

A influência da governança corporativa no ciclo da vida organizacional das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³

WILLAMS DA CONCEIÇÃO DE OLIVEIRA
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

DIMAS BARRETO DE QUEIROZ
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

A influência da governança corporativa no ciclo da vida organizacional das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³

1 INTRODUÇÃO

Pesquisas recentes mostram que os estágios do ciclo da vida organizacional estão fortemente relacionados com as decisões e resultados corporativos reais, em que o ciclo da vida tem um impacto valioso na gestão e na estratégia dos negócios, sendo fator determinante da competitividade organizacional (Habib & Hasan, 2019).

A governança corporativa visa controlar os conflitos de interesses nas companhias, implantando mecanismos para assegurar o capital dos acionistas e manter a continuidade das companhias, refletindo na elevação do valor da empresa, na eficiência operacional e na diminuição dos custos de agência (Robicheaux, Fun & Ligon, 2007; Silva, Santos & Almeida, 2011; Gondrige, Clemente & Espej, 2012; Sonza & Kloeckner, 2014; Mapurunga, Ponte & Oliveira, 2015; Miglani, Ahmed & Henry, 2015; Dawson, Denfrod, Williams, Preston & Desouza, 2016; Baioco & Almeida, 2017; Machado & Gartner, 2018).

Este trabalho amplia as discussões da literatura ao analisar a relação entre a governança e ciclo da vida a partir da perspectiva da mudança de estágio, em que a governança corporativa é estabelecida por mecanismos que estimulam os gestores a tomarem decisões visando à maximização do valor da companhia e sua continuidade (Denis & McConnell, 2003; Ulum, Wafa, Karim & Jamal, 2014). Nesse sentido, do ponto de vista teórico, as práticas de governança podem ser decisivas para a falência das organizações ou para uma reversão dos estágios mais avançados do ciclo de vida das organizações, especificamente, turbulência e declínio. Baseado nesse argumento, a pesquisa objetiva avaliar a influência das práticas de governança corporativa sobre a probabilidade de reversão dos estágios finais do ciclo de vida organizacional.

Dentre os vários mecanismos de monitoramento e controle da gestão das companhias, a literatura brasileira vem utilizando dos níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) de governança corporativa da B³ como *proxy* para governança corporativa, na medida em que tais níveis concebem como condições indispensáveis pontos que compreendem mecanismos de liquidez, gestão de risco, monitoramento exercido pelo conselho administrativo e diluição do controle acionário (B³, 2020).

A motivação do estudo está baseada na elevação de 12,7% do número de pedidos de falência no ano de 2020 comparado com 2019 (Boa Vista, 2021), em que a falta de gestão e a não elaboração de um planejamento estratégico são alguns dos fatores que influenciam no encerramento das atividades das empresas (SERASA, 2020). Nesse sentido, a governança corporativa surge como mecanismo de controle e monitoramento dos conflitos de interesses, elevando a qualidade da gestão empresarial que reflete na redução da probabilidade de uma empresa decretar falência (Martins & Ventura Júnior, 2020).

Para que fosse possível identificar se empresas com níveis diferenciados de governança corporativa da B³ possuem maior probabilidade de reverterem o estágio final, foram obtidas 2.191 observações de 265 companhias brasileiras de capital aberto, sendo que os dados contábeis e de governança foram obtidos na base Economatica e site da B³ e, foram utilizados os testes de correlação de *Pearson* e regressão logística com efeito fixo de ano.

Os resultados obtidos evidenciam que companhias listadas nos níveis 1, 2 ou Novo Mercado de governança corporativa apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios de Turbulência ou Declínio no período t para o estágio de Maturidade no período $t+1$. As contribuições desse estudo se estendem em uma perspectiva prática na medida que suportam e justificam que a adoção aos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ reduz a probabilidade de as companhias encerrarem suas atividades, mitigando o risco de falência das

companhias. Na prática, tais níveis podem ser utilizados como subsídio adicional por credores na avaliação dos riscos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança corporativa

A governança corporativa tem como objetivo minimizar os conflitos de agência nas companhias (Miglani, Ahmed, & Henry, 2015; Dawson, Denfrod, Williams, Preston & Desouza, 2016), em que seus mecanismos são utilizados para tentar assegurar a rentabilidade dos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). As empresas que adotam os mecanismos de governança corporativa repassam mais segurança aos investidores, refletindo na valorização da empresa, na eficiência operacional e na diminuição dos custos de agência (Robicheaux, Fun & Ligon, 2007; Silva, Santos & Almeida, 2011; Gondrige, Clemente & Espej, 2012; Sonza & Kloeckner, 2014; Mapurunga, Ponte & Oliveira, 2015; Baioco & Almeida, 2017; Machado & Gartner, 2018).

Além disso, a implantação dos mecanismos de governança corporativa estimula na redução e no custo da dívida bancária, na diminuição do nível de gerenciamento de resultados, na elevação e qualidade dos ganhos, passando as companhias a utilizarem mais dívidas de curto prazo do que dívidas de longo prazo e eleva os níveis de desempenho (Silva et al., 2011; Tuschke & Sanders, 2013; González & García-Meca, 2014; Maranhão & Leal, 2018; Brega & Dovladbekova, 2019). Para Shahid e Abbas (2019) e Andries, Balutel, Ihnatov e Ursu (2020). As companhias com maiores níveis de governança corporativa apresentam menor risco para investimentos, mesmo em períodos de crise financeira.

A adesão aos níveis Tradicional, Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado de governança corporativa da B³ tem como finalidade melhorar os *ratings* daquelas empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança além das exigidas pela legislação brasileira (B³, 2020), em que as companhias são obrigadas a manterem certas condições nas características das ações, na composição do conselho de administração, na acumulação de cargos e na divulgação voluntária de informações, entre outras exigências conforme regulamento de listagem em tais níveis disponíveis no site da B³.

A adoção aos níveis diferenciados de governança corporativa torna as empresas com melhores opções de investimento ao apresentarem menor risco e maior grau de conservadorismo contábil (Almeida, Scalzer & Costa, 2008). Melo, Batista, Macedo e Costa (2013) evidenciaram nas companhias brasileiras de capital aberto que adotaram as boas práticas de governança corporativa influência positiva no desempenho empresarial.

A literatura ainda evidenciou vários benefícios gerados por meio da adesão aos níveis diferenciados da B³, dentre os quais incluem-se: elevação do valor de mercado das empresas; impacto positivo na imagem institucional das companhias; maior retorno anormal em operações de fusão e aquisição; redução no custo de financiamento da dívida; redução no nível de restrição das cláusulas contratuais, menor probabilidade de violação dos *covenants* financeiros e elevação no desempenho econômico (Klock et al., 2005; Nardi & Nakao, 2008; Li et al., 2011; Rossoni & Silva, 2013; Clemente, Antonelli, Scherer & Mussi, 2014; Lima, Oliveira, Cabral, Santos & Pessoa, 2015; Silva, Kayo & Nardi, 2016; Oliveira & Monte-Mor, 2020).

2.2 Estágios do ciclo da vida organizacional e desenvolvimento da hipótese

Pesquisas internacionais que analisaram as características dos estágios do ciclo da vida organizacional evidenciaram relação de tais estágios com a rentabilidade das firmas, política de distribuição de dividendos, evolução das vendas e estrutura de capital das companhias (Miller & Friesen, 1984; Anthony & Ramesh, 1992; Fama & French, 1996; De Angelo, De Angelo & Stulz., 2006; Dickinson, 2011; Faff et al., 2016). Já no ambiente nacional, Costa, Macedo, Yokoyama e Almeida (2017), Oliveira e Girão (2018), Ribeiro et al. (2018), Canton et al. (2019)

e Novaes e Almeida (2020) evidenciaram a relação dos estágios do ciclo da vida organizacional com os indicadores contábeis e financeiros nas companhias brasileiras de capital aberto

Estudos contemporâneos sobre o ciclo da vida mostram que a passagem das empresas de um estágio para outro durante seu ciclo da vida não é linear. Dickinson (2011) elaborou uma *proxy* do ciclo da vida organizacional com base nos fluxos de caixa que compõem a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), identificando oito possíveis associações por meio dos sinais dos fluxos operacional, investimento e financiamento para classificação das companhias nos estágios de Introdução e Crescimento considerados estágios iniciais, estágio de Maturidade e os estágios finais de Turbulência e Declínio, conforme tabela 1.

Tabela 1 - Possíveis associações para classificação dos estágios do ciclo da vida organizacional (por ano)

Fluxo de Caixa	Estágios Iniciais		Maturidade	Estágios Finais				
	Nascimento	Crescimento		Turbulência		Declínio		
Operacional	-	+	+	+	-	+	-	-
Investimento	-	-	-	+	-	+	+	+
Financiamento	+	+	-	+	-	-	+	-

Fonte: (Dickinson, 2011).

As companhias no estágio de introdução possuem poucos ativos, gerando fluxos de caixas menores ou até negativos, na fase de crescimento realizam mais investimentos em ativos que resultam na evolução das receitas e influenciam na geração de fluxos de caixa operacionais positivos e até lucros. Já quando as companhias passam para fase madura, têm maior estrutura de ativos e fluxos de caixa estáveis e com rentabilidade e, quando estão nos estágios finais, apresentam dificuldade financeira (Dickinson, 2011; Habib & Hasan, 2019).

Achados internacionais e nacionais evidenciaram que as companhias quando passam pelo estágio de Crescimento apresentam menor nível de conservadorismo contábil, focam na evolução das vendas, não utilizam o planejamento estratégico, não realizam o controle orçamentário e tendem a diminuir o quadro de funcionários quando enfrentam dificuldades financeiras (Alves & Marques, 2007; Jenkins, Kane & Velury, 2004; Frezatti, Relvas, Nascimento, Junqueira & Bido, 2010; Koh, Durand, Dai & Chang, 2015).

Por outro lado, as empresas no estágio de Maturidade vêm a ser mais conservadoras, apresentam menor exposição ao risco, demonstram capacidade de gerar recursos internamente por meio da otimização de custos visando a maximização da rentabilidade, realizam investimentos para expansão da capacidade produtiva, apresentam maior nível de conservadorismo contábil e persistência de lucros em relação às companhias nos demais estágios (Miller & Friesen, 1984; Anthony & Ramesh, 1992; Black, 1998; Grullon & Michaely, 2002; Jenkins et al., 2004; Alves & Marques, 2007; Owen & Yanson, 2010; Lima, Carvalho, Paulo & Girão, 2015).

Da mesma forma, foi evidenciado que as companhias no estágio de Maturidade tendem a reestruturar ativos nos períodos de dificuldade financeira, utilizam planejamento estratégico para atingirem as metas traçadas, apresentam menor custo de capital, divulgam informações de menor complexidade, informações mais otimistas e com maior clareza (Frezatti et al., 2010; Koh et al., 2015; Hasan & Habib, 2017; Bakarich, Hossain, Hossain, & Weintrop, 2019).

Em complemento aos achados da literatura, Hanna (2008) evidenciou que as empresas nos diferentes estágios do ciclo da vida apresentam planejamento e controle gerencial distintos e, de acordo com Auzair (2010), as empresas no estágio de Maturidade dão maior ênfase aos Sistemas de Controle de Gestão (SGC) em comparação com as empresas no estágio de Crescimento.

Porém, quando as companhias passam da fase madura para os estágios finais de Turbulência ou Declínio divulgam informações mais confusas e negativas, apresentam

influência negativa na rentabilidade, apresentam relação positiva com a prática de suavização dos resultados e apresentam maior custo de capital sobre o patrimônio líquido (Hasan & Habib, 2017; Ribeiro, Carneiro, & Scherer, 2018; Bakarich et al., 2019; Canton et al., 2019). Oliveira e Girão (2018) evidenciaram que as projeções de lucros podem ser afetadas pelas companhias que estão nos estágios de Nascimento ou de Declínio, identificando as variações dos sentimentos de otimismo no estágio de Nascimento e pessimismo no estágio de Declínio.

Dessa forma, Beaver (1966), Ohlson (1980) e DeFond e Hung (2003) evidenciaram informações importantes contidas nos fluxos de caixa utilizadas na avaliação dos riscos de crédito e de prevenção da falência de companhias em dificuldade financeira. Seguindo mesmo raciocínio, Aziz e Lawson (1989) evidenciaram que o fluxo de caixa operacional e o fluxo de caixa de financiamentos transmitem relevantes informações na análise da previsão de falências, em que o poder discriminatório do fluxo de caixa operacional oscila ano a ano, atingindo maior relevância nos dois anos antes do insucesso da companhia (Laitinen, 1994). No mesmo sentido, Diéguez-Soto (2009) evidenciou que os fluxos de caixa das atividades operacionais demonstram ser um importante indicador na avaliação da solvência das companhias.

Numa perspectiva de governança, as companhias no estágio de Maturidade praticam melhor governança corporativa, têm maior número de conselheiros independentes e realizam mais investimentos em atividades relacionadas com a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) em comparação com os demais estágios (O'Connor & Byrne, 2015; Hasan & Habib, 2017; Habib et al., 2018).

As companhias que aderem aos níveis diferenciados da B³ (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), em que utilizam como requisitos obrigatórios pontos que envolvem os mecanismos de liquidez, diluição do controle acionário, vedação à acumulação de cargos e monitoramento exercido pelo conselho administrativo, têm possibilidade de controlar moderadamente os interesses dos acionistas, influenciando na tomada de decisão dos gestores que reflete no melhor desempenho econômico e financeiro das companhias, principalmente em empresas com dificuldade financeira (Melo et al., 2013; Shahid & Abbas, 2019), o que elevaria a probabilidade das companhias reverterem um estágio final do ciclo da vida, surgindo a hipótese da pesquisa:

Hipótese: As companhias brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios finais (Turbulência ou Declínio) no período t para o estágio de Maturidade no período $t+1$.

3 METODOLOGIA

3.1 Modelo dos estágios do ciclo da vida organizacional

Para mensuração dos estágios do ciclo da vida organizacional foi utilizado o modelo de Dickinson (2011) por ser uma métrica contemporânea, mostrando que a transição das empresas ao longo do ciclo da vida é dinâmica e não segue uma sequência linear, onde as companhias podem ir e vir entre os estágios durante seu ciclo de vida (Habib & Hasan, 2019), em que os fluxos de caixa capturam diferenças na lucratividade, rentabilidade e risco, fatores que podem ser influenciados pelos conflitos de interesses entre gestores e acionistas.

Também se justifica a escolha do modelo na medida em que várias pesquisas brasileiras, entre elas, Costa et al. (2015), Oliveira e Girão (2018), Ribeiro et al. (2018), Canton et al. (2019), Novaes e Almeida (2020) utilizaram o modelo de Dickinson (2011) para mensuração dos estágios do ciclo da vida organizacional e correlacioná-los com os indicadores financeiros e econômicos das companhias brasileiras de capital aberto.

3.2 Coleta de dados e amostra

Para realização do estudo foram consideradas as companhias brasileiras de capital aberto listadas na B³ no período de 2010 a 2019, sendo desconsideradas as companhias do

segmento financeiro. A amostra final foi composta por 2.191 observações em painel desbalanceado para 265 empresas, conforme limpeza de dados apresentada na tabela 2.

Tabela 2: Processo de seleção amostral

Ação realizada	Nº Obs.
Total de observações	2.784
Observações com Patrimônio Líquido negativo	(316)
Observações sem dados do fluxo de caixa operacional	(125)
Observações sem dados do fluxo de caixa de investimentos	(52)
Observações sem dados do fluxo de caixa de financiamentos	(11)
Observações sem dados da variável de controle Rentabilidade	(82)
Observações sem dados da variável de controle logaritmo do Ativo Total	(3)
Observações sem dados da variável de controle Crescimento	(3)
Observações sem dados da variável de controle Alavancagem	(1)
Amostra final	2.191

Fonte: Elaborada pelos autores.

A tabela 3 apresenta a quantidade de observações por estágio em cada ano do período, demonstrando que 38% da amostra é composta por empresas nos estágios iniciais (Introdução e Crescimento), 49% da amostra é composta por empresas no estágio de Maturidade e 12% da amostra é composta por empresas nos estágios finais (Turbulência e Declínio).

Tabela 3: Quantidade de observações classificadas em cada estágio (por ano)

Estágios	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	%
Introdução	40	30	27	25	25	22	17	18	27	18	249	11%
Crescimento	53	65	70	73	71	55	44	57	53	53	594	27%
Maturidade	90	99	101	100	107	113	125	117	107	115	1.074	49%
Turbulência	7	12	13	20	19	25	20	26	22	21	185	8%
Declínio	10	5	6	8	4	7	14	8	16	11	89	4%
Total	200	211	217	226	226	222	220	226	225	218	2.191	100%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Foi utilizada a classificação da B³ atualizada em 18 de junho de 2018 para identificação dos níveis diferenciados de governança corporativa, considerando a data de adesão no segmento para classificação das companhias nos respectivos níveis e anos conforme tabela 4.

Tabela 4: Quantidade de observações da amostra classificadas nos níveis de governança corporativa da B³

Classificação	Níveis B ³	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Não listadas e níveis não diferenciados	Não listadas	98	105	107	109	111	110	107	105	106	102	1.060
	Tradicional	11	9	9	8	8	8	8	9	8	7	85
	Bovespa Mais	1	1	2	3	4	4	4	7	9	9	44
Níveis diferenciados	Nível 1	19	19	20	20	20	19	19	17	17	18	188
	Nível 2	8	8	8	10	9	9	11	11	11	10	95
	Novo Mercado	63	69	71	76	74	72	71	77	74	72	719
Total de observações		200	211	217	226	226	222	220	226	225	218	2.191

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2 Design empírico

Para testar a hipótese da pesquisa de que as companhias brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios finais (Turbulência ou Declínio) no período t para o estágio de Maturidade no período t+1, utilizou-se uma regressão logística com efeito fixo de ano (equação 1), esperando

que o coeficiente β_1 apresente sinal positivo. O efeito fixo de ano foi inserido para capturar choques que podem levar empresas a reverterem os estágios do ciclo da vida organizacional por questões de mercado que estão além de decisões gerenciais da firma.

$$\text{Probabilidade}(Mudança de ECV_{it+1} = 1/X) = \frac{1}{1+e^{-z}} \quad (1)$$

com

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{Níveis diferenciados de Governança Corporativa}_{it} + \sum_k \beta_k \text{Controles}_{it}^k + \varepsilon_{it}$$

e sendo as variáveis utilizadas descritas conforme a seguir:

Mudança de ECV_{it+1}: variável dummy igual a 1 se a empresa i que estava no estágio de Turbulência ou Declínio no período t e reverteu para o estágio de Maturidade no período t+1, e 0 caso contrário;

Níveis diferenciados de Governança Corporativa_{it}: variável dummy que representa os níveis diferenciados de governança corporativa da B³, assumindo valor 1 se a empresa i pertence a um dos níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), e igual a 0 caso contrário.

Para que fosse possível controlar por heterogeneidades existentes entre as empresas da amostra, o modelo da equação 1 considera ainda o tamanho, a rentabilidade das empresas, a alavancagem, a liquidez corrente e a taxa de crescimento da receita líquida, conforme variáveis descritas na subseção a seguir.

3.3 Variáveis de controle

Foi considerada a variável Tamanho esperando-se que as empresas apresentem tamanhos diferentes durante ciclo da vida organizacional (Bhattacharya, Black, Christensen & Mergenthaler, 2004; Costa et al., 2017). Já a variável Rentabilidade foi inserida mediante sua relação com os estágios do ciclo da vida organizacional (Bhattacharya et al., 2004; De Angelo et al., 2006; Owen & Yamson, 2010; Costa et al., 2017).

Espera-se que as empresas nos estágios de Turbulência e Declínio apresentem maiores níveis de alavancagem e as empresas no estágio de Maturidade apresentem menor nível de alavancagem (Owen & Yamson, 2010; Costa et al., 2017). Foi considerada a variável Liquidez Corrente porque espera-se que as empresas com maiores níveis de liquidez apresentem maior probabilidade de reverter uma situação de dificuldade financeira (Bhattacharya et al., 2004).

Por fim, foi inserida a variável Crescimento ao esperar que as companhias em crescimento influenciem negativamente a reversão de uma situação de declínio (Costa et al., 2017). Todas as variáveis de controle seguem descritas e apresentadas na Tabela 3.

Tabela 5: Variáveis utilizadas no modelo

Variável	Sinal	Definição	Fonte dos dados
Dependente			
<i>Mudança do ECV_{it+1}</i>		<i>Dummy</i> de mudança do ECV, sendo 1 se a empresa <i>i</i> que estava no estágio de Turbulência ou Declínio no período <i>t</i> reverteu para o estágio de Maturidade no período <i>t+1</i> , e 0 caso contrário;	Economática
Explicativa			
Níveis diferenciados de governança corporativa	(+)	<i>Dummy</i> de governança corporativa, sendo 1 se listadas nos níveis diferenciados da B ³ e 0 caso contrário.	B ³
Controle			
Tamanho	(+/-)	Logaritmo natural do ativo total	Economática
Rentabilidade	(-)	Retorno sobre ativo total	Economática
Alavancagem	(+)	Divisão do passivo total pelo ativo total	Economática
Liquidez Corrente	(-)	Divisão do ativo circulante pelo passivo circulante.	Economática
Crescimento	(-)	Evolução da receita líquida.	Economática

Fonte: Elaborada pelos autores.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

A tabela 6 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo logístico. É possível verificar pela estatística descritiva que a média de mudança do ECV no período *t+1* ficou em 0,0379, ou seja, aproximadamente 4% das observações da amostra reverterem o estágio de Turbulência ou Declínio no período *t* para estágio de Maturidade no período *t+1*. Já a variável explicativa níveis diferenciados de governança corporativa ficou com média 0,4573, o que indica que 46% da amostra é composta por empresas listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado de governança corporativa da B³.

As companhias que compõem amostra apresentaram em média 15,88 do logaritmo do ativo total, rentabilidade média de 4% ao ano sobre o ativo total, comprometeram em média 1,2 vezes o patrimônio líquido com passivo oneroso, capacidade de 1,87 em média de pagamento das obrigações de curto prazo e elevaram suas vendas em média de 6,84% a cada ano. Tais resultados estão apropriados com achados apresentados em outras pesquisas que utilizaram dados de companhias brasileiras no período estudado.

Tabela 6: Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Mudança de ECV_{it+1}</i>	0,0379	0,1910	0	1
Níveis diferenciados de governança corporativa	0,4573	0,4983	0	1
Tamanho	14,8837	1,6833	9,7678	18,9542
Rentabilidade	0,0411	0,0836	-0,2580	0,2843
Alavancagem	0,5952	0,1989	0,0403	0,9750
Liquidez Corrente	1,8719	2,0939	0,0757	21,1783
Crescimento	0,0684	0,1532	-0,3255	0,7023

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.2 Correlação de *Pearson* das Variáveis

A correlação de *Pearson* apresenta o grau de interação das variáveis consideradas no *design* empírico. Foram consideradas como significantes os indicadores de correlação ao nível de 10% conforme tabela 7, apresentando relação positiva da variável Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) com a mudança dos estágios de Turbulência ou Declínio no período t para estágio de Maturidade no período t+1. As variáveis de controle Tamanho, Rentabilidade, Liquidez Corrente e Crescimento também apresentaram correlação com 10% de significância com a variável dependente Mudança de ECV.

Tabela 7: Correlação de *Pearson*

	Mudança de ECV it+1	NDGC	Tamanho	Rentabilidade	Alavancagem	Liquidez Corrente	Crescimento
Mudança de ECV it+1	1						
NDGC	0,0386*	1					
Tamanho	-0,0552*	0,4006*	1				
Rentabilidade	-0,0376*	-0,0752*	-0,0553*	1			
Alavancagem	-0,0649*	-0,0542*	0,2382*	-0,2828*	1		
Liquidez Corrente	-0,0902*	0,0676*	-0,1992*	0,1375*	-0,5179*	1	
Crescimento	-0,0840*	0,0126	-0,0189	0,2810*	-0,0399*	-0,0365*	1

Fonte: Elaborado pelos autores. Legenda: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC).

4.3 Análise de regressão

A tabela 8 apresenta os resultados do modelo logístico da pesquisa, tal como exposto na Equação 1. É de se observar inicialmente que o modelo da pesquisa apresenta qualidade aceitável para estimação da probabilidade de reverter os estágios do ciclo da vida organizacional de Turbulência ou Declínio em t para Maturidade em t+1, na medida em que não se rejeita a hipótese de qualidade de ajuste do teste de Hosmer-Lemeshow ($\text{prob} > \chi^2 = 0,8366$), que a área abaixo da curva ROC é igual a 0,72 e que 96% das observações foram classificadas de modo correto.

Os resultados presentes na tabela 8 consideram todas as 2.191 observações da amostra e apontam que a hipótese da pesquisa foi validada a um nível de confiança de 99%. Ao se verificar sinal positivo e significativo para o coeficiente do β_1 , evidencia-se que empresas listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios de Turbulência ou Declínio para Maturidade em comparação com as companhias não listadas nos respectivos níveis. Tal resultado suporta a hipótese da pesquisa de que companhias brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios de Turbulência ou Declínio no período t para Maturidade no período t+1.

Tal resultado está em linha com a literatura internacional e nacional, que apontam que empresas com níveis elevados de governança corporativa apresentam melhor desempenho econômico, maior rentabilidade e menor risco para investimento, fatores que reduzem o risco de falência (Almeida, Scalzer & Costa, 2008; Tuschke & Sanders, 2013; Lima et al., 2015; Shahid & Abbas, 2019; Andries et al., 2020).

Tabela 8: Resultados da regressão logística

<i>Mudança de ECV_{it+1}</i>	Coefficiente	p-Valor
Níveis diferenciados de governança corporativa	0,7252	0,006
Tamanho	-0,2178	0,009
Rentabilidade	-1,5715	0,260
Alavancagem	-0,6403	0,339
Liquidez Corrente	0,0708	0,081
Crescimento	-2,9071	0,002
Constante	-0,4923	0,691
Efeito Fixo de Ano		Sim
Observações		2.191
Pseudo-R ²		0,0762
Teste de White		Prob > chi2 = 0,8366
Curva de ROC		0,7191
Tabela de classificação		96,21%

Fonte: Elaborada pelos autores.

A tabela 9 apresenta os resultados do evento ocorrer, demonstrando por meio dos *odds ratio* que a chance de uma empresa listada no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado de governança corporativa da B³ reverter os estágios de Turbulência ou Declínio no período t para Maturidade no período t+1 é de 1,06x vezes maior do que uma empresa não listada em tais níveis.

Já analisando os resultados do efeito marginal também apresentados na tabela 9, demonstra probabilidade de 2,23% para uma companhia reverter os estágios de Turbulência ou Declínio no período t para Maturidade no período t+1, porém se a companhia estiver listada nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ sua probabilidade de reverter o estágio eleva em média 0,0166 pontos percentuais, aumentando a probabilidade de reversão para aproximadamente 4%.

Tabela 9: Chances de reverter os estágios de turbulência e declínio em t para maturidade em t+1

Variáveis	Odds Ratio	p-Valor	Efeito Marginal	p-Valor
Níveis diferenciados de governança corporativa	2,0650	0,006	0,0166	0,064
Tamanho	0,8043	0,009	-0,0048	0,809
Rentabilidade	0,2077	0,260	-0,0343	0,813
Alavancagem	0,5271	0,339	-0,0140	0,814
Liquidez Corrente	1,0734	0,081	0,0015	0,810
Crescimento	0,0546	0,002	-0,0635	0,806
Probabilidade de reverter os estágios de Turbulência ou Declínio para Maturidade em t+1			0,0223	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Por meio dos resultados das variáveis de controle, identificamos que as empresas maiores medidas pelo logaritmo do ativo total e em crescimento medido pela evolução das receitas apresentam menor probabilidade de reverterem os estágios de Turbulência ou Declínio para Maturidade, resultados consistentes com as evidências presentes de Bhattacharya et al. (2004) e Costa et al. (2017), ao evidenciarem que as empresas apresentam tamanhos e nível de crescimento diferentes dependendo do estágio em que estiverem.

Já as empresas com maior nível de liquidez corrente apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios de Turbulência ou Declínio para Maturidade, resultado em linha com os

achados de Bhattacharya et al. (2004), os quais evidenciaram que as empresas com níveis elevados de liquidez apresentam maior probabilidade de reverterem uma situação de dificuldade financeira.

Os resultados estão em linha com os achados de O'Connor e Byrne (2015), Hasan e Habib (2017) e Habib et al. (2018) identificaram que as companhias no estágio de Maturidade praticam melhor governança corporativa e apresentam maior nível de independência no conselho administrativo, de forma geral, os resultados evidenciam que a adoção aos níveis diferenciados da B³ (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) influencia no controle dos interesses dos acionistas e na tomada de decisão dos administradores, refletindo na elevação da *performance* das companhias e impactando diretamente na redução do risco de falência (Melo et al., 2013; Shahid & Abbas, 2019).

5 CONCLUSÃO

A pesquisa teve como objetivo avaliar a influência das práticas de governança corporativa sobre a probabilidade de reversão dos estágios finais do ciclo de vida organizacional. Os resultados da presente pesquisa evidenciam que as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam maior probabilidade de reverterem os estágios de Turbulência ou Declínio no período *t* para o estágio de Maturidade no período *t+1* em comparação com as companhias não listadas nos respectivos níveis.

Tal resultado segue em linha com os achados da literatura internacional e nacional ao investigar a influência da adoção das boas práticas de governança corporativa no desempenho econômico das empresas, alinhando ao papel da governança corporativa ao controlar os interesses dos acionistas e mitigar os conflitos de agência.

Espera-se que as contribuições desse estudo se estendam em uma perspectiva prática na medida que suportam e justificam uma maior cautela na decisão de investir nas empresas que estão passando por instabilidade financeira e ao mesmo tempo não apresentam níveis elevados de governança corporativa por meio da listagem aos níveis diferenciados da B³. Na prática, tais níveis podem ser utilizados como subsídio adicional por investidores na avaliação e mitigação dos riscos.

Numa perspectiva acadêmica, os resultados suportam a utilização dos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ como *proxy* para governança na medida em que sugerem que empresas listadas nos níveis diferenciadas da B³ (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) possuem maior probabilidade de reverterem um estágio final do ciclo da vida.

Como limitação da pesquisa, citamos o número de observações da variável dependente, em que só 4% da amostra é composta por observações que reverterem os estágios em análise. Para desenvolvimento de novas pesquisas, sugere-se utilizar outras várias de governança corporativa, entre elas, número de membros independentes no conselho de administração e dualidade da presidente para verificar o nível de influência no ciclo da vida organizacional.

REFERÊNCIAS

- Alves, L. C. O., & Marques, J.A.V.C. (2007). Identificação das fases do ciclo de vida de empresas por meio da análise das demonstrações dos fluxos de caixa. *Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(3), 249-262.
- Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.
- Andries, A. M., Balutel, D., Ihnatov, I., & Ursu, S. G. (2020) The nexus between corporate governance, risk taking, and growth. *PLoS ONE* 15(2): e0228371. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0228371>

Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)

Auzair, S. M. (2010). Organizational Life Cycle Stages and Management Control Systems in Service Organizations. *International Journal of Business and Management*, 5(1), 56-65. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n1p56>

Baioco, V., & Almeida, J. (2017). Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(4), 229-248. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>

Black, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4, 40-56.

Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., Mergenthaler, R., 2004. Empirical evidence on recent trends in pro forma reporting. *Accounting Horizons*, 18, 27-44. <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.1.27>

Bakarich, K. M., Hossain, M., Hossain M., & Weintrop, J. (2019). Different time, different tone: Company life cycle. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 15(1), 69-86. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.12.002>

Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4(suppl. 3), 71-111.

Boa Vista Serviços (2021). Falências e Recuperações Judiciais. Recuperado de: <https://www.boavistaservicos.com.br/economia/falencias-e-recuperacoes-judiciais/>

Brasil, Bolsa e Balcão – B3. (2020). *Segmentos de listagem*. Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

Brega, A., & Dovladbekova, I. (2019). Capital structure and corporate governance: evidence from eastern european listed companies. *Polish Journal of Management Studies*. 20(2), 161-173. [10.17512/pjms.2019.20.2.14](https://doi.org/10.17512/pjms.2019.20.2.14)

Clemente, A., Antonelli, R. A., Scherer, L. M., & Mussi, S. C. A. P. (2014). O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 11(2), 140-152. [10.4013/base.2014.112.04](https://doi.org/10.4013/base.2014.112.04)

Costa, W. B., Macedo, M. A. S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. (2017). Análise dos Estágios de Ciclo de Vida de Companhias Abertas no Brasil: Um Estudo com Base em Variáveis Contábil-Financeiras. *Brazilian Business Review*, 14(3), 304-320. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>

Dawson, G., Denford, J., Williams, C. K., Preston, D., & Desouza, K. C. (2016). An Examination of Effective IT Governance in the Public Sector Using the Legal View of Agency Theory. *Journal of Management Information Systems*, 33(4), 1180-1208. <https://doi.org/10.1080/07421222.2016.1267533>

De Angelo, H., De Angelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>

DeFond, M. L., & Hung, M. (2003). An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 35(1), 73-100.

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36. [10.2307/4126762](https://doi.org/10.2307/4126762)

Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <https://doi.org/10.2308/acch-10130>

- Diéguez-Soto, J. (2009). Análisis crítico del estado de flujos de efectivo de las actividades de explotación del PGC2007 y su utilización en la evaluación de la solvencia empresarial. *Revista de contabilidad y tributación: Comentarios, casos prácticos*, (319), 209-244.
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2018). Do corporate policies follow a life-cycle? *Journal of Banking & Finance*, 69, 95–107. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.009>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>
- Frezatti, F., Relvas, T. R. S., Nascimento, A. R., Junqueira, E. R., & Bido, D. S. (2010). Perfil de planejamento e o ciclo de vida organizacional nas empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 45(4), 383-399. [https://doi.org/10.1016/S0080-2107\(16\)30469-1](https://doi.org/10.1016/S0080-2107(16)30469-1)
- Gondrige, E. O., Clemente, A., & Espej, M. M. S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9(3), 71-93. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2012.9.3.4>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440. <https://doi.org/10.1007/s10551-103-1700-8>
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00474>
- Habib, A., Bhuiyan, B., & Hasan, M. (2018). Advisory boards and firm life cycle. *Australian Journal of Management* 43(4), 575-592. <https://doi.org/10.1177/0312896217731502>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188-201. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>
- Hanna, S. (2008). Do organizational life-cycle and venture capital investors affect the management control systems used by the firm? *Advances in Accounting*. 24(1), 128-138. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2008.05.013>
- Hasan, M., & Habib, A. (2017). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 13, 20-36. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.01.002>
- Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2004). The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregated earnings components. *Review of Accounting and Finance*, 3(4), 5-20. <https://doi.org/10.1108/eb043411>
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does Corporate Governance Matter do Bondholders? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693-719. <https://doi.org/10.1017/S0022109000001940>
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial Distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.004>
- Laitinen, E. K. (1994). Traditional versus operating cash flow in failure prediction. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(2), 195-217.
- Li, S., Qiu, J., & Wan, C. (2011). Corporate Globalization and bank lending. *Journal of International Business Research*, 42(8), 1016-1042. <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.29>
- Lima, A. S. de, Carvalho, E. V. A. de, Paulo, E., & Girão, L. F. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20151711>
- Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A., Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de

desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 187-204. [10.5700/rege558](https://doi.org/10.5700/rege558)

Machado, M. R. R., & Gartner, I. V. (2018). The Cressey hypothesis (1953) and an investigation into the occurrence of corporate fraud: an empirical analysis conducted in Brazilian banking institutions. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(76), 60-81. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201803270>

Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Oliveira, M. C. (2015). Determinantes das práticas de governança corporativa: Um estudo nas empresas registradas na CVM. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 374-395. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2015080306>

Maranho, F. S., & Leal, R. (2018). Corporate governance and firm performance in Latin America: a meta-analysis. *Revista Latinoamericana de Administracion*, 31(1), 195-211. <https://doi.org/10.1108/ARLA-04-2017-0126>

Martins, O., & Ventura Júnior, R. (2020). A Influência do Governo Corporativo na Mitigação de Relatórios Financeiros Fraudulentos. *Review of Business Management*, 22 (1), 65-84. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4039>

Melo, R. S., Batista, P. C. S., Macedo, A. C. M., & Costa, R. B. L. (2013). A contribuição da governança corporativa para desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Gestão*, 20(1), 79-92. <https://doi.org/10.5700/rege488>

Miller, D., & Friesen, P. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>

Miglani, S., Ahmed, K., & Henry, D. (2015). Voluntary corporate governance structure and financial distress: evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 18–30. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.005>

Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2008). Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Imagem Institucional das Empresas. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 19(2), 85-111.

O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance* 11, 23-43. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2013-0033>

Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.

Oliveira, A. L., & Girão, L. F. A. P. (2018). Acurária na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. 12(1), 121-144. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v12i1.1530>

Oliveira, W. da C. de., & Monte-Mor, D. S. (2020). Níveis diferenciados de governança corporativa e a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros. *Revista De Contabilidade E Organizações*, 14, e168945. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.168945>

Owen, S., & Yamson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 427-440. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.003>

Ribeiro, F., Carneiro, L. M., & Scherer, L. M. (2018). Ciclo de Vida e Suavização de Resultados: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 63-79. <http://dx.doi.org/10.21714/1984-39252018v21n1a4>

Robicheaux, S. H., Fun, X., & Ligon, J. A. (2007). Convertible Debt Use and Corporate Governance. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 46(3), 65-94.

Rossoni, L., & Silva, G. L. M. (2013). Legitimidade, Governança Corporativa e Desempenho: Análise das empresas da BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, 53(3), 272-289.

Serasa Experian, (2020). Ir à falência: veja os principais motivos e como evita-los. Recuperado de <https://empresas.serasaexperian.com.br/blog/ir-a-falencia-veja-os-principais-motivos-e-como-evita-los/>.

- Silva, E. S., Kayo, E. K., & Nardi, R. Y. S. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *Revista de Gestão*, 23, 222-232. <http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2016.06.004>
- Silva, E. S., Santos, J. F., & Almeida, M. A. (2011). Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440-453.
- Shahid, S. M., & Abbas, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics & Business*, 105. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.03.003>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-775.
- Sonza, I., & Kloeckner, G. (2014). Governança Corporativa Influência a Eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>
- Tuschke, A., & Sanders, Wm. G. (2003). Antecedents and consequences of corporate governance reform: the case of Germany. *Strategic Management Journal*, 24(7), 631–649. doi:10.1002/smj.324
- 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. *Journal of Corporate Governance*, 13(1), 47-57.