

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RENTABILIDADE DOS PLANOS DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

RENATA MENDES DE OLIVEIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC)

ILSE MARIA BEUREN

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC)

ERNESTO FERNANDO RODRIGUES VICENTE

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC)

Agradecimento à órgão de fomento:

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RENTABILIDADE DOS PLANOS DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

Resumo

Este estudo analisa a relação entre práticas de governança corporativa (acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão) e o desempenho, aferido pela rentabilidade dos planos, de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC). Para uma amostra de 76 EFPC classificadas entre as 89 entidades de financiamento público os dados foram coletados nos Relatórios Anuais de Informação (RAI), estatutos e informações dos *websites* das entidades e no demonstrativo estatístico publicado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar do exercício de 2017. Para testar a hipótese da pesquisa aplicou-se o método de Regressão Linear Múltipla. Os resultados evidenciaram que a rentabilidade possui relação positiva e significativa com a variável que indica adoção de práticas de governança corporativa. Como os valores de significância e explicação do modelo mostraram-se frágeis diante dos padrões da área, instiga-se investigar se isso pode decorrer do nível de divulgação das práticas de governança analisadas ou mesmo do *checklist* de práticas de governança utilizado.

Palavras-chave: Governança corporativa; Rentabilidade; Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

1 INTRODUÇÃO

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também conhecidas como fundos de pensão, possuem como finalidade principal proporcionar uma reserva financeira que gerará no futuro uma aposentadoria, com o intuito de sustentar a mesma condição socioeconômica ao colaborador de quando estava em aptidão produtiva (Coelho & Camargos, 2012). Como os futuros e atuais pensionistas são proprietários passivos do patrimônio das EFPC, é importante a adoção de práticas de governança corporativa para a redução de prováveis conflitos de agência (Teixeira, 2015).

Pesquisas, como de Azeez (2015), buscam discutir a importância sobre o alinhamento de interesse de agentes empresariais e a adesão às boas práticas de governança corporativa, que acaba por levar a um menor conflito de agência entre proprietários e gerentes e, conseqüentemente, possibilita um melhor desempenho da empresa. Argumenta-se, no entanto, que as boas práticas de governança devem ir além da regulamentação vigente em um país, abrangendo divulgações de entidades nacionais e internacionais, além dos reguladores e supervisores do setor (Falcão & Alves, 2018).

Em âmbito internacional, algumas pesquisas foram desenvolvidas considerando aspectos de governança no contexto das entidades de fundos de pensão, destacando a análise da relação entre agentes e principais (Besley & Prat, 2003; Drew e Stanford, 2003), gestão de fundos de benefícios afetada pela dualidade de papéis em funções de conselho e diretoria (Cocco & Volpin, 2007), impacto dos determinantes dos custos administrativos dos fundos de pensão (Bikker & Dreu, 2009), nível de adoção de práticas de governança (Benson, Hutchinson & Sriram, 2011; Tan & Cam, 2013).

No contexto brasileiro, as pesquisas que abordaram sobre governança corporativa no âmbito das EFPC, estavam direcionadas para identificar práticas de governança considerando determinações da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), a exemplo dos estudos de Lima, Oliveira, Ponte e Rebouças (2015) e Falcão e Alves (2018). Outros estudos tiveram como objeto a análise de EFPC, com foco em aspectos como percepção de profissionais no que tange as normas contábeis aplicadas às entidades (Pereira & Niyama, 2016) ou ainda a avaliação de eficiência financeira (Diniz & Corrar, 2017).

Face ao exposto, pondera-se que boas práticas de governança corporativa acabam por influenciar em diferentes aspectos da organização, mas se destaca como lacuna de pesquisa os resultados muitas vezes conflitantes dos estudos quanto aos seus efeitos nos resultados destas entidades. Assim, o objetivo da presente pesquisa é analisar a relação entre práticas de governança (acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão) e o desempenho de EFPC, aferido pela rentabilidade dos planos.

Esta pesquisa pode contribuir com a literatura existente sobre governança corporativa e suas diferentes implicações em EFPC/fundos de pensão, considerando os resultados nem sempre convergentes dos estudos prévios e o fato de não haver tantos trabalhos que versam sobre esta temática (Ammann & Zing, 2010; Kowalewski, 2012), em especial quando se considera a questão do impacto de boas práticas de governança no contexto das referidas entidades em relação à sua rentabilidade.

Destaca-se que esta pesquisa pode contribuir para a prática organizacional tendo em vista a relevância da governança corporativa para o cotidiano destas organizações e dos seus órgãos reguladores. Para a prática das organizações contribui ao permitir que consiga observar a aderência aos princípios éticos relacionados aos negócios (Guo & Kumara, 2012), além de ser crucial para a construção da confiança perante o mercado, o que acaba por atrair investidores (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017). Os órgãos reguladores destas entidades podem fazer uso dos resultados das pesquisas com vistas em assegurar a continuidade das mesmas.

Ao considerar o contexto de entidades de previdência complementar, no caso, verificar práticas de governança corporativa e suas interações com o desempenho, reforça-se a questão social da confiança, em especial pelo fato de tais entidades serem responsáveis pela administração de recursos de terceiros (Lopes, Kataoka, Ribeiro Filho & Pederneiras, 2010). Além disso, boas práticas de governança podem auxiliar no impedimento do uso abusivo de ativos (Souto & Musalem, 2012), de modo a comprometer o cumprimento de obrigações presentes e futuras com os pensionistas.

2 REVISÃO DA LITERATURA E FUNDAMENTAÇÃO DA HIPÓTESE

2.1 Governança corporativa em Entidades Fechadas de Previdência Complementar

De acordo com o Ministério da Previdência Social, no Brasil a previdência compreende três categorias: Regime Geral da Previdência Social (RGPS), inclui todos os indivíduos que contribuem para o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS); Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), atende aos servidores públicos ocupantes de cargos efetivos; e Previdência Complementar, operada pelas entidades de previdência complementar, que podem ser abertas ou fechadas.

Silva (2009) destaca que qualquer cidadão tem acesso a alguma Entidade Aberta de Previdência Complementar (empresa específica ou seguradora), a qual oferece planos de benefícios capazes de gerar renda após um período de contribuição. Já as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) são entidades sem fins lucrativos, acessíveis somente aos funcionários de uma empresa, grupos de empresas ou servidores públicos (federais, estaduais, municipais e do Distrito Federal), denominados patrocinadores, que constituem as reservas que possibilitarão a concessão de benefícios de aposentadoria, pensões, entre outros.

No ano de 2002, a *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) publicou um documento intitulado *Guidelines for Pension Fund Governance*, que apresenta diretrizes sobre aspectos como estrutura e mecanismos para práticas de governança a serem adotadas pelos fundos de pensão. Em 2009, o documento foi revisado e novamente publicado. Dentre os aspectos abordados, destacam-se a identificação de responsabilidades, adequação, corpo de governança, *accountability*, controles internos, relatórios e *disclosure*.

No Brasil, a governança em EFPC começou a ser discutida, de modo mais direcionado, a partir da publicação pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) da

Resolução nº 13 de 01/10/2004, que pontuou sobre princípios, regras e práticas de governança que deveriam ser seguidos. O estabelecimento de tais direcionamentos objetivava aumentar a credibilidade das instituições e proteger os interesses dos envolvidos. O §1º do Art. 1º da Resolução institui que a entidade precisa se atentar aos padrões de segurança econômico-financeira e atuarial, objetivando preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e da própria EFPC, no conjunto de suas atividades. A Resolução promulga que é de competência da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e demais órgãos de governança, o desenvolvimento de uma cultura interna que ressalte a importância dos controles internos a todos os níveis hierárquicos.

O controle interno e a busca pela clareza e transparência nas demonstrações contábeis dos fundos de pensão são justificados, de acordo com Lopes *et al.* (2010, p. 156), pelo fato de que as fontes primordiais de recursos dessas entidades estão vinculadas aos “conceitos de cidadania e responsabilidade social, nem sempre constantes e previsíveis”. E argumentam ainda que, conforme Araújo (2005), isso “determina a necessidade de se encontrarem formas de gerenciamento que as façam manter seus serviços e, assim, garantir a continuidade”.

Na busca por maior transparência, o CGPC publicou a Resolução nº 23, de 06/12/2006, que dispõe, dentre outros aspectos, sobre procedimentos a serem observados pelas EFPC na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram. Nesse sentido, a Resolução estabelece que as entidades devem divulgar um relatório anual que contenha no mínimo informações relativas às demonstrações contábeis consolidadas, política de investimentos, parecer atuarial do plano de benefícios, despesas do plano de benefícios, alterações de Estatuto e Regulamento ocorridas no ano do relatório e outros documentos previstos em ato da PREVIC.

No entanto, Falcão e Alves (2017) destacam que normas legais não são suficientes para proteger de fato os participantes de conflitos de interesses que podem eventualmente acontecer entre patrocinadores, mutuários e gestores dos fundos. As práticas podem ser divulgadas por entidades internacionais e nacionais e por reguladores do setor, como a PREVIC que difunde recomendações sobre governança corporativa em EFPC e supervisiona os fundos de pensão, por intermédio de um guia elaborado em 2012 (Falcão & Alves, 2017).

Em consonância com os itens 11 e 12 do guia de governança da PREVIC, as boas práticas são convertidas em princípios e recomendações, o que permite a harmonização dos interesses dos agentes envolvidos, ou seja, participantes, patrocinadores e dirigentes de EFPC, buscando preservar o direito dos participantes e execução do contrato previdenciário. O guia ainda reforça o exposto pela Resolução nº 13 de 01/10/2004 do CGPC, ao estabelecer sobre a necessidade de transparência e divulgação de informações.

2.2 Reflexos da governança corporativa no desempenho organizacional

Diferentes pesquisas em governança corporativa possuem sua fundamentação teórica suportada pela Teoria da Agência, que aborda sobre questões de conflitos de interesses entre administração e proprietários em decorrência da separação de propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976). Esta Teoria indica que boas práticas de governança da organização acabam por proporcionar melhor desempenho e maior valorização da organização em decorrência dos menores custos de agência.

A governança corporativa e seu impacto no desempenho organizacional é uma área que é de debate recorrente na literatura, tanto em trabalhos internacionais quanto nacionais. Ao observar o contexto chinês, Sami, Wang e Zhou (2011) demonstraram a existência de correlação positiva e significativa da medida de governança corporativa no desempenho de organizacional. Ulum, Wafa, Karim & Jamal (2014) também evidenciaram que a eficácia do sistema de governança corporativa é fundamental para melhorar o desempenho organizacional, quando da análise do contexto de seguradoras do *Labuan International Business and Financial*

Center.

Após controlar as variáveis tamanho da empresa, crescimento, pagamento de dividendos, idade e alavancagem, Tariq e Abbas (2013) encontraram evidências da existência de impacto positivo e significativo da conformidade no desempenho, aferido pelo Retorno sobre Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE), em organizações paquistanesas. Também utilizando como medidas de desempenho os indicadores ROA e ROE, Rose (2016) evidenciou relação significativa e positiva entre o desempenho e a conformidade com a governança corporativa no contexto das organizações dinamarquesas.

Pillai e Al-Malkawi (2018) desenvolveram uma pesquisa na qual os resultados mostraram que variáveis de governança, como participações do governo, tipo de auditoria, tamanho do conselho, responsabilidade social corporativa e alavancagem, afetam significativamente o desempenho organizacional na maioria dos países que compõem a fraternidade investidora no Conselho de Cooperação do Golfo. Nesse caso, o desempenho foi evidenciado pelo ROA e *Q de Tobin*.

Considerando o contexto de organizações do setor elétrico brasileiro, Almeida, Klotzle e Pinto (2013) desenvolveram uma pesquisa com propósito semelhante. Mediante os resultados foi possível comprovar a existência de relação positiva e significativa entre a composição do conselho da administração (governança) e o desempenho organizacional (ROA, ROE e *Q de Tobin*).

Catapan e Colauto (2014) concluíram pela relação entre índice de governança corporativa e desempenho, considerando o ROA e o *Q de Tobin*, de empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010-2012. Pereira e Martins (2015) também consideraram o desempenho pelo ROA e *Q de Tobin*, e encontraram evidências de que melhores níveis de governança influenciam de maneira positiva no desempenho de empresas (não financeiras) listadas na B3 durante um período de crise financeira.

Nascimento, Angotti, Macedo e Bortolon (2018) formularam hipóteses sobre a relação entre governança corporativa, risco e endividamento e seus impactos no desempenho financeiro e no valor de organizações listadas na B3. Os resultados sustentaram a hipótese que previa relação positiva entre o nível de governança corporativa e o desempenho financeiro, mensurado pelos indicadores *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) sobre a Receita, Fluxo de Caixa Operacional (FCO) ponderado pelo Ativo Total, Giro dos Ativos, ROE e ROA (apenas para análise de redundância).

Com base na revisão da literatura e em estudos teórico-empíricos anteriores formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: A adoção de práticas de governança corporativa possui relação positiva e significativa com o desempenho organizacional.

Para determinar a adoção de práticas de governança corporativa foram consideradas as três práticas propostas no estudo de Lima *et al.* (2015), a saber: acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão. Por sua vez, o desempenho das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) foi aferido pela rentabilidade dos planos. Para testar o modelo teórico, foi adotado o método de Regressão Linear Múltipla.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Seleção da população e amostra

As EFPC em funcionamento no Brasil perfazem um total de 306 entidades, das quais 196 são de patrocínio privado, 89 de patrocínio público (37 federais, 50 estaduais e 2 municipais) e 21 de patrocínio instituidor, conforme disposto pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC, 2018). Em decorrência da grande quantidade de empresas listadas, optou-se por fazer um recorte dessa população de forma intencional e não

probabilística, analisando-se as entidades de patrocínio público.

Das 89 EFPC, seis foram desconsideradas por estarem em processo de liquidação, uma por estar em processo de liquidação em decorrência da transferência de gestão para outro plano e seis por não apresentarem informações referentes ao exercício de 2017, exercício analisado no presente estudo. Dessa forma, a amostra final da pesquisa compreendeu 76 EPFC, conforme Figura 1.

AGROS	ECONOMUS	FUNCEF	PREVES
ALBAPREV	ELETRA	FUNDACAO COPEL	PREVI/BB
ALPHA	ELETROCEEE	FUNDACAO CORSAN	PREVICEL
BANESES	ELETROS	FUNDAÇÃO LIBERTAS	PREVINORTE
BANRISUL/FBSS	ELOS	FUNDIAGUA	PREVSAN
CAFBEF	FABASA	FUNPRESP-EXE	REAL GRANDEZA
CAGEPREV	FACEAL	FUNPRESP-JUD	REFER
CAPAF	FACEB	FUSESC	REGIUS
CAPEF	FACEPI	GEIPREV	RJPREV
CAPESESP	FACHESF	INFRAPREV	RS-PREV
CASANPREV	FAECES	ISBRE	SABESPREV
CELOS	FAPA	METRUS	SAO FRANCISCO
CENTRUS	FAPECE	NUCLEOS	SCPREV
CERES	FAPES	PETROS	SERGUS
CIBRIUS	FIOPREV	PORTUS	SERPROS
CIFRAO	FIPECQ	PRECE	SIAS
COMPESAPREV	FORLUZ	PREVBACHIA	SILIUS
DERMINAS	FUMPRESC	PREVBEP	SP-PREVCOM
DESBAN	FUNCASAL	PREVCOM-MG	SUPRE

Figura 1. Entidades Fechadas de Previdência Complementar Analisadas
Fonte: Dados da pesquisa.

Outra justificativa para a seleção desta amostra deve-se ao fato de que as EFPC de patrocínio público supostamente adotam melhores práticas de governança, com destaque para evidenciação de elementos de natureza obrigatória (Lima *et al.*, 2015; Teixeira, 2015).

3.2 Modelo de regressão e apresentação das variáveis

Este estudo emprega um modelo de regressão linear múltipla para examinar a relação entre as boas práticas de governança corporativa com o desempenho corporativo. A regressão linear múltipla considera a inclusão de mais de uma variável explicativa para que se possa estudar o comportamento de determinado fenômeno (Fávero & Belfiore, 2017). Nesta pesquisa, o seguinte modelo de regressão foi usado para testar a hipótese.

$$RENT_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 VOL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde RENT é a rentabilidade dos planos; GOV é a variável indicadora da adoção de práticas de governança corporativa; VOL representa o volume de recursos investidos; e ε é o termo que representa o erro aleatório.

A rentabilidade dos planos (RENT) representa a variável dependente do estudo e foi coletada a partir da análise do Relatório Anual de Informação (RAI) da EFPC, referente ao exercício social de 2017, publicado no *website* de cada entidade. Os valores de rentabilidade foram extraídos de seções destinadas à evidenciação de informações relativas aos planos ou em mensagens divulgadas pela diretoria, e nos casos em que as entidades possuíam mais de um tipo de plano foi considerada a rentabilidade média.

O indicador de práticas de governança (GOV) representa a variável independente e foi apurado considerando a análise de informações disponibilizadas no Relatório Anual de

Informação (RAI), no estatuto e no *website* de cada entidade. Os elementos para verificação das práticas de governança basearam-se no *checklist* proposto por Lima *et al.* (2015), cuja síntese é evidenciada na Figura 2.

Variáveis	Descrição das práticas
Acesso à informação	Disponibilização no <i>website</i> do Relatório Anual (RA), Código de conduta e/ou de ética, Manual de governança, Estatuto, Regulamento dos planos, Regimento interno, Ouvidoria ou outra forma de contato <i>online</i> .
Conteúdo das informações publicadas	Relatório Anual contendo: demonstrativo patrimonial, política de investimento, premissas atuariais, demonstrativo de investimento, demonstrativo de despesa do plano de benefícios, informações ambientais e sociais.
	Referência/divulgação no <i>website</i> /RA de Auditoria interna, Comitê de auditoria, Monitoramento ou gestão de riscos, Demonstrativo de Resultados da Avaliação Atuarial (DRAA), Parecer de auditores independentes, Parecer do conselho, Informações sobre remuneração ou políticas de remuneração dos conselheiros e gestores e sobre comitês consultivos de investimento ou de riscos.
	Estatuto contendo: Composição da diretoria e dos conselhos deliberativo e fiscal, Informações sobre as atividades/competências/atribuições dos conselhos, Duração do mandato dos membros dos órgãos, Método de convocação de reuniões dos conselhos, Autorização para qualquer conselheiro convocar reuniões necessárias quando o encarregado não o fizer.
Estrutura da gestão	Conselho Fiscal com no mínimo um terço das vagas compostas por participantes e assistidos.
	Conselho Deliberativo com no mínimo um terço das vagas compostas por participantes e assistidos.
	O Conselho Deliberativo composto por 5 a 11 conselheiros.
	O Conselho Fiscal composto por 3 a 5 conselheiros.
	Prazo do mandato dos conselheiros entre 1 e 2 anos.
	Cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho Deliberativo ocupados por pessoas diferentes.

Figura 2. Práticas de governança corporativa
Fonte: Lima *et al.* (2015).

O *checklist* desenvolvido por Lima *et al.* (2015) apresenta 36 itens no total, sendo 6 destinados a observar práticas relacionadas ao acesso à informação, 23 relacionados ao conteúdo das informações publicadas e 6 para averiguar sobre a estrutura da gestão. A mensuração do indicador foi desenvolvida considerando *dummy* para cada um dos elementos analisados, onde 1 representa a presença da informação observada ou a concordância com a questão abordada e 0 indica a ausência da informação observada ou a discordância com a questão abordada. Ao final, foi efetuada a soma da pontuação total dos itens atendidos para determinar o percentual de atendimento de boas práticas de governança. Ressalta-se que a observação compreendeu elementos de divulgação obrigatória, parcialmente obrigatória e voluntária, como apontamentos apresentados por normativas, como Código das Melhores Práticas do IBGC, Manual PREVIC, Lei Complementar nº 109/2001, Resoluções CGPC nº 05/2002, nº 13/2004, nº 23/2006; a Instrução Normativa SPC nº 14/2007.

O volume de recursos investidos foi calculado considerando a relação percentual entre o valor de investimentos e o total do ativo de cada entidade analisada. Os dados considerados para o cálculo referem-se ao exercício social de 2017, sendo os valores do ativo obtidos por meio da análise dos relatórios anuais, nos quais constavam as demonstrações contábeis. Já os valores relativos aos investimentos foram extraídos do consolidado estatístico publicado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP).

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis de rentabilidade, governança corporativa e medidas do volume de recursos investidos nas EFPC analisadas.

Tabela 1. Estatísticas descritivas

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
GOV	76	.7605947	.0568393	.6389	.8611
RENT	76	.1088684	.0178898	.0741	.1517
VOL	76	4.674302	32.80257	.0310395	286.8745

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 1, o indicador de adoção das práticas de governança mostra que as EFPC adotam em média cerca de 76% dos elementos observados de acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura da gestão. O valor máximo de divulgação das práticas de governança representa 86,11%, o que indica uma divulgação de 31 dos 36 itens observados. A maior divulgação foi observada na Eletra, Funpresp-JUD, Previ/BB, Real Grandeza e Refer. As EFPC que menos evidenciaram informações dos itens observados foram a Capaf e Faeces, que atenderam 23 dos 36 itens observados, o que representa 63,89%.

A média da rentabilidade das empresas é de 10,89%. A EFPC que obteve maior rentabilidade foi a Celos (15,17%), seguida pela Agros (15,15%) e pela Previ/BB (14,85). No outro extremo, as EFPC que obtiveram menor rentabilidade foram a Capesesp (7,41%), Derminas (8,14%) e PrevBahia (8,32%). De forma geral, as EFPC analisadas obtiveram boa rentabilidade, considerando que em vários casos ultrapassaram a meta atuarial estabelecida pelas entidades. Além disso representam valores superiores aos indicadores de poupança (6,16%), IPCA (2,95%), INPC (2,07%) INPC+4% (6,15%) do exercício de dezembro de 2017, que foram utilizados para realizar um comparativo com a rentabilidade das EFPC em um informativo estatístico divulgado pela Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar/Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda.

Por fim, o volume de recursos investidos, mensurado pela relação percentual entre o valor de investimentos e o total do ativo, revela que a média é de aproximadamente 467%, com variação entre os valores mínimos e máximos bem discrepantes. Essas discrepâncias se justificam pelo fato de se ter observado entidades de diferentes portes, o que denota haver ativos e investimentos com valores elevados, que inclusive ocupam o topo das maiores EFPC de patrocínio público (exemplo: Previ/BB, Petros e Funcef) em comparação a outras com ativos e investimentos baixos (exemplo: PrevBahia, Prevcom-MG e SCprev).

4.2 Resultados da regressão

Na abordagem sobre a modelagem da análise de regressão, Fávero e Belfiore (2017) apontam alguns pressupostos necessários. O primeiro está relacionado à normalidade dos resíduos. Para testar a normalidade utilizaram-se os testes de *Jarque-Bera* e *Shapiro-Francia*, cujos resultados estão evidenciados na Tabela 2. Destaca-se que todos os testes aqui apresentados foram desenvolvidos com apoio do *software* STATA®.

Tabela 2. Testes de normalidade dos dados

<i>Jarque-Bera normality test</i>		6.91 Chi (2)		.0316	
<i>Jarque-Bera test for Ho: Normality</i>					
<i>Shapiro-Francia W' test for normal data</i>					
Variable	Obs	W'	V'	z	Prob>z
resid2	76	0.94118	4.278	2.822	0.00238

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 2, os testes de normalidade evidenciaram que não há distribuição normal dos resíduos dos dados da pesquisa, cujas evidências levam a rejeição da hipótese nula. Apesar de ser recomendado que exista normalidade dos dados, esse achado não inviabiliza a

regressão, apoiando-se no teorema do limite central, e pelo fato do propósito da pesquisa não ser a estimação de parâmetros para futuras previsões (Santiago, Cavalcante & Paulo, 2015) e dado o tamanho da amostra utilizada (Machado, Macedo & Machado, 2015).

O segundo pressuposto da regressão apresentado por Fávero e Belfiore (2017) é a inexistência de multicolinearidade das variáveis explicativas, para o que recomendam a aplicação do teste de *Variance Inflation Fator* (VIF). Valores para o VIF superiores a 4 são considerados elevados, representando uma *Tolerance* de 0,25, o que indica um percentual de variância compartilhada entre determinada variável explicativa e as demais de 0,75. Conforme Tabela 3, o VIF encontrado é de 1,01, o que indica inexistência de multicolinearidade.

Tabela 3. Teste de VIF

Variable	VIF	1/VIF
GOV	1.01	0.991499
VOL	1.01	0.991499
Mean VIF		1.01

Fonte: Dados da pesquisa.

O terceiro pressuposto da regressão abordado por Fávero e Belfiore (2017) refere-se à ausência de heterocedasticidade, que pode ser avaliada pelo teste *Breusch-Pagan / Cook-Weisberg*. De acordo com a Tabela 4, o modelo estabelecido não apresenta problemas de heterocedasticidade considerando-se um *p-value* >0,10, embora se reconheça que geralmente as pesquisas no campo da contabilidade adotam um *p-value* >0,05.

Tabela 4. Teste de heterocedasticidade

<i>Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity</i>	
Ho: Constant variance	
Variables: fitted values of var3	
chi2(1)	0.01
Prob > chi2	.9350

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 5 apresentam-se os valores obtidos na regressão para a rentabilidade em relação as variáveis de governança e volume de recursos investidos.

Tabela 5. Resultados da regressão

Source	SS	df	MS	Number of obs	76
Model	.001244267	2	.000622134	F(2, 73)	2.00
Residual	.022759077	73	.000311768	Prob > F	0.1433
Total	.024003344	75	.000320045	<i>R-squared</i>	0.0518
				Adj <i>R-squared</i>	0.0259
				Root MSE	.01766

RENT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
GOV	.0676771	.0360239	1.88	0.064	-.0041183	.1394726
VOL	.0000314	.0000624	0.50	0.616	-.000093	.0001558
cons	.0572467	.027449	2.09	0.041	.0025409	.1119525

Fonte: Dados da pesquisa.

Pela Tabela 5, verifica-se que a única variável significativa foi a de práticas de governança corporativa, considerando-se um *p-value* >0,10. De forma geral, ainda foi possível verificar que a relação entre as variáveis explicativas e a variável dependente foi positiva, mesmo para a variável VOL, que não apresentou significância. Ainda pode-se perceber que o coeficiente de determinação foi baixo, evidenciando que apenas 5,18% da variação da

rentabilidade é explicada pelas variáveis explicativas (GOV e VOL), indicando a necessidade de revisão das variáveis do modelo proposto.

4.3 Discussão dos resultados

Os resultados da pesquisa apresentam evidências suficientes para que se aceite a hipótese estabelecida, que sugere a existência de relação positiva e significativa entre as práticas de governança e a rentabilidade, mesmo que essa relação seja evidenciada ao nível de 10% de significância. Acredita-se que os baixos coeficientes das relações e o baixo poder de explicação das variáveis podem estar atrelados ao fato de que, em média, as EFPC atendem um percentual não tão elevado dos elementos propostos pelo *checklist* utilizado, considerando que em média as entidades atenderam 76% dos itens observados.

No estudo de Nascimento, Frauches, Chan e Silva (2014), cujo objetivo foi verificar a aderência das EFPC de patrocínio público aos pressupostos da boa prática de governança corporativa, no que se refere à transparência, também ficou evidente a baixa aderência ao indicador proposto, fato que as autoras atribuíram à necessidade de maior regulação do setor em relação às regras de transparência e divulgação.

Apesar de alguns estudos terem constatado relação positiva entre a adoção de práticas de governança corporativa e o desempenho, outros indicam que nem sempre isso é observado, seja nos cenários brasileiro ou internacional. Macedo e Corrar (2012) objetivaram analisar o desempenho contábil-financeiro de empresas brasileiras do setor de distribuição de energia elétrica com boas práticas de governança corporativa, comparado com outras que não adotam tais práticas. Identificaram apenas indicação parcial de superioridade de desempenho de empresas que adotam práticas de governança corporativa, uma vez que a significância estatística foi observada somente para o exercício de 2005, no período de 2005 a 2007.

Catapan, Colauto e Barros (2013) desenvolveram uma pesquisa que objetivava verificar o efeito da governança corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado, em empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados da pesquisa revelaram que não há indícios de efeito estatisticamente significativo do índice de governança corporativa sobre todas as variáveis de desempenho analisadas, algo que os autores atribuíram ao instrumento de pesquisa proposto.

No estudo proposto por Vilhena e Camargos (2015) foi possível identificar que empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado tradicional. Todavia, apresentam pior desempenho econômico-financeiro (*Earnings Before Interest and Taxes* - EBIT e lucro líquido). Além do EBIT e do lucro líquido, os autores utilizaram como medidas de desempenho o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), bem como variáveis que denotam criação de valor (*Q de Tobin* e *Market-to-Book ratio*).

Por fim, a pesquisa desenvolvida por Freitas, Silva, Oliveira, Cabral e Santos (2018) revelou, dentre outras conclusões, a existência de relação significante, porém negativa, entre governança corporativa e desempenho. A medida de desempenho adotada na pesquisa foi calculada a partir dos dados coletados nos demonstrativos financeiros de instituições bancárias listadas na Brasil, Bolsa Balcão (B3) e dos relatórios de informações cadastrais do Banco Central do Brasil, que possibilitaram a geração de escores de eficiência por meio da técnica de Análise Envoltória de Dados (*Data Envelopment Analysis* - DEA).

Em âmbito internacional, Fallatah e Dickins (2012) desenvolveram uma pesquisa com dados de empresas listadas na Bolsa de Valores da Arábia Saudita, para analisar a relação entre as características de governança corporativa e o desempenho e valor organizacional. Como resultado da pesquisa, os autores observaram que governança corporativa e desempenho da empresa, mensurado pelo Retorno sobre o Ativo (ROA), não se mostraram relacionados para a amostra pesquisada, no período analisado.

Sheikh, Wang e Khan (2013) investigaram se os atributos internos de governança corporativa (tamanho do conselho, diretores externos, dualidade do CEO, propriedade gerencial e concentração de propriedade) afetam o desempenho de organizações paquistanesas. Os resultados indicaram que o tamanho do conselho tem relação positiva com desempenho, enquanto as variáveis relativas a presença de diretores externos e a propriedade gerencial estão negativamente relacionadas com o desempenho.

O estudo desenvolvido por Azeez (2015) observou que existem variáveis de governança corporativa que apresentam relação negativa com o desempenho, como o tamanho do conselho; que não apresentam relação, como presença de administradores não executivos; e que apresentam relação positiva, como dualidade nos papéis de *Chief Executive Officer* (CEO) e presidente. Pondera-se que o estudo buscou investigar a relação entre governança corporativa e desempenho da empresa no Sri Lanka, sendo o desempenho mensurado pelas variáveis ROA, ROE e lucro por ação.

Os resultados das pesquisas nacionais e internacionais apontadas para fundamentar a discussão dos resultados da presente pesquisa revelam situações muitas vezes divergentes quanto a relação de variáveis de governança corporativa e desempenho de empresas. Assim, os resultados desta pesquisa vêm contribuir para a ampliação do conhecimento sobre práticas de governança corporativa que podem ou não se refletir no desempenho contábil e/ou de mercado de empresas, no caso, de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a relação entre práticas de governança (acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão) e o desempenho de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), aferido pela rentabilidade dos planos. Para testar o modelo proposto, foi adotado o método de Regressão Linear Múltipla com utilização do *software* STATA®. Os resultados do estudo evidenciaram que há relação positiva e significativa entre as práticas de governança e a rentabilidade. Apesar da significância ter sido considerada à uma taxa abaixo da usual no campo da contabilidade, a pesquisa contribui aos estudos já realizados sobre governança corporativa e desempenho, em especial, quando considerado o contexto das EFPC, onde essa abordagem ainda é incipiente.

O baixo nível de significância entre as variáveis analisadas pode decorrer de fatores como, baixo nível de divulgação das EFPC, elementos propostos pelo *checklist* utilizado neste estudo, entre outros aspectos. Acrescenta-se a isso, pela revisão da literatura realizada, que não há achados conclusivos que denotam afirmar que sempre se observará relação positiva entre governança corporativa e desempenho, visto que existem pesquisas que apontam a existência dessa relação (Sami *et al.*, 2011; Almeida *et al.*, 2013; Ulum *et al.*, 2014; Pereira & Martins, 2015; Rose, 2016; Nascimento *et al.*, 2018), ao mesmo tempo que algumas pesquisas indicaram ausência de relação positiva entre as variáveis (Macedo & Corrar, 2012; Catapan *et al.*, 2013; Vilhena & Camargos, 2015; Freitas *et al.*, 2018).

É importante frisar que este estudo apresenta limitações de natureza amostral e temporal, uma vez que se limitou a analisar as entidades de patrocínio público e, também, utilizando demonstrativos financeiros de um único período, o exercício social de 2017. A adoção do *checklist* também é uma limitação, considerando que o mesmo acaba por não abranger todos os elementos possíveis de governança corporativa, ou ainda, pela forma como o texto do mesmo foi redigido. Além disso, é importante considerar questões relativas à problemas de interpretação ou dificuldades de acesso a determinadas informações no momento da coleta de dados, principalmente no que tange aos itens de governança.

Nessa linha, novos estudos podem ser realizados utilizando um período temporal maior, a fim de comparar resultados ao longo do tempo. Outros instrumentos de pesquisa podem ser adotados para a coleta dos dados, com o propósito de auxiliar na identificação de informações

relevantes das EFPC. Recomenda-se ainda o desenvolvimento de pesquisas que evidenciem as interações com a adoção de outras medidas de desempenho (ROA, ROI, ROE, *Q de Tobin*). Outras formas de identificar práticas de governança corporativa podem ser utilizadas, considerando variáveis isoladas, como, separação entre o CEO e o Presidente, a proporção de diretores não executivos no conselho e o tamanho do conselho.

REFERÊNCIAS

- Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. *Revista de Administração*, 11(1), 156-180.
- Ammann, M., & Zingg, A. (2010). Performance and governance of Swiss pension funds. *Journal of Pension Economics & Finance*, 9(1), 95-128.
- Araújo, O. C. (2005). *Contabilidade para Organizações do Terceiro Setor*. São Paulo: Atlas.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP). (2017). *Consolidado estatístico – dezembro*. Recuperado em julho 15, 2018, de <http://www.abrapp.org.br/Paginas/consolidadoestatistico.aspx>
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance*, 3(1), 180-189.
- Benson, K. L., Hutchinson, M., & Sriram, A. (2011). Governance in the Australian superannuation industry. *Journal of Business Ethics*, 99(2), 183-200.
- Besley, T. J., & Prat, A. (2003). Pension fund governance and the choice between defined benefit and defined contribution plans. *CEPR Discussion Paper* n. 3955.
- Bikker, J. A., & De Dreu, J. (2009). Operating costs of pension funds: The impact of scale, governance, and plan design. *Journal of Pension Economics & Finance*, 8(1), 63-89.
- Brasil. Ministério da Previdência Social. (2012). *Guia PREVIC: Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. Brasília. Recuperado em junho 13, 2018, de <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-de-governanca.pdf/>
- Brasil. *Resolução CGPC n° 13*, de 01 de outubro de 2004. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC. Recuperado em junho 13, 2018, de <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2004/13.htm>
- Brasil. *Resolução CGPC n° 23*, de 06 de dezembro de 2006. Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. Recuperado em junho 13, 2018, de <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2006/23.htm>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98.
- Catapan, A., & 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.
- Catapan, A., Colauto, R. D., & 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.
- Cocco, J. F., & Volpin, P. F. (2007). Corporate governance of pension plans: The UK Evidence. *Financial Analysts Journal*, 63(1), 70-83.
- Coelho, N. N. A., & Camargos, M. A. (2012). Investimentos em previdência privada fechada: Uma análise comparativa com outras opções de aplicações financeiras no Brasil. *Contextus. Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 10(2), 07-24.
- Diniz, J. A., & Corrar, L. J. (2017). Avaliação da Eficiência Financeira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(3), 44-69.
- Drew, M., & Stanford, J. (2003). Returns from investing in Australian equity superannuation funds, 1991–1999. *The Service Industries Journal*, 23(4), 12-24.
- Falcão, G. Q., & Alves, C. A. M. (2017). Governança Corporativa e Entidades Fechadas De Previdência Complementar no Brasil: Análise baseada em recomendações da PREVIC. *Revista de Governança Corporativa*, 4(2), 90-117.
- Fallatah, Y., & Dickins, D. (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6(36), 10025-10034.
- Fávero, L. P., & Fávero, P. (2016). *Análise de dados: Modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®*. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Freitas, G. A., Silva, E. M., Oliveira, M. C., Cabral, A. C. A., & Santos, S. M. (2018). Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 100-119.
- Guo, Z., & Kga, U. K. (2012). Corporate governance and firm performance of listed firms in Sri Lanka. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 40(10), 664-667.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kowalewski, O. (2012). Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, 6(1), 14-44.
- Lima, L. C., Oliveira, M. C., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S. M. D. P. (2015). Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 03-26.
- Lopes, J. E.G., Kataoka, S. S., Ribeiro Filho, J. F., & Pederneiras, M. M. M. (2010). Um estudo sobre a divulgação das informações das práticas de Governança Corporativa nos sítios das entidades fechadas de previdência complementar. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 151-174.
- Ministério da Fazenda. (2017). *Informativo mensal da subsecretaria do regime de previdência complementar: Estatísticas do Regime de Previdência Complementar – RPC*. Recuperado em julho 15, 2018, de <http://www.previdencia.gov.br/dados-abertos/dados-abertos-previdencia-complementar/versoes-anteriores/>
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 42-61.
- Machado, M. A. V., Macedo, M. A. S., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade*

& *Finanças*, 26(67), 57-69.

- Nascimento, A. C. R., Frauches, P. F., Chan, B. L., & Silva, F. L. (2014). Aderência das entidades fechadas de previdência complementar de patrocínio público às práticas de governança corporativa. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 1(1), 79-101.
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & 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.
- Pereira, C. A. P., & Niyama, J. K. (2016). Contabilidade de fundos de pensão: uma avaliação da percepção dos contadores, consultores e auditores sobre as normas contábeis brasileiras aplicáveis. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 1(6), 132-151.
- Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa. *REGE-Revista de Gestão*, 22(2), 205-221.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410.
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202-222.
- Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Santiago, J. S., Cavalcante, P. R. N., & Paulo, E. (2015). Análise da persistência e conservadorismo no processo de convergência internacional nas empresas de capital aberto do setor de construção no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 174-195.
- Sheikh, N. A., Wang, Z., & Khan, S. (2013). The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance: Evidence from Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38-55.
- Silva, R. V. D. (2009). *Atendimento às regras, princípios e práticas de governança em entidades fechadas de previdência complementar*. Dissertação, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC.
- Souto, P., & Musalem, A. R. (2012). Assessing the governance and transparency of national public pension funds. *Review of European Studies*, 4(2), 148.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). (2018). *Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. Recuperado em junho 30, 2018, de <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1>
- Tan, M. G. S., & Cam, M. A. (2013). Explaining Pension Fund Product and governance disclosure in Australia. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 7(3), 49-67.
- Tariq, Y. B., & Abbas, Z. (2013). Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance. *Economic Modelling*, 35(1) 565-575.

- Teixeira, B. M. (2015). *Fatores explicativos da adesão às práticas de governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras*. Dissertação, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, RS.
- Ulum, Z. K. A. B., Wafa, S. A. W. S. K., Karim, M. R. A., & Jamal, A. A. A. (2014). Corporate governance practices of insurance companies: Attributes and accountability. *IUP Journal of Corporate Governance*, 13(1), 47.
- Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE Revista de Gestão*, 22(1), 77-96.