisas (KLAPPER; LOVE, 2004; SAMI; WANG; ZHOU, 2011; SILVA; NARDI; PIMENTA JUNIOR, 2012; ULUM et al., 2014) surgiram com a finalidade de analisar a relação do desempenho com a estrutura e eficácia das práticas de governança corporativa. Visto que as boas práticas de governança são entendidas como mecanismos de redução da assimetria informacional, proteção de capital e proteção de acionistas e investidores (DENIS; MCCONNELL, 2003; LEE, 2012; ALTAF; SHAH, 2017).

Além disso, várias são também as teorias que dão suporte para a discussão da temática folga financeira e desempenho, como por exemplo, a teoria baseada em recursos (PENROSE, 1959), teoria comportamental (CYERT, 1963), teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e a teoria de hierarquia (MYERS, 1984). Nesse sentido, os achados de Barnea e Rubin (2010), Chiu e Sharfman, (2011), Lee (2012), Altaf e Shah (2017), por exemplo, evidenciaram associações negativas entre folga e desempenho, corroborando com a teoria da agência que define a folga financeira como influenciadora dos problemas de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em contrapartida, Bradley et al. (2011), Beuren et al. (2013), Shahzad et al. (2016) e Padilha et al. (2017) encontraram associações positivas entre folga financeira e desempenho das empresas. Nesses casos, em consonância com a teoria baseada em recursos, teoria comportamental e teoria de hierarquia, que apontam a folga como fator benéfico para as empresas, mediante oscilações no ambiente institucional em que estão inseridas.

Todavia, a influência da governança corporativa na relação entre folga financeira e desempenho ainda é uma questão que merece atenção na literatura. Assim, em contraste com demais estudos que analisaram as diversas consequências da folga no desempenho e da governança no desempenho das organizações, surge a seguinte questão de pesquisa que orienta este estudo: qual a influência da governança corporativa na relação entre folga financeira e desempenho das companhias abertas brasileiras? Então, o estudo tem o objetivo de verificar se a governança corporativa exerce influência na relação entre folga financeira e desempenho das companhias abertas brasileiras.

Justifica-se a realização do estudo, ponderando os argumentos de Tan e Peng (2003) e Lee (2012), quanto as teorias da organização e da agência, observando-as como eficientes em contribuir para a discussão da relação entre folga financeira e desempenho, em contraponto o

estudo agrega a relação da governança corporativa, para verificar os aspectos da separação da responsabilidade legal, o funcionamento da empresa e a discricionariedade dos gestores (LEE, 2012).

O estudo, ao adotar variáveis contábeis e de mercado para análise do desempenho, se diferencia de Beuren et al. (2013), Pamplona, Silva e Nakamura (2016) que utilizaram apenas variáveis contábeis. Também se diferencia de Padilha et al. (2017) que utilizou apenas variáveis de mercado. Além disso, Beuren et al. (2013), Pamplona, Silva e Nakamura (2016) e Padilha et al. (2017) não consideraram a governança corporativa como uma variável moderadora na relação entre folga financeira e desempenho. Cabe ressaltar ainda que o número de estudos que analisaram, especificamente, a influência da governança corporativa na relação entre folga financeira e desempenho econômico em empresas brasileiras é reduzido (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014; ALTAF; SHAH, 2017).

Os resultados obtidos mostram que as empresas brasileiras que possuem folga financeira, tendem a ter um melhor desempenho econômico. Além disso, constatou-se que a governança pode mitigar o comportamento oportunista de gestores, reduzindo a possibilidade de uso indevido da folga e, conseqüentemente, contribuindo de forma indireta para aumento do desempenho.

Incrementa-se assim, a discussão da Teoria Comportamental da Firma, ao evidenciar que a governança corporativa, ao contribuir para o monitoramento da gestão interna das companhias, torna a folga financeira benéfica, melhorando o desempenho. Recursos de folga, podem incentivar projetos de inovação, aproximação com novas estratégias e preparação para fortes mudanças econômicas no ambiente institucional que elas estão inseridas (CYERT, 1963).

2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção aborda-se o contexto da governança corporativa, da folga financeira e do desempenho organizacional, bem como as hipóteses de pesquisa, ponderando a relação entre governança, folga e desempenho.

2.1 Governança corporativa e desempenho

A maioria dos estudos empíricos que tratam sobre o tema governança corporativa (GC), demonstram a relação entre os agentes e o principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Considerados como precursores da temática, Berle e Means (1932) já relacionavam a importância da separação de controle e propriedade, a fim de que os conflitos de interesse fossem minimizados.

Os conflitos de agência são entendidos como aqueles em que o agente (gestor) age por interesse próprio, eximindo-se da obrigação de atendimento aos interesses do principal (investidores, acionistas) (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Nesse sentido, a GC torna-se um mecanismo para minimizar os conflitos entre o agente e principal, favorecendo a maximização do desempenho da empresa (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976, TIROLE, 2010).

A GC tem por objetivo direcionar a conduta dos gestores para o atendimento das metas estabelecidas pelos acionistas, relacionando-se diretamente com o sistema de controle interno de gestão da organização (IBGC, 2009). Por meio de um conjunto de práticas aliadas ao conselho de administração, conselho fiscal e auditoria externa, a GC estabelece mecanismos que contribuirão para uma gestão eficaz e eficiente, maximizando, inclusive o valor da empresa (KLAPPER; LOVE, 2004).

Diante deste cenário, a GC tem sido objeto de várias pesquisas que relacionam suas práticas com o desempenho das companhias. As pesquisas de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Black, Jang e Kim (2003), Klapper e Love (2004), Sami, Wang e Zhou (2011) e Ulum et al. (2014), encontraram associações positivas entre o desempenho e a GC. Em contrapartida,

algumas pesquisas encontraram associações negativas, casos de Silva e Leal (2005), Firth, Fung e Rui (2006), Bhagat e Bolton (2008), Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012). O desempenho das companhias segundo Rangel (2008) e Miranda (2012), pode ser medido em diferentes aspectos, tais como: econômico, operacional e baseado no valor de mercado; sendo que os indicadores mais utilizados nas pesquisas tem sido o ROA, ROE e *Market-to-Book* (MTB).

Gompers, Ishii e Metrick (2003) analisaram 1.500 empresas na década de 1990 nos Estados Unidos por meio de um índice de GC composto por 24 regras para mensurar o nível de direitos dos acionistas. Em seus achados, os autores destacaram que as empresas com maiores níveis de governança apresentavam maior valor de mercado, lucro, crescimento de vendas e, conseqüentemente, menores despesas de capital. Sami, Wang e Zhou (2011) analisaram o impacto da GC no desempenho de 1.236 empresas listadas na Bolsa de Valores de Xangai nos anos de 2001 a 2003. Como *proxy* de desempenho utilizaram os indicadores ROA, ROE e Q de Tobin. Os resultados encontrados corroboraram com a teoria da agência que sugere que as empresas com melhores padrões de GC têm melhor desempenho.

Entretanto, a pesquisa de Bhagat e Bolton (2008), sobre a relação da GC com desempenho, estrutura de capital e de propriedade, considerando dados de 1990 a 2004, evidenciou resultados diferentes. Os autores destacaram que empresas com baixo desempenho, tendem a se relacionar positivamente com a rotatividade da gestão e a participação acionária dos membros do conselho de administração.

Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012) analisaram a relação entre GC e o risco e retorno do mercado em uma amostra de 94 empresas brasileiras no período de 2007, após a aderência a níveis diferenciados de GC. Os resultados não indicaram mudanças estatisticamente significativas antes e após a adesão aos níveis diferenciados de GC. Tais resultados evidenciaram que o mercado não percebia a adesão das empresas aos níveis diferenciados como um fator que justificasse maior retorno e melhor desempenho das companhias.

A fim de contribuir para a resolução da questão de pesquisa proposta, ponderando a relevância da análise entre as características da GC e o desempenho das companhias brasileiras, formulou-se a primeira hipótese da pesquisa.

H_1 : Há relação positiva entre governança corporativa e desempenho das empresas.

Então, em consonância com os estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Black, Jang e Kim (2003), Klapper e Love (2004), Sami, Wang e Zhou (2011) e Ulum et al. (2014), espera-se que empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa apresentem desempenho superior.

2.2 Folga financeira e desempenho

O conceito de folga financeira pode ser denominado como o excesso de recursos disponíveis, além daqueles necessários para a execução das atividades normais da companhia (ALTAF; SHAH, 2017). Como exemplos de recursos excedentes para uma organização, tem-se capacidade produtiva não utilizada pela empresa, estoques de matéria-prima ou produtos acabados, despesas de capital desnecessária, excesso de caixa, aumento nas margens e receitas (NOHRIA; GULATI, 1996; CAMPOS; NAKAMURA, 2013).

Nesse contexto, vários estudos têm demonstrado a folga financeira como fator representativo junto as organizações. Serve de suporte para intensificar novas estratégias, criação de novos processos ou de novos produtos, que conduzem a empresa a um novo patamar, em que a inovação se relaciona diretamente com o desempenho da mesma (CYERT, 1963; HAMBRICK; SNOW, 1977; CHENG; KESNER, 1997). Então, espera-se que a folga financeira contribua para a melhoria do desempenho da empresa, na medida em que as mesmas,

consigam gerir seus recursos em consonância com as constantes mudanças na economia (CYERT, 1963).

Sendo assim, na abordagem de folga organizacional, tem-se os conceitos das finanças corporativas que são divididos em liquidez e folga financeira, sendo essa última a mais utilizada em estudos nacionais e internacionais (CAMPOS; NAKAMURA, 2013). Desta forma, vários estudos têm relacionado a folga organizacional em diferentes contextos como Nohria e Gulati (1996), Tan e Peng (2003), Barnea e Rubin (2010), Bradley et al. (2011), Chiu e Sharfman (2011), Lee (2012), Beuren et al. (2013), Kang (2013), Shahzad et al. (2016), Altaf e Shah (2017) e Padilha et al. (2017). Relaciona-se que a liquidez corrobora com a rapidez em que os ativos das companhias se transformam em recursos monetários disponíveis, com o menor desconto possível ao seu valor original, como por exemplo, caixa e equivalentes de caixa, contas a receber e estoques (CAMPOS; NAKAMURA, 2013).

Tan e Peng (2003) investigaram a relação entre folga organizacional e desempenho das empresas na China. Os autores sugerem que a teoria das organizações e a teoria da agência são importantes para investigar a relação entre folga e desempenho. Porém, nenhuma delas oferece uma imagem completa, ou seja, os resultados demonstram associações positivas e negativas nessa relação. Em consonância, Bradley et al. (2011), analisaram empresas suecas no período compreendido entre 1994 a 2002, verificando como os ambientes organizacionais influenciam a relação entre folga financeira e desempenho. Os achados indicaram viés positivo na relação apresentada, em que o excesso de recursos demonstra uma oportunidade para a empresa quando a mesma está inserida em ambientes estáveis, ou seja, mercados com baixo dinamismo. Em contrapartida, a relação entre folga e desempenho se mostrou negativa em ambientes mais dinâmicos e menos munificentes, a medida em que o desempenho diminui com o aumento da folga financeira.

Em contrapartida, Shahzad et al. (2016) versaram sobre o impacto da folga organizacional no desempenho social corporativo de empresas públicas nos Estados Unidos entre 2005 a 2009. Os autores, analisaram a folga por meio de três vertentes, sejam elas, folga de recursos humanos, folga financeira e folga de inovação. Os resultados encontrados, indicam relação negativa entre folga financeira e de inovação com relação ao desempenho. Ressaltaram que o desempenho é negativamente afetado à medida que o excesso de recursos aumenta. No entanto, a folga de recursos humanos apresentou associação positiva com o desempenho social corporativo.

Altaf e Shah (2017) investigaram o impacto das diversas formas de folga sobre o desempenho das empresas no contexto indiano. Os autores analisaram 426 empresas não financeiras num período de cinco anos e suas descobertas revelaram o impacto negativo da folga sobre o desempenho das empresas na Índia, confirmando as expectativas da teoria da agência. Os resultados obtidos demonstraram a realidade de um mercado emergente em que os gestores atuavam para seus próprios interesses em detrimento ao capital de terceiros.

A fim de contribuir para a resolução da questão de pesquisa proposta, investiga-se a associação entre a folga financeira e o desempenho das empresas brasileiras, em contraste com os diversos estudos existentes. Estudos nacionais e internacionais encontraram associações positivas e negativas sobre a temática abordada em diferentes contextos e ambientes institucionais. Todavia, apesar da grande divergência de resultados existentes, em linha com os estudos de Tan e Peng (2003) e Bradley et al. (2011), formulou-se a segunda hipótese da pesquisa:

H_2 : Há relação positiva entre folga financeira e desempenho das empresas brasileiras.

Sendo assim, espera-se que empresas que possuem maior folga financeira apresentem desempenho superior, conforme salientaram autores como Tan e Peng (2003) e Bradley et al. (2011).

2.3 Relação entre governança, folga e desempenho

Em relação as várias teorias existentes, a teoria da agência visualiza os gestores como os agentes que representam os interesses dos acionistas e demais *stakeholders* dentro das organizações. Desta forma, a GC relaciona-se com a folga e o desempenho, na medida em que os papéis do controle e propriedade se confundem. Sendo assim, quanto melhores forem as práticas de governança corporativa, maiores serão os benefícios da folga, pois, ocorrerá a inibição da discricionariedade do gestor que não utilizará recursos de folga financeira em detrimento ao capital de terceiros (JENSEN; MECKLING, 1976; LEE, 2012).

Desta forma, ressalta-se que ao contrário do que a teoria da agência visualiza, a teoria comportamental apregoa que empresas que dispõem de folga financeira e que também possuem gestores monitorados por meio de mecanismos de governança corporativa, terão maiores chances de atingir um desempenho superior. Nesse sentido, a folga financeira se torna benéfica, pois, o gestor, pressionado pela governança, precisará desempenhar papel firme frente as decisões de mercado, em diferentes ambientes institucionais (CYERT, 1963; LEE, 2012).

Nesse contexto, a relação entre folga financeira e desempenho pode ser positiva ou negativa. Isso vai depender do ambiente institucional da empresa, dos fatores sociais, políticos e econômicos do país e, principalmente, como são adotados os sistemas de GC (LEE, 2012). Em empresas com melhores práticas de governança corporativa os problemas de agência tendem a ser menores e o uso da folga pode ser benéfico. Ou seja, pode haver um efeito moderador da GC na relação entre folga financeira e desempenho (LEE, 2012).

A fim de contribuir para a resolução da questão de pesquisa proposta, investiga-se a influência da GC na relação entre folga financeira e desempenho econômico. Desta forma, formulou-se a terceira hipótese da pesquisa:

H₃: A governança corporativa fortalece a relação positiva entre a folga financeira e o desempenho das empresas.

Neste sentido, se espera que a GC fortaleça a relação positiva entre folga e desempenho, vez que a GC é capaz de mitigar os problemas de agência oriundos da folga, melhorando o desempenho das empresas (LEE, 2012).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto, realizou-se pesquisa descritiva, realizada por meio de análise documental e abordagem quantitativa. A população da pesquisa, compreendeu as companhias de capital aberto do Brasil, listadas B3 - Brasil Bolsa Balcão. Inicialmente, em razão das peculiaridades do setor, em cada ano, foram excluídas as companhias que exerciam atividades financeiras. Também, foram excluídas as companhias que não possuíam informações necessárias para o cálculo de todas as variáveis utilizadas na pesquisa, considerando o período de 2011 a 2017. Desta forma, a amostra selecionada totalizou 1.722 observações.

Ressalta-se que o ano de 2010 estabelece o início da plena adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, por isso, ao considerar que o primeiro ano ainda é um período de adaptação às novas regras, optou-se pela não utilização das informações advindas do primeiro ano de adoção obrigatória.

No Constructo, apresentado no Quadro 1, detalham-se as métricas, autores de base e fonte da coleta de dados de cada uma das variáveis do estudo.

Quadro 1- Variáveis de estudo

Variáveis Dependentes	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
<i>Market-to-book</i> (MTB)	$\frac{MTB = \text{Valor de mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Assaf Neto (2014); Padilha et al. (2017);	Banco de dados Economatica®
Retorno sobre Ativos (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Tan e Peng (2003); Lee (2012); Padilha et al. (2017);	Banco de dados Economatica®
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Tan e Peng (2003); Lee (2012); Nascimento et al. (2018);	Banco de dados Economatica®
Variáveis Explicativas	Métrica	Autores de Base	Fonte dos Dados
Folga Financeira (FolgFin)	$\frac{\text{FolgFin} = \text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}}{\text{Passivo Circulante}}$	Tan e Peng (2003); Pamplona; Padilha; Da Silva (2018);	Banco de dados Economatica®
Governança Corporativa (Ind_Gov)	<p>Ind_Gov =</p> <p>Empresa Auditada por big four? Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Possui comitê de auditoria? Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Não dualidade Diretor Presidente e Presidente do Conselho Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Maioria de membros independentes no Conselho Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Listada em nível diferenciado de GC Sim= 1 e Não= 0</p>	Vieira et al. (2011); Lameira (2012); Santana et al. (2015)	Formulários de Referência disponíveis no Website da B3
Ind_GovXFolgfin	Variável moderadora = Ind_Gov X FolgFin		
Variáveis de Controle	Métrica	Autores de Base	Fonte dos Dados
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais da empresa Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais da empresa.	Almeida (2008); Pamplona; Padilha; Da Silva (2018);	Banco de dados Economatica®
Liquidez Corrente (LiqCor)	$LiqCor = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Tan e Peng (2003); Laffranchini e Braun (2014);	Banco de dados Economatica®
Crescimento de Vendas (CV)	$CV = \frac{\text{Vendas}_{t1} - \text{Vendas}_{t0}}{\text{Vendas}_{t0}}$	Campos e Nakamura (2015); Pamplona; Padilha; Da Silva (2018);	Banco de dados Economatica®
Tangibilidade (Tang)	$Tang = \frac{\text{Ativo Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$	Campos e Nakamura (2013); Pamplona; Padilha; Da Silva (2018);	Banco de dados Economatica®
Endividamento (Endiv)	$Endiv = \frac{PC + PNC}{\text{Ativo Total}}$	Cho e Kim (2003); Bastos, Nakamura e Basso (2009);	Banco de dados Economatica®

Fonte: Elaborado pelos autores.

Observa-se no Quadro 1, que as variáveis consideradas como dependentes, utilizadas para mensurar o desempenho das empresas na regressão para dados em painel são o *Market-to-book*, retorno sobre os ativos (ROA) e rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE). As

variáveis independentes são a folga financeira, o índice de GC e a variável moderadora que foi mensurada pela multiplicação do índice de GC pela folga financeira.

A GC foi analisada por meio de um índice, que estabelece percentuais de adoção a boas práticas de governança corporativa. O índice foi composto por um grupo de variáveis *dummies*, que receberam valor 1 quando as práticas investigadas eram adotadas pelas empresas e 0 caso contrário. Ao final, cada empresa poderia obter um total de 100% em atendimento aos cinco critérios utilizados para compor o índice, ou 0% em casos de não possuírem numa das práticas verificadas. As variáveis observadas para compor a proxy de GC, conforme sugerido por Lameira (2012), Vieira et al. (2011) e Santana et al. (2015) foram: 1) empresa auditada por big four; 2) presença de comitê de auditoria; 3) não dualidade no cargo de diretor presidente e presidente do conselho de administração; 4) presença da maioria de membros independentes no conselho de administração; e, 5) listagem em nível diferenciado de GC da B3.

Ressalta-se que os dados referentes a GC foram coletados manualmente para cada empresa e em cada ano, por meio do Formulário de Referência das empresas: na Seção 12.5/6- Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal e na Seção 2.1/2- Identificação e remuneração dos auditores independentes disponíveis no *website* da B3. Para as demais variáveis, utilizou-se a plataforma de dados Economatica®, compreendendo o período de 2011 a 2017.

As variáveis denominadas como variáveis de controle, ou seja, que também podem influenciar no desempenho, consideradas na regressão para dados em painel como independentes foram: tamanho, crescimento de vendas, tangibilidade, liquidez corrente e endividamento total.

Após a coleta de dados, realizou-se inicialmente a análise descritiva das principais variáveis de interesse da pesquisa e, posteriormente, foi utilizada a regressão para dados em painel, para analisar a influência da GC na relação entre folga financeira e desempenho das empresas.

Para verificar a regressão, observou-se os pressupostos intrínsecos ao modelo, por meio dos testes descritos no Quadro 2.

Quadro 2- Testes dos pressupostos do modelo de estimação

Pressupostos	Testes	Modelos de estimação	Testes
Homocedasticidade	Breusch-Pagan	Efeito fixo X <i>POLS</i> *	Chow
Ausência de auto correlação	Wooldridge	Efeitos aleatórios X <i>POLS</i>	LM de Breusch-Pagan
Ausência de multicolinearidade	<i>Variance Impact Factor</i> (VIF)	Efeito fixo X Efeitos aleatórios	Hausman
Distribuição normal dos resíduos	Jarque-Bera	-	-

* Pooled Ordinary Least Square (POLS)

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Fávero (2016).

Realizados os testes e aplicadas as devidas correções, utilizou-se os modelos de regressão para dados em painel com o intuito de atender o objetivo proposto.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Inicialmente apresenta-se a estatística descritiva do retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), *Market-to-book* (MTB), folga financeira (FolGFin) e o índice de governança corporativa (Ind_Gov), conforme exposto na Tabela 1.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis ROA, ROE, Marke-to-book, folga financeira e GC de 2011 a 2017

Ano	N° de Empresas	Variáveis									
		ROA		ROE		MTB		Governança		Folga financeira	
		Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
2011	247	4,48	7,50	5,21	43,08	2,14	6,64	48,58	22,18	1,90	5,55
2012	245	4,00	7,29	8,22	21,43	1,79	2,48	49,80	22,52	1,66	2,05
2013	252	3,22	8,38	2,33	38,85	1,61	1,72	49,60	24,38	2,06	4,23
2014	256	2,62	10,16	5,83	31,39	1,52	2,39	51,48	24,56	1,99	4,55
2015	244	1,83	7,85	1,80	28,89	1,17	1,86	53,11	24,04	1,73	2,60
2016	242	1,46	9,71	0,17	35,62	1,42	2,03	54,30	24,01	1,61	2,09
2017	236	2,96	8,21	5,34	27,28	1,69	2,02	55,08	24,61	1,68	2,84
Totais	1.722	2,94	1,01	4,13	6,82	1,62	1,62	51,71	0,92	1,80	1,26

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 1, que o retorno médio sobre os ativos, oscilou no período compreendido para análise. Quando comparado o ano de 2011, cuja média foi de 4,48, com o ano de 2017, com média de 2,96, nota-se uma redução de 33,93% no índice. Pode-se inferir pelo desvio padrão de 1,01, que a variação existente no ROA entre os anos compreendidos para a análise foi pequena, indicando assim uma similaridade entre as empresas. Nesse sentido, essa similaridade pode ser justificada pela pequena variação do número de empresas analisadas em cada ano.

Verifica-se ainda, que a variável que capta a rentabilidade sobre o retorno do patrimônio líquido (ROE), também apresentou oscilações no período de análise, porém, houve aumento de 2,5% no retorno médio deste indicador, quando comparado o ano de 2011 que possuía média de 5,21, com o ano de 2017, cuja média foi de 5,34.

De modo geral, o ROA e ROE, traçam um panorama da rentabilidade das empresas. Pode-se afirmar, que os mesmos exercem influência nas decisões gerenciais, Silva e Moraes (2006) indicam que níveis elevados de rentabilidade ocasionam menores índices de substituição do *Chief Executive Officer* (CEO), mantendo assim, uma adequada estrutura de governança que contribui na melhora do desempenho empresarial.

Ao contrário do ROA e ROE que são considerados indicadores contábeis e analisam a rentabilidade das empresas, o MTB é considerado um indicador de mercado. Na Tabela 1, observa-se que a variável MTB apresenta redução média de 21,03% quando se compara o ano de 2011 cuja média foi de 2,14, com o ano de 2017 com média de 1,69. Essa redução no valor médio de mercado das empresas analisadas, pode ser justificada pelo contexto da crise financeira que tem prejudicado vários países desde 2010, inclusive o Brasil.

Em relação ao indicador de GC, pode-se observar que o ano de 2011 apresentou o menor desvio padrão do período analisado, com 22,18. Quando se compara 2011 a 2017, percebe-se um aumento de 13,38% no índice médio de GC das empresas analisadas. Nesta pesquisa, o valor médio do indicador de GC encontrado foi de 51,71%, superior aos resultados de Catapan, Colauto e Barros (2013), com amostra de empresas brasileiras entre 2008 e 2010 e que obtiveram média de GC de 44%. Também superior ao identificado por Catapan e Colauto (2014), que encontraram média de 44,2% no atendimento as práticas de GC pelas empresas brasileiras no período de 2010 a 2012. Os resultados permitem inferir que as empresas tem melhorado a adoção a boas práticas de GC.

Contudo, observa-se na Tabela 1, que a média geral de folga financeira ficou em 1,80, porém, ressalta-se que houve uma redução no indicador de 1,90% em 2011, para 1,68% em 2017, o que significa que as companhias abertas brasileiras, estão operacionalizando seus negócios com menor folga financeira. Nesse sentido, houve redução de 48,83% no desvio

padrão quando comparado 2011 a 2017, o que estabelece menor diferença na folga financeira entre as empresas nesse período.

A Tabela 2, mostra a influência direta da folga financeira e da GC no ROA das empresas, bem como o efeito moderador da GC na relação entre folga financeira e O ROA das empresas.

Tabela 2 - Coeficientes da regressão do efeito moderador da governança corporativa na relação entre folga financeira e ROA no período de 2011 a 2017

Variáveis independentes	Variável dependente: ROA			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
(Constante)	10,707*	9,521*	9,778*	9,209*
Folgfin	0,828**			1,366*
Ind_Gov		0,011		
Ind_GovxFolgfin			0,006*	0,006*
Tam	0,308	0,310	0,294	
CV	-0,005*	-0,005*	-0,005*	-0,005*
LiqCor	-1,114*	-0,290*	-0,461*	-1,925*
Tang	-0,033*	-0,031*	-0,030*	-0,018*
Endiv	-13,727*	-13,187*	-12,818*	-10,348*
Nº de observações	1722	1722	1722	1722
Estatística F	26,19	25,65	25,22	21,50
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R ² ajustado	0,13	0,13	0,14	0,15
Rho	0,14	0,15	0,15	0,16
Estatística Durbin- Watson Ajustada	1,95	1,95	1,95	1,95

**significância a nível de 10% *significância a nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados, na Tabela 2, indicam que a GC se associa positivamente com o desempenho das empresas, porém, o coeficiente não é estatisticamente significativo. Em razão da falta de significância, não é possível afirmar que a governança corporativa influencia para aumento do ROA das companhias da amostra.

Quanto a variável folga financeira, observa-se que a mesma possui relação positiva e estatisticamente significativa com o ROA das empresas, ou seja, quanto maior a folga financeira, melhor será o ROA das empresas. Desta forma, os resultados corroboram os achados de Bradley et al. (2011), Lee (2012) e Beuren et al. (2014) que também encontraram associações positivas entre folga e desempenho.

Em relação a variável moderadora, os coeficientes foram positivos e significativos, indicando que a governança corporativa fortalece a relação positiva entre a folga financeira e o ROA. De acordo com Lee (2012), sugere-se que a GC está conseguindo mitigar os conflitos de agência nas empresas brasileiras, inibindo os gestores a utilizarem a folga para benefícios privados. A GC é mais evidente e importante para empresas com níveis elevados de folga financeira, pois, a mesma pode oferecer segurança contra incertezas futuras.

Para as companhias, os ativos líquidos representam parte significativa da riqueza corporativa total. Desta forma, recursos financeiros não comprometidos com usos específicos aumentam os ativos de caixas (BATES; KAHLE; STULZ, 2009; LEE, 2012). Ressalta-se que as variáveis de controle, tangibilidade, liquidez corrente, endividamento e crescimento de vendas, indicaram relação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho da empresa.

Na Tabela 3, apresentam-se os coeficientes das regressões que permitem verificar a influência da folga financeira e da GC no ROE das empresas, bem como o efeito moderador da GC na relação entre folga financeira e ROE.

Tabela 3 - Coeficientes da regressão do efeito moderador da GC na relação entre folga financeira e ROE no período de 2011 a 2017

Variáveis independentes	Variável dependente: ROE			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
(Constante)	4,522	1,813	1,708	28,040*
Folgfin	2,061**			2,717*
Ind_Gov		0,051		
Ind_Gov x Folgfin			0,012**	0,015*
Tam	3,817*	3,577*	3,922*	
CV	-0,008**	-0,008	-0,009**	-0,009**
LiqCor	-2,618*	-0,559*	-0,878*	-3,703*
Tang	-0,076*	-0,069*	-0,070*	-0,074*
Endiv	-36382*	-34,840*	-34,482*	-34,436*
Nº de observações	1722	1722	1722	1722
Estatística F	7,38	6,98	7,77	7,40
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R² ajustado	0,05	0,05	0,05	0,05
Rho	0,20	0,21	0,20	0,20
Estatística Durbin- Watson Ajustada	1,97	1,97	1,97	1,97

**significância a nível de 10% *significância a nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 3, que dentre as principais variáveis utilizadas na regressão, outra vez, apenas a variável que mensura a GC não se apresentou estatisticamente significativa, apesar do coeficiente positivo. Este achado, assim como em relação ao ROA, não permite afirmar que a governança corporativa influencia para aumento do ROE das companhias da amostra

Quanto a variável folga financeira, observa-se que a mesma possui relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho das empresas, ou seja, quanto maior folga financeira, melhor será o ROE das empresas. Os achados em relação ao ROE, também corroboram os de Bromeley (1991), Greenley e Oktemgil (1998) e Padilha et al. (2017) que encontraram associações positivas entre folga e desempenho, ou seja, quanto maior a folga financeira, melhor era o desempenho das empresas.

Por meio da folga financeira, as empresas podem obter maior flexibilidade quando na realização de investimentos que estabelecem vantagens competitivas frente a seus concorrentes, principalmente em períodos de crise econômica atuando como amortecedor contra tais condições. Nesse contexto, a empresa não necessitará de recursos externos para financiamento de suas atividades, inalterando os custos das atividades gerais das empresas, mantendo e elevando seu desempenho (BROMELEY, 1991; GREENLEY; OKTEMGIL, 1998; LATHAM; BRAUN, 2008; PADILHA et al., 2017).

Em relação a variável moderadora, os coeficientes foram positivos e significativos, e da mesma forma que ocorreu em relação ao ROA, indicam que a governança corporativa também fortalece a relação positiva entre a folga financeira e o ROE. Em sua maioria, o uso de folga financeira está ligado ao critério de uso dos recursos por parte dos gestores, centralizando uma questão de conflito entre agentes e principal. Portanto, qualquer discussão sobre a eficiência e eficácia dos mecanismos da GC para monitorar os gestores, devem levar em conta esse tema (HARFORD; MANSI; MAXWELL, 2008; LEE, 2012).

As variáveis de controle, tangibilidade, liquidez corrente, endividamento e crescimento de vendas, indicaram relação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho das empresas medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido.

Na Tabela 4, apresentam-se os coeficientes das regressões que permitem analisar a influência direta da folga financeira e da GC no MTB das empresas, bem como o efeito moderador da GC na relação entre folga financeira e MTB.

Tabela 4 - Coeficientes da regressão do efeito moderador da GC na relação entre folga financeira e MTB no período de 2011 a 2017

Variáveis independentes	Variável dependente: MTB			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
(Constante)	0,005	2,279*	2,383*	2,498*
Folgfin	0,031*			0,064
Ind_Gov		0,013*		0,009
Ind_Gov x Folgfin			0,003*	0,002*
Tam		-0,407*	-0,343**	-0,428*
CV	0,000	-0,000	-0,000	-0,000
LiqCor	0,196*	0,046*	-0,048*	-0,079
Tang	-0,002	-0,003	-0,003	-0,003
Endiv	2,509*	2,265*	2,413*	2,373*
Nº de observações	1722	1722	1722	1722
Estatística F	7,92	10,80	8,60	9,45
Prob>F	0,00	0,00	0,00	0,00
R² ajustado	0,028	0,034	0,034	0,036
Rho	0,36	0,36	0,36	0,36
Estatística Durbin- Watson Ajustada	2,00	2,00	2,00	2,00

**significância ao nível de 10% * significância ao nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 4, que em relação ao MTB, a variável que mensura a GC apresentou-se estatisticamente significativa e com coeficiente positivo. Este resultado permite afirmar que a governança corporativa influencia para aumento do valor de mercado das companhias da amostra. Nesse sentido, os resultados corroboram com os achados de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Black, Jang e Kim (2003), Klapper e Love (2004), Sami, Wang e Zhou (2011) e Ulum et al. (2014), que também encontraram associações positivas entre a GC e desempenho das empresas. Pode-se afirmar desta forma, que quanto maiores os níveis de governança, maior será o valor de mercado das empresas. Tendo em vista os mecanismos de governança adotados pelas empresas para transparência informacional, proteção aos acionistas e investidores, significa que surtem efeito no meio corporativo.

Todavia, ao considerar os coeficientes da variável governança corporativa, tanto em relação ao ROA, quanto ao ROE e MTB, verifica-se que foi significativa apenas no modelo 2 de MTB. Sendo assim, rejeita-se a H_1 de que há relação positiva entre governança corporativa e o desempenho das empresas.

Em relação a variável folga financeira, percebe-se que a mesma se mostrou positiva e estatisticamente significativa em ambos os modelos, indicando que a folga influencia para aumento do MTB. Desta forma, os resultados corroboram com os achados de Bradley et al. (2011) e Beuren et al. (2014) que encontraram associações positivas entre folga e desempenho de mercado (*Market-to-book*). Então, ao considerar os coeficientes da variável folga financeira, tanto em relação ao ROA, quanto ao ROE e MTB não foi possível rejeitar a H_2 de que há relação positiva entre folga financeira e desempenho das empresas brasileiras.

Por fim, no tocante a variável moderadora, os coeficientes foram positivos e significativos, e da mesma forma que ocorreu em relação ao ROA e ao ROE, indicam que a governança corporativa também fortalece a relação positiva entre a folga financeira e MTB. Os resultados estão alinhados aos argumentos de Lee (2012) de que a GC é capaz de mitigar os problemas de agência oriundos da folga, melhorando o desempenho das empresas. Logo, não foi possível rejeitar a H_3 de que a governança corporativa fortalece a relação positiva entre a folga financeira e o desempenho das empresas.

Em relação as variáveis de controle, observa-se que dentre as variáveis utilizadas, apenas a tangibilidade e o crescimento de vendas, que apresentaram relação negativa com a variável de valor de mercado, não se apresentaram estatisticamente significativas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo foi verificar a influência da governança corporativa na relação entre folga financeira e desempenho, por meio da análise das companhias abertas do Brasil, no período de 2011 a 2017. Como *proxy* de desempenho adotou-se o retorno sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio líquido e o *Market-to-book*, a GC foi analisada por meio de um índice de acordo com a adoção de boas práticas de GC e a folga financeira pela razão entre ativo circulante e passivo circulante.

De acordo com os resultados, em relação ao retorno sobre os ativos, verificou-se uma redução no índice médio de 33,93% de 2011 para 2017. Em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido, observou-se um aumento de 2,5% na média do indicador de 2011 para 2017. Nesse sentido, os resultados indicam que de modo geral, o ROA e ROE, evidenciam um panorama da rentabilidade das empresas, níveis elevados de rentabilidade ocasionam menores índices de substituição do *Chief Executive Officer* (CEO), mantendo assim, uma adequada estrutura de governança que contribui na melhora do desempenho empresarial. Quando observados os resultados do *Market-to-book*, percebe-se uma redução no índice médio de 21,03% no valor de mercado das empresas, justificado pelo período de instabilidade econômica, que se reflete no desempenho econômico-financeiro.

Em relação a influência da governança e da folga no desempenho, constatou-se que a variável que mensura a GC, apresentou-se estatisticamente significativa, apenas quando relacionada com o valor de mercados das empresas, porém não apresentou significância quando relacionada com o retorno sobre os ativos e com o retorno sobre o patrimônio líquido. Sendo assim, rejeitou-se a H_1 de que há relação positiva entre governança corporativa e o desempenho das empresas.

No que tange a folga financeira, verificou-se influência positiva e estatisticamente significativa para aumento do ROA, ROE e MTB. Desta forma, os resultados corroboram com os achados de Bradley et al. (2011) e Beuren et al. (2014). Então, não foi possível rejeitar a H_2 de que há relação positiva entre folga financeira e desempenho das empresas brasileiras.

Por fim, os resultados revelaram que GC fortalece a relação positiva entre a folga financeira e o desempenho. Este achado encontra-se alinhado aos argumentos de Lee (2012) de que a GC é capaz de mitigar os problemas de agência oriundos da folga e, por consequência, melhorando o desempenho das empresas. Logo, não foi possível rejeitar a H_3 de que a governança corporativa fortalece a relação positiva entre a folga financeira e o desempenho das empresas.

Por tanto, é possível concluir, a partir dos resultados na amostra investigada, que a GC não influencia de forma direta no desempenho contábil, todavia, é valorizada pelos investidores, fato que se reflete em influência positiva no valor de mercado das empresas. Além disso, constatou-se que a governança pode mitigar o comportamento oportunista de gestores, reduzindo a possibilidade de uso indevido da folga e, conseqüentemente, contribuindo de forma indireta para aumento do desempenho.

Como limitação de pesquisa, pode-se citar a indisponibilidade de variáveis para todas as empresas no período analisado, reduzindo a quantidade de observações para análise. Portanto, dada a relevância da temática e de suas consequências, verifica-se a necessidade de expansão das discussões nessa área. Para futuros trabalhos, sugere-se incrementar as discussões com a ampliação do período abordado, bem como a utilização de outras variáveis que capturem a folga financeira e as práticas de GC.

REFERÊNCIAS

ALTAF, N.; SHAH, F. Slack heterogeneity and firm performance: Investigating the relationship in Indian context. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 390-403, dez. 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.059>.

ASSAF NETO, A. *Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, v. 20, 2014.

BARNEA, A.; RUBIN, A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. **Journal of business ethics**, v. 97, n. 1, p. 71-86, nov. 2010. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, dez. 2009. DOI: <https://doi.org/10.1590/s1678-69712009000600005>.

BATES, T. W.; KAHLE, K. M.; STULZ, R. M. Why do US firms hold so much more cash than they used to?. **The journal of finance**, v. 64, n. 5, p. 1985-2021, out. 2009. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New Brunswick. **NJ: Transaction**, 1932.

BEUREN, I. M.; STAROSKY FILHO, L.; KRESPI, N. T. Folga organizacional versus desempenho financeiro. Um estudo nas empresas da BM & FBovespa. **Contaduría y administración**, v. 59, n. 2, p. 145-177, abr. 2014. DOI: [https://doi.org/10.1016/s0186-1042\(14\)71258-6](https://doi.org/10.1016/s0186-1042(14)71258-6).

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of corporate finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BLACK, B. S.; TANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. **Journal of Law Economics and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, fev. 2006. DOI: [10.1093/jleo/ewj018](https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018).

BRADLEY, S. W.; SHEPHERD, D. A.; WIKLUND, J. The importance of slack for new organizations facing 'tough' environments. **Journal of Management Studies**, v. 48, n. 5, p. 1071-1097, jul. 2011. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00906.x>.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. spe, p. 20-37, maio 2015. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>.

CAMPOS, A.; NAKAMURA, W. T. Folga financeira avaliada como endividamento relativo e estrutura de capital. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. spe, p. 1-19, maio 2013. DOI: [10.1590/1982-7849rac20151789](https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789).

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. 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**, v. 59, n. 3, p. 137-164, out. 2014. DOI: [https://doi.org/10.1016/s0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/s0186-1042(14)71268-9).

CHENG, J. LC; KESNER, I. F. Organizational slack and response to environmental shifts: The impact of resource allocation patterns. **Journal of management**, v. 23, n. 1, p. 1-18, 1997. DOI: [https://doi.org/10.1016/s0149-2063\(97\)90003-9](https://doi.org/10.1016/s0149-2063(97)90003-9).

CHIU, S. C.; SHARFMAN, M. Legitimacy, visibility, and the antecedents of corporate social performance: An investigation of the instrumental perspective. **Journal of Management**, v. 37, n. 6, p. 1558-1585, nov. 2011. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206309347958>.

CYERT, R. M.; MARCH, J. G. A behavioral theory of the firm. **Englewood Cliffs, NJ**, v. 2, n. 4, p. 169-187, 1963.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. **Journal of financial and quantitative analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, mar. 2003. DOI: <https://doi.org/10.2307/4126762>.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®**. Elsevier Brasil, 2016.

FIRTH, M.; FUNG, P. MY; RUI, O. M. Firm performance, governance structure, and top management turnover in a transitional economy. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 6, p. 1289-1330, set. 2006. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00621.x>.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **The quarterly journal of economics**, v. 118, n. 1, p. 107-156, fev. 2003. DOI: <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>.

GREENLEY, G. E.; OKTEMGIL, M. A comparison of slack resources in high and low performing British companies. **Journal of management Studies**, v. 35, n. 3, p. 377-398, maio. 1998. DOI:

HAMBRICK, D. C.; SNOW, C. C. A contextual model of strategic decision making in organizations. In: **Academy of management proceedings**. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management, ago. 1977. p. 109-112. DOI: <https://doi.org/10.5465/ambpp.1977.4977040>.

HARFORD, J.; MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F. Corporate governance and firm cash holdings in the US. **Journal of financial economics**, v. 87, n. 3, p. 535-555, mar. 2008. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA- IBGC. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x).

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, Hoboken, v. 10, n. 5, p. 703-728, nov. 2004. DOI: [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(03)00046-4).

LAMEIRA, V. D. J. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.

LATHAM, S. F.; BRAUN, M. R. The performance implications of financial slack during economic recession and recovery: observations from the software industry (2001-2003). **Journal of Managerial Issues**, v. 20, n. 1, p. 30-50, 2008.

LEE, S. Corporate Governance, Financial Slack and Firm Performance: A Comparative Study between US and UK. **Seoul Journal of Business**, v. 18, n. 1, p. 3, jun. 2012. DOI: <https://doi.org/10.35152/snusjb.2012.18.1.001>.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. S.; BORTOLON, P. M. 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**, v. 11, n. 1, p. 166-185, abr. 2018. DOI: <https://doi.org/10.14392/asaa.2018110109>.

NOHRIA, N.; GULATI, R. Is slack good or bad for innovation?. **Academy of management Journal**, v. 39, n. 5, p. 1245-1264, out. 1996. DOI: <https://doi.org/10.5465/256998>.

PADILHA, D. F.; DA SILVA, A.; SILVA, T. P. D.; GONÇALVES, M. Folga financeira e desempenho de mercado: uma análise em empresas do Brasil e da Itália. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 2, p. 276-292, ago. 2017. DOI: https://doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n2a6.

PAMPLONA, E.; PADILHA, D. F.; SILVA, T. P. D. Influência da folga financeira na estrutura de capital em empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 35, p. 88-107, jun. 2018. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n35p88>.

PENROSE, E. **The theory of the growth of the firm**. John Wiley & Sons, New York, 1959.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SANTOS, E. S.; PONTE, V. M. R.; MAPURUNGA, P. V. R. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns

fatores explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 65, p. 161-176, ago. 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/s1519-70772014000200006>.

SAMI, H.; WANG, J.; ZHOU, H. Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 20, n. 2, p. 106-114, jan. 2011. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2011.06.005>.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, W. D.; MORAES, W. F. A. D. Punidos por baixo desempenho: impactos da governança corporativa sobre o turnover de executivos no Brasil. **Organizações & Sociedade**, v. 13, n. 36, p. 125-143, mar. 2006. DOI: <https://doi.org/10.1590/s1984-92302006000100007>.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JUNIOR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 222-242, ago. 2012. DOI: <https://doi.org/10.5902/198346592599>.

SHAHZAD, A. M.; MOUSA, F. T.; SHARFMAN, M. P. The implications of slack heterogeneity for the slack-resources and corporate social performance relationship. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 12, p. 5964-5971, dez. 2016. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.05.010>.

TAN, J.; PENG, M. W. Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy. **Strategic management journal**, v. 24, n. 13, p. 1249-1263, dez. 2003. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.351>.

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton University Press, 2010.

ULUM, Z. K. A. B.; WAFI, S. A. W. S. K.; KARIM, M. R. A.; JAMAL, A. A. A. Corporate governance practices of insurance companies: attributes and accountability. **IUP Journal of Corporate Governance**, v. 13, n. 1, p. 47-57, 2014.