

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**

**VANESSA NOGUEZ MACHADO**

**INFLUÊNCIA DO CICLO DE VIDA NA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E *FINANCIAL DISTRESS*:  
ESTUDO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Porto Alegre

2020

**VANESSA NOGUEZ MACHADO**

**INFLUÊNCIA DO CICLO DE VIDA NA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E *FINANCIAL DISTRESS*:  
ESTUDO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva  
Co-orientadora: Dr<sup>a</sup>. Márcia Bianchi

Porto Alegre

2020

## CIP - Catalogação na Publicação

Machado, Vanessa Noguez

Influência do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e financial distress: estudo das companhias abertas brasileiras / Vanessa Noguez Machado. -- 2020.

133 f.

Orientador: Carlos Eduardo Schonerwald da Silva.

Coorientadora: Márcia Bianchi.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Porto Alegre, BR-RS, 2020.

1. Ciclo de vida da firma. 2. Governança corporativa. 3. Financial distress. 4. Mecanismos internos. I. Silva, Carlos Eduardo Schonerwald da, orient. II. Bianchi, Márcia, coorient. III. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**INFLUÊNCIA DO CICLO DE VIDA NA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E *FINANCIAL DISTRESS*:  
ESTUDO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Aprovada em: Porto Alegre, 27 de fevereiro de 2020.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva – Orientador  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup> Márcia Bianchi – Co-orientadora  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup> Fernanda Gomes Victor  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof. Dr. Marco Antônio dos Santos Martins  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

## AGRADECIMENTOS

O tão esperado dia chegou e gratidão é a única palavra que passa em minha mente depois desses dois anos de muito aprendizado para a realização do meu sonho. Entretanto, acredito que minha caminhada apenas foi possível com a ajuda de pessoas que, sem dúvidas, foram essenciais para que eu pudesse realizar mais essa etapa de uma forma tão proveitosa como foi. Assim, meus agradecimentos vão, primeiramente a Deus, por ter me proporcionado esses momentos em que eu pude ter saúde e determinação, cercada por aqueles que amo, bem como por pessoas e profissionais incríveis que me ajudaram, não somente em meu trabalho, mas em cada palavra de apoio e de auxílio nessa caminhada.

Agradeço imensamente aos meus pais, Mara e Carlos, por estarem sempre ao meu lado em todos os momentos, por me incentivarem e serem os melhores exemplos de pessoa, ética, determinação, empatia e amor que eu poderia ter. Nunca serei capaz de expressar em palavras o quão grata eu sou por tê-los em minha vida, me apoiando e amando em todos os momentos.

Ao meu noivo, Filipe, por ter sido sempre meu grande amor, companheiro e amigo, me apoiando e incentivando a buscar o melhor para mim e a nunca desistir do meu sonho, meu eterno agradecimento. Terás sempre meu amor e gratidão!

Agradeço à minha família por sempre compreenderem as minhas ausências e por me apoiar, me ensinando que os nossos mais valiosos pertences dessa vida são os momentos que passamos com as pessoas que amamos e o quanto é importante sempre estarmos juntos.

Aos meus amigos, que acompanharam minha busca pelo conhecimento, me proporcionando os momentos de respiro quando eu mais precisei. Em especial, para as minhas amigas Julia, Laura e Bruna, que sempre estiveram ao meu lado - mesmo quando não puderam estar presentes fisicamente -, com um ombro amigo e, até mesmo, puxões de orelha, quando necessário.

Agradeço aos meus colegas do mestrado, por toda a troca de conhecimento e ajuda nesses dois anos de jornada acadêmica. Em especial, agradeço à amizade e momentos únicos com: a Lauren, por ter sido meu braço direito durante todo o período de mestrado, amiga de todas as horas, e quem sou extremamente grata por ter ao meu lado em todos os momentos; a Fernanda e a Josiane, por serem companheiras e verdadeiras, sempre com palavras de incentivo; e a Rafaela, por ser sempre solícita e preocupada em ajudar, com um sorriso gentil e alegre.

Agradeço, ainda, às parcerias formadas durante esse período, em especial para a Doutoranda Caroline Keidann Soschinski da Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB) e para a colega Josiane pela disponibilidade de ajuda na coleta de dados.

Aos professores do PPGCONT-UFRGS, por todos os ensinamentos e auxílio durante essa jornada. Especialmente aos professores Dr. Edilson Paulo e Dr.<sup>a</sup> Márcia Bianchi, por terem acreditado no meu potencial e por me ensinarem a cada dia, não apenas como ser uma melhor profissional, mas como ser uma melhor pessoa. Serei eternamente grata pelo conhecimento adquirido e por ter sido tão bem acolhida por vocês, por toda orientação, compreensão e amizade.

Agradeço também aos meus professores do curso de Ciências Contábeis da UFRGS, por terem me dado todo o suporte necessário durante a graduação e me motivado a buscar o meu sonho. Em especial para a professora Dr.<sup>a</sup> Fernanda Victor que, além de me inspirar como profissional, viu potencial em mim e me proporcionou ainda mais conhecimento na área contábil para usuários externos.

Meus agradecimentos também vão para a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES), por ter me fornecido o apoio financeiro, por meio da concessão de bolsa durante essa jornada acadêmica (Código de Financiamento 001).

Ademais, agradeço o aceite e as valiosas contribuições da minha banca de qualificação e defesa, professores Dr.<sup>a</sup> Fernanda Victor, Dr. João Zani, Dr. Wilson Nakamura e Dr. Marco Martins. Meu muito obrigada por permitirem com que eu aprimorasse ainda mais a minha pesquisa.

Por fim, agradeço imensamente aos meus orientadores Dr. Carlos Schonerwald e Dr.<sup>a</sup> Márcia Bianchi. Sou muito grata por ter tido a oportunidade de aprender ainda mais com vocês, com sua experiência e vivências. Sem dúvida, essa pesquisa não teria o mesmo êxito sem a sua ajuda.

A todos, meus sinceros agradecimentos!

*Se você tiver conhecimento,  
deixe que outras pessoas  
acendam suas velas nele.  
(Margaret Fuller)*

## RESUMO

Machado, V. N. (2020). *Influência do Ciclo de Vida na Relação de Governança Corporativa e Financial Distress: Estudo das Companhias Abertas Brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

A presente pesquisa objetiva analisar a influência do ciclo de vida da firma na relação entre governança corporativa e *financial distress* nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018. Dessa forma, efetuou-se uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, utilizando-se dos dados disponíveis nos bancos de dados da Economatica® e da Bloomberg®, assim como nos Formulários de Referência das companhias não financeiras listadas na B3, com fluxos de caixa não zerados. A análise foi efetuada com base na regressão de dados em painel, para 138 companhias, utilizando-se Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), com a estimação de Hausman-Taylor, além da regressão quantílica. Por meio do método de sinais de fluxo de caixa da Dickinson (2011), classificou-se as empresas nas etapas de nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio para o período de análise. Com relação ao *financial distress*, examinou-se quatro *proxies* para representar o sofrimento financeiro, sendo elas: o *Z-score* clássico de Altman (1968); o *Z-score* de Martins e Ventura (2020), adaptado do modelo de Altman, Baydia e Dias (1979) para realidade atual das companhias brasileiras; o indicador de *default* em um ano da Bloomberg, que representa a probabilidade de inadimplência das companhias da amostra no próximo ano; e o indicador de *default* em cinco anos, indicando a probabilidade de inadimplência a longo prazo. Como mecanismos de governança corporativa, analisou-se os mecanismos internos e externos. Como mecanismos internos, utilizou-se: tamanho do conselho de administração; não dualidade do cargo de Diretor Executivo (CEO) e Presidente do Conselho; percentual de ações ordinárias; concentração dessas ações em posse do controlador; e plano participação dos executivos lucros da companhia. Já como mecanismos externos, analisou-se: percentual de ações em circulação (*Free Float*); qualidade da auditoria externa; e classificação da empresa no nível diferenciado da B3 denominado de Novo Mercado. Ademais, controlou-se a análise com a utilização de variáveis atreladas ao desempenho organizacional, como: tamanho da companhia, retorno do ativo, retorno das ações e oportunidade de crescimento. Os resultados auferidos demonstraram que, de forma geral, tantos os mecanismos internos, quanto externos, se mostraram significantes em relação às *proxies* de *financial*

*distress*, denotando influência significativamente distinta entre eles para as companhias da amostra. Ainda, verificou-se que as etapas do ciclo de vida afetam significativamente a relação entre os mecanismos e o sofrimento financeiro, de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida. Ademais, nota-se que, para as variáveis da pesquisa, os mecanismos externos de governança corporativa demonstraram resultados mais significantes ao longo da vida das companhias quando analisadas sob o enfoque do *financial distress*. Assim, a pesquisa contribui para o enriquecimento da literatura e debate a respeito sobre o tema, ressaltando a importância da análise das características de cada etapa do ciclo de vida empresarial, de modo a minimizar problemas de agência relacionados a conflitos de interesses e assimetria da informação, na utilização de mecanismos internos e externos de governança corporativa para mitigar problemas a probabilidade de *financial distress*.

**Palavras-chaves:** Ciclo de vida da firma. Governança corporativa. *Financial distress*. Mecanismos internos. Mecanismos externos.

## ABSTRACT

Machado, V. N. (2020). *Influence of Firm Life Cycle on the Relationship of Corporate Governance and Financial Distress: Study of Brazilian Public Companies* (Master's Dissertation). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brazil.

This research aims to analyze the influence of the firm's life cycle on the relationship between corporate governance and financial distress in the companies listed in B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) in the years 2010 to 2018. Thus, this is a quantitative, descriptive and documentary research, using the data available in the databases of Economatica® and Bloomberg®, as well as in the Reference Forms of the non-financial companies listed in B3, with non-zero cash flows. The analysis was performed based on panel data regression, for 138 companies, using Generalized Least Squares (GLS), with the Hausman-Taylor estimation, in addition to the quantile regression. Using Dickinson's cash flow sign method (2011), companies were classified in the stages of birth, growth, maturity, turbulence and decline for the analysis period. With regard to financial distress, four proxies were examined to represent financial distress, namely: Altman's classic Z-score (1968); Z-score by Martins and Ventura (2020), adapted from the Altman, Baydia and Dias (1979) model for the current reality of Brazilian companies; Bloomberg's one-year default indicator, which represents the probability of default by the sample companies in the coming year; and the five-year default indicator, indicating the probability of long-term default. As corporate governance mechanisms, internal and external mechanisms were analyzed. As internal mechanisms, we used: size of the board of directors; non-duality of the position of Executive Director (CEO) and Chairman of the Board; percentage of common shares; concentration of these shares held by the controller; and plan for the profit sharing of the company's executives. As for external mechanisms, it was analyzed: percentage of shares in circulation (Free Float); quality of the external audit; and classification of the company in the differentiated level of B3 called Novo Mercado. In addition, the analysis was controlled with the use of variables linked to organizational performance, such as: company size, return on assets, return on shares and growth opportunity. The results obtained showed that, in general, both internal and external mechanisms were significant in relation to financial distress proxies, showing a significantly different influence between them for the companies in the sample. Still, it was

found that the stages of the life cycle significantly affect the relationship between the mechanisms and financial suffering, differently in each stage of the life cycle. In addition, it is noted that, for the research variables, the external mechanisms of corporate governance have shown more significant results over the life of companies when analyzed under the financial distress approach. Thus, the research contributes to the enrichment of the literature and debate on the subject, emphasizing the importance of analyzing the characteristics of each stage of the business life cycle, in order to minimize agency problems related to conflicts of interest and information asymmetry, in the use of internal and external corporate governance mechanisms to mitigate the probability of financial distress problems.

**Keywords:** Firm Life Cycle. Corporate Governance. Financial Distress Internal Mechanisms. External Mechanisms.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Processo de Falência .....	31
Figura 2. Ciclo de Vida da Firma .....	33
Figura 3. Desenho da Pesquisa .....	35

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Delimitação da Composição da Amostra .....	44
Tabela 2. Composição da Amostra e População por Setores.....	44
Tabela 3. Quantidade Anual de Companhias por Etapa do Ciclo de Vida .....	45
Tabela 4. Variáveis da Pesquisa .....	46
Tabela 5. Variáveis da Financial Distress .....	47
Tabela 6. Interpretação dos Resultados das <i>Proxies</i> de <i>Financial Distress</i> .....	50
Tabela 7. Variáveis de Mecanismos Internos de Governança Corporativa.....	51
Tabela 8. Variáveis de Mecanismos Externos de Governança Corporativa .....	53
Tabela 9. Variáveis de Ciclo de Vida da Firma.....	54
Tabela 10. Variáveis de Controle .....	55
Tabela 11. Estatística Descritiva Anual das <i>Proxies</i> de <i>Financial Distress</i> .....	62
Tabela 12. Estatística Descritiva do <i>Financial Distress</i> por Etapa do Ciclo de Vida.....	64
Tabela 13. Teste de Dunn – <i>Financial Distress</i> por Etapa do Ciclo de Vida.....	65
Tabela 14. Estatística Descritiva Anual dos Mecanismos Internos de GC .....	66
Tabela 15. Estatística Descritiva Anual dos Mecanismos Externos de GC .....	68
Tabela 16. Mecanismos Internos por Etapa do Ciclo de Vida .....	69
Tabela 17. Mecanismos Externos por Etapa do Ciclo de Vida .....	70
Tabela 18. Teste de Dunn –Mecanismos Internos e Externos de GC Ciclo de Vida .....	71
Tabela 19. Estatística Descritiva Anual das Variáveis de Controle .....	72
Tabela 20. Matriz de Correlação de <i>Spearman</i> e de <i>Pearson</i> .....	74
Tabela 21. Síntese das Correlações entre Mecanismos de GC e Financial Distress .....	75
Tabela 22. Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> .....	78
Tabela 23. Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> por <i>Quantil</i> (FD_A68).....	81
Tabela 24. Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> por <i>Quantil</i> FD_ABR).....	83
Tabela 25. Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> por <i>Quantil</i> (FD_B1Y).....	85
Tabela 26. Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> por <i>Quantil</i> (FD_B5Y) .....	86
Tabela 27. Síntese das Hipóteses dos Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> .....	88
Tabela 28. Influência das Etapas do Ciclo de Vida (W_FD_A68) .....	89
Tabela 29. Influência das Etapas do Ciclo de Vida (W_FD_ABR) .....	92
Tabela 30. Influência das Etapas do Ciclo de Vida (W_FD_B1Y).....	95
Tabela 31. Influência das Etapas do Ciclo de Vida (W_FD_B5Y).....	97
Tabela 32. Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (W_FD_A68). 100	

Tabela 33. Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (W_FD_ABR)	103
Tabela 34. Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (W_FD_B1Y)	105
Tabela 35. Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (W_FD_B5Y)	107
Tabela 36. Síntese das Hipóteses dos Mecanismos de GC e <i>Financial Distress</i> .....	109

## LISTA DE SIGLAS

B3	-	B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	-	Diretor executivo
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	-	Demonstração de Fluxo de Caixa
EBIT	-	Lucro Antes dos Juros e Impostos
GMM	-	Método Generalizado dos Momentos
IBGC	-	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ON	-	Ações Ordinárias
PN	-	Ações Preferenciais
CEO	-	Diretor Executivo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>16</b>
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	19
1.2	OBJETIVOS.....	19
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo Geral.....</b>	<b>20</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos Específicos.....</b>	<b>20</b>
1.3	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	20
1.4	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	22
1.5	ESTRUTURA DO ESTUDO.....	23
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>24</b>
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA.....	24
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
2.3	<i>FINANCIAL DISTRESS</i> .....	29
2.4	CICLO DE VIDA DA FIRMA.....	32
2.5	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA.....	35
<b>2.5.1</b>	<b>Governança Corporativa e <i>Financial Distress</i>.....</b>	<b>36</b>
<b>2.5.2</b>	<b>Ciclo de Vida na Relação entre Governança Corporativa e <i>Financial Distress</i>.....</b>	<b>39</b>
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>43</b>
3.1	CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA DO ESTUDO.....	43
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	44
3.3	VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	45
<b>3.3.1</b>	<b>Variáveis Dependentes.....</b>	<b>47</b>
<b>3.3.2</b>	<b>Variáveis Independentes.....</b>	<b>51</b>
3.4	TRATAMENTO DOS DADOS.....	57
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS.....</b>	<b>62</b>
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	62
<b>4.1.1</b>	<b><i>Financial Distress</i>.....</b>	<b>62</b>
<b>4.1.2</b>	<b>Mecanismos de Governança Corporativa (GC).....</b>	<b>66</b>
<b>4.1.3</b>	<b>Variáveis de Controle.....</b>	<b>71</b>
4.2	MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	73

4.3	REGRESSÃO DOS DADOS.....	77
4.3.1	Governança Corporativa e <i>Financial Distress</i> .....	77
4.3.2	Ciclo de Vida na Relação entre Governança Corporativa e <i>Financial Distress</i> .....	89
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>112</b>
5.1	RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES .....	112
5.2	CONTRIBUIÇÕES E IMPLICAÇÕES DA PESQUISA.....	115
5.3	LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS .....	116
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>118</b>
	<b>APÊNDICE A - Estatística Descritiva - Sem tratamento para outliers.....</b>	<b>127</b>
	<b>APÊNDICE B – Correlograma da Matriz de Correlação de <i>Spearman</i>.....</b>	<b>128</b>
	<b>APÊNDICE C – Correlograma da Matriz de Correlação de <i>Pearson</i>.....</b>	<b>129</b>
	<b>APÊNDICE D – Gráficos das distribuições quantílicas para <i>W_FD_A68</i> .....</b>	<b>130</b>
	<b>APÊNDICE E – Gráficos das distribuições quantílicas para <i>W_FD_ABR</i> .....</b>	<b>131</b>
	<b>APÊNDICE F – Gráficos das distribuições quantílicas para <i>W_FD_B1Y</i>.....</b>	<b>132</b>
	<b>APÊNDICE G – Gráficos das distribuições quantílicas para <i>W_FD_B5Y</i>.....</b>	<b>133</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As empresas estão em constante evolução, sendo conduzidas por fatores internos e externos, representados por sua estratégia organizacional, suas decisões em relação aos recursos financeiros, sua capacidade gerencial para a tomada de decisão, bem como pelo ambiente competitivo e pelos aspectos macroeconômicos a que estão submetidas (Dickinson, 2011). Os resultados advindos das mudanças nesses fatores são representados pelas diferentes etapas dos ciclos de vida empresarial, envolvendo transações econômicas e tratamentos contábeis e tributários fundamentalmente distintos em cada uma delas (Dickinson, 2011; Drake, 2012). Dessa forma, decisões relativas ao financiamento e ao investimento da firma podem estar relacionadas à etapa do ciclo de vida em que se encontra, podendo apresentar padrões característicos referentes à estrutura de capital da empresa e ao montante de seus lucros acumulados (Owen & Yawson, 2010).

Um dos instrumentos que podem ser utilizados para a determinação das etapas do ciclo de vida da firma é a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), a partir da utilização de padrões de sinais dos fluxos de caixa gerados pela organização (Dinkinson, 2011). Dessa forma, a vida empresarial pode ser classificada em uma das cinco etapas do ciclo: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência ou declínio (Adizes, 1979; Dickinson, 2011; Gort & Klepper, 1982). Isso ocorre, pois, os fluxos de caixa gerados por uma empresa fornecem uma visão ampla das entradas e saídas das organizações, apoiando o seu processo decisório e seu planejamento estratégico (Borges, Nunes & Alves, 2012).

Ao longo da vida organizacional, os mecanismos de governança corporativa também podem sofrer alterações, considerando as diferentes estratégias, necessidades e desafios atrelados a cada uma das etapas vividas (Filatotchev, Toms & Wright, 2006; O'Connor & Byrne, 2015). Isso acontece em virtude do enfoque das decisões gerenciais e estratégias das empresas em cada momento de sua vida, com posicionamentos distintos frente aos aspectos externos e internos de seu negócio (Miller & Friesen, 1984). Dessa forma, os mecanismos devem ser adaptados para negócio, considerando suas idiossincrasias e prioridades, de forma a proporcionar uma melhor tomada de decisão e, com isso, melhorando o emprego dos custos de agência em seu processo de monitoramento e controle (Dowell, Shackell & Stuart, 2011).

A busca contínua por melhores práticas de governança corporativa nas companhias é frequentemente objeto de estudo, visto que tem por finalidade a otimização do desempenho das organizações, protegendo as partes interessadas com seus princípios

básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2015). A compreensão dessas práticas se mostra relevante quando aplicadas a países que demonstram reflexos da crise financeira em sua economia, visto que a utilização de mecanismos de governança corporativa é considerada como fator importante para o desenvolvimento do mercado financeiro (Mitton, 2002).

Os mecanismos de governança corporativa são relevantes para que o processo decisório da empresa seja mais eficiente, proporcionando uma tomada de decisão livre de aspectos tendenciosos, quando relacionados aos próprios interesses dos gestores e não ao melhor para o negócio (Jensen & Meckling, 1976; Silveira & Barros, 2008). A utilização de tais mecanismos para otimização da tomada de decisão pode apresentar influência na continuidade da empresa, sua saúde financeira e, por consequência, em um potencial *financial distress* ao qual a empresa pode vir a ser submetida (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

Os escândalos organizacionais, tanto da década de 80 nos Estados Unidos, quanto das empresas Enron, WorldCom e Tyco (Frentrop, 2002), juntamente com o agravante da crise financeira de 2008, fomentaram a realização de pesquisas que investigam como os mecanismos de governança corporativa podem influenciar a sobrevivência das empresas (Coelho, 2016). A maioria das empresas tende a passar por períodos de *financial distress* (Parkinson, 2018), sendo relevante que estas apresentem estratégias do negócio adequadas para cada etapa de sua vida. Em momentos de *financial distress*, os conflitos entre gestores e acionistas de um negócio se mostram ainda mais graves, pois os gerentes podem se sentir ameaçados por uma possível perda de seu emprego e, por isso, podem ter suas decisões influenciadas pelo seu próprio interesse em continuar na empresa, ao invés de uma tomada de decisão que possibilite que a companhia supere seus problemas financeiros a longo prazo (Donker, Santen, & Zahir, 2009; Shahwan, 2015).

Diversas pesquisas abordam a utilização de mecanismos de governança corporativa como forma de mitigar o *financial distress* das organizações, à luz teórica da Teoria da Agência (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzaneque, Priego & Merino, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin, Khan & Javid, 2017). Como achados, de modo geral, as pesquisas evidenciam que a utilização de mecanismos de governança está relacionada de forma positiva com a saúde financeira das empresas, minimizando seu risco de *financial distress*.

Para que as decisões possam ser mais eficazes, deve-se observar as características da etapa do ciclo de vida em que a organização se encontra, tendo em vista as diferentes necessidades do negócio e as iniciativas que podem ser tomadas para otimizá-lo (Miller & Friesen, 1984). Segundo Adizes (1979), as características da tomada da decisão mudam ao longo da vida da firma em virtude da sua propensão ao risco ser distinta em cada etapa do ciclo de vida. Borges *et al.* (2012) ressaltam que a DFC pode servir como instrumento a ser utilizado para previsão dos fluxos de caixa futuros das empresas e para a prevenção de *financial distress*, o qual pode ser ocasionado, segundo Liang, Lu, Tsai, e Shih (2016), pela insuficiência de fluxos de caixa, impedindo, desta forma, que as firmas honrem suas obrigações financeiras.

Fomentados pela capacidade preditiva dos fluxos de caixa gerados por uma companhia, Shamsudin e Kamaluddin (2015), Terreno, Sattler e Pérez (2017) e Machado, Matts, Victor e Silva (2018), estudaram os efeitos do ciclo de vida, por meio dos fluxos de caixa das companhias, na previsão de *financial distress*. Os resultados destas pesquisas demonstram que cada etapa do ciclo de vida pode afetar de forma distinta o *financial distress* de uma empresa, dado que negócios maduros tendem a apresentar menor sofrimento financeiro. Já empresas que se encontram em crescimento e declínio, evidenciam maior risco de *financial distress*, atrelado às particularidades do processo decisório dessas etapas.

Levando em conta a relevância da análise das características de cada etapa do ciclo de vida frente ao processo decisório e, por consequência, nas iniciativas de governança corporativa a serem tomadas pela organização visando a sua continuidade, acredita-se que a análise de como os mecanismos internos e externos de governança corporativa afetam o *financial distress*, em cada etapa do ciclo de vida da firma, se mostra relevante. Nesse contexto, a presente pesquisa está pautada a luz da Teoria da Agência, tendo em vista que analisa como a assimetria da informação entre as partes relacionadas do negócio pode ser mitigada na relação contratual, de forma a minimizar probabilidade de *financial distress* da organização ao longo das etapas de sua vida, por meio de mecanismos que viabilizam um maior monitoramento e controle do agente na tomada de decisão. Ainda, a teoria pode ser evidenciada quando da relação do ciclo de vida com a governança corporativa, uma vez que os comportamentos de cada estágio do ciclo podem apresentar intensidades distintas de conflito de interesses na relação de agência.

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Tendo em vista a busca constante por melhoria do negócio ao longo da evolução da companhia, visando sua continuidade e prosperidade no âmbito financeiro (Dickinson, 2011; Drake, 2012), o estudo de como as características atribuídas às etapas do ciclo de vida da firma influenciam a tomada de decisão, deixando-a mais eficiente, se faz pertinente para as companhias brasileira. Dessa forma, considerando as idiossincrasias atribuídas a cada etapa do ciclo de vida empresarial, aspectos relacionados à utilização da governança corporativa a fim de otimizar a tomada de decisão podem demonstrar diferentes estratégias e características ao longo de sua vida (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015; Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Terreno *et al.*, 2017).

Dessa forma, considerando que a utilização de mecanismos de governança corporativa pode vir a afetar o *financial distress* empresarial (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), faz-se oportuno analisar como as idiossincrasias de cada etapa da vida do negócio pode afetar a governança corporativa como forma de mitigar potenciais problemas associados a *financial distress* de forma distinta, quando da análise de cada etapa, uma vez que as empresas podem apresentar diferentes posições estratégicas e de negócio frente risco ao longo de sua vida, afetando seu processo decisório (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984).

Nesse contexto, pode-se evidenciar uma lacuna empírica quando relacionada ao estudo de como o ciclo de vida por vir a influenciar a relação entre governança corporativa e *financial distress* empresarial. Diante disso, o presente estudo é motivado pelo seguinte problema de pesquisa: **“De que forma o ciclo de vida da firma afeta a relação entre de governança corporativa e *financial distress* das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3)?”**.

## 1.2 OBJETIVOS

Tendo em vista o problema de pesquisa proposto pela dissertação, traçou-se o objetivo geral e objetivos específicos para nortear o estudo a fim de responder tal questionamento.

### 1.2.1 Objetivo Geral

Com a finalidade desenvolver as concepções necessárias para fundamentação de uma resposta ao questionamento proposto no problema de pesquisa, esse estudo tem por objetivo geral analisar a influência do ciclo de vida da firma na relação entre governança corporativa e *financial distress* nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

A partir do objetivo geral, os objetivos específicos foram traçados para servir como orientação para o referente estudo:

- a) verificar de que forma os mecanismos internos de governança corporativa afetam o *financial distress*;
- b) explorar de que forma os mecanismos externos de governança corporativa afetam o *financial distress*;
- c) examinar de que forma as etapas do ciclo de vida afetam a relação entre os mecanismos internos de governança corporativa e o *financial distress*;
- d) avaliar de que forma as etapas do ciclo de vida afetam a relação entre os mecanismos externos de governança corporativa e o *financial distress*.

## 1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O estudo das práticas de governança aliado ao *financial distress* das companhias tem sido discutido com maior intensidade na literatura internacional desde o final da década de 1990 (Elloumi & Gueyié, 2001; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), porém pouco explorada pela ótica das companhias de capital aberto de mercados emergentes, como o Brasil (Coelho, 2016). Para Udin *et al.* (2017), a relação entre governança corporativa e o *financial distress* empresarial é uma questão de interesse para todos os usuários da informação, tendo em vista a possibilidade de mitigar os efeitos do estresse financeiro por meio de melhores práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, almeja-se que a temática promova suporte empírico e teórico para fomentar a discussão acadêmica sobre a relevância das práticas de governança

corporativa em um país emergente e como tais práticas podem auxiliar na prevenção de *financial distress* em cada etapa do ciclo de vida das empresas (Filatotchev *et al.*, 2006; Manzanque *et al.*, 2016; Udin *et al.*, 2017). Ademais, o estudo visa elucidar aos usuários externos da informação a importância da avaliação do ciclo de vida empresarial, no que tange aspectos decisórios dos gestores frente a uma possível situação de *financial distress* enfrentadas pelas instituições.

Dessa forma, faz-se necessário o estudo do impacto da governança corporativa no *financial distress* das companhias, tendo em vista os possíveis conflitos de interesses que podem haver na gestão da companhia e a influência que os diretores podem exercer sobre os seus resultados (Elloumi & Gueyié, 2001). Santos (2002) salienta a importância da utilização de um modelo de previsão de insolvência, servindo como uma ferramenta de apoio à gestão na tomada de decisão, assim como a todas as partes interessadas, permitindo que sejam tomadas as devidas providências em casos de dificuldades financeiras.

No tange ao ciclo de vida, o estudo da sua influência na relação entre a governança corporativa e o risco de insolvência se mostra relevante uma vez que, segundo Adizes (1979), as informações relacionadas ao ciclo de vida empresarial permitem com que medidas preventivas relacionadas à tomada de decisão possam ser efetuadas a fim de mitigar possíveis problemas financeiros futuros. A análise dos estágios do ciclo de vida capta as características e possíveis efeitos mercadológicos e estratégicos, relacionados às decisões de investimentos e financiamentos, em cada etapa da vida da firma (Lima, Carvalho, Paulo, & Girão, 2015).

A pesquisa auxilia os usuários da informação a partir da análise de aspectos que venham a prevenir situações de *financial distress* empresarial, por meio da utilização dos mecanismos internos e externos de governança corporativa, com enfoque na idiosincrasia das etapas do ciclo de vida da firma (Filatotchev *et al.*, 2006; Kordestani & Bakhtiar, 2011; Manzanque *et al.*, 2016; O'Connor & Byrne, 2015; Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Udin *et al.*, 2017). Ademais, com os resultados do presente estudo, busca-se contribuir para um melhor planejamento econômico e financeiro das companhias, por meio da minimização dos riscos do negócio e da assimetria informacional entre as partes interessadas do negócio, bem como para a continuidade da firma.

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O estudo delimita-se às companhias abertas brasileiras negociadas na B3, que estão ativas em 2019 e que detêm suas informações disponíveis nos bancos de dados Bloomberg® e Economatica®. Ainda, a pesquisa delimita-se ao período de 2010 a 2018 em virtude da formalização da obrigatoriedade da divulgação do Formulário de Referência se tornar obrigatória por meio da Instrução Normativa nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a partir da competência 2009, no qual se encontram as informações relacionadas ao controle dos acionistas. Ademais, no que diz respeito às variáveis de governança corporativa, tem-se como delimitação as informações disponíveis no banco de dados Economatica® e nos Formulários de Referência das companhias analisadas.

Tendo em vista que a pesquisa utiliza-se de *proxies* de *financial distress* como variável dependente, para que a análise possa ser realizada, algumas variáveis foram selecionadas para tal, optando-se pela utilização do *Z-score* de Altman (1968), bem como o *Z-score* adaptado para a realidade das companhias pertencentes ao mercado de capitais brasileiro (Martins & Ventura, 2020) – estimado a partir de Altman, Baydia e Dias (1979) -, assim como o risco de as firmas entrarem em estado de *Default* nos próximos 1 e 5 anos, advindos da base de dados Bloomberg®.

Para estimar as etapas do ciclo de vida empresarial das companhias da B3, foi utilizado o modelo desenvolvido por Dickinson (2011) a partir da combinação de sinais dos fluxos de caixa não zerados da empresa. Isso representa outra delimitação do estudo, considerando que para realizar esse procedimento, apenas as companhias que possuem saldo de fluxo de caixa não zerados no período de 2010 a 2018 foram computadas como na amostra, tendo em vista a impossibilidade de aplicação do modelo de sinais para casos de saldo fluxo de caixa zerados.

Por fim, a partir do contexto do tema e das empresas objeto de estudo, delimitou-se a análise dos mecanismos internos e externos de governança corporativa apenas às variáveis constantes na Tabela 4, não evidenciando todos os aspectos existentes que podem vir a explicar a variável dependente. Para a sua escolha, buscou-se na literatura corrente os mecanismos que mais representassem a realidade das companhias brasileiras, bem como os possíveis conflitos de interesses mais comuns para essas empresas, sendo eles entre os acionistas majoritários e minoritários do negócio.

## 1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO

A pesquisa tem sua estrutura organizada em cinco capítulos. O primeiro capítulo trata da introdução, na qual é apresentada a contextualização do tema, o problema de pesquisa e objetivos, bem como a justificativa e delimitação do estudo. No que tange ao segundo capítulo, o mesmo corresponde ao referencial teórico, que aborda as concepções a respeito Teoria da Agência, o estado da arte da governança corporativa, tratando dos mecanismos internos e externos de governança, o *financial distress* empresarial, o ciclo de vida da firma e as idiossincrasias de cada etapa, juntamente com o desenvolvimento das hipóteses da pesquisa.

No que tange ao terceiro capítulo, o mesmo apresenta os procedimentos metodológicos utilizados no estudo, abordando a classificação da pesquisa, sua população e amostra, assim como as variáveis analisadas e o tratamento dos dados para tal. Com relação ao quarto capítulo, tem-se os resultados e análise do estudo, percorrendo a respeito da estatística descritiva dos dados, a matriz de correlação das variáveis e as regressões de dados em painel à média e quantílicas. Finalmente, o quinto capítulo compreende os resultados e considerações da dissertação, assim como das suas contribuições, implicações e sugestões para estudos futuros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O presente capítulo trata dos aspectos pertinentes a Teoria da Agência (2.1), governança corporativa (2.2), *financial distress* (2.3) e ciclo de vida da firma (2.4), abordando seus conceitos e estado da arte, bem como o desenvolvimento das hipóteses da pesquisa (2.5).

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

As companhias podem ser entendidas como um conjunto de contratos entre partes relacionadas, tratadas como principal e agente, sendo, respectivamente, a parte do negócio que delega funções e a outra parte a qual realiza essas funções (Jensen & Meckling, 1976). Essa relação contratual é tratada pela Teoria da Agência a fim de resolver possíveis problemas atrelados ao contrato, como: objetivos conflituosos entre o principal e o agente, bem como a dificuldade do principal em verificar se o agente está de fato fazendo o que lhe foi solicitado; e o problema ocasionado uma vez que o principal e o agente não compartilham das mesmas atitudes quando relacionado ao risco (Eisenhardt, 1989).

Embora o Teoria da Agência tenha sido muito adotada na pesquisa contábil nas décadas de 1970 e 1980 (Wilson, 1968), a raiz da teoria é a economia da informação, concentrando-se no problema de compartilhamento de risco originado de diferentes posições frente ao risco (Subramaniam, 2018). Nesse sentido, tal teoria apresenta duas linhas de pensamento: a positivista e a principal-agente. Na positivistas, as pesquisas são centradas nos conflitos de interesses advindos da separação de propriedade e gestão em grandes corporações de capital aberto, utilizando dados de fontes disponíveis sobre proprietários e gestores, a fim de descrever os mecanismos de governança para que situações em que o agente haja em prol de si mesmo sejam limitadas (Eisenhardt, 1989).

A falta de descrição contratual *ex ante* pode acarretar em conflitos de interesses entre principal e agente atrelados ao processo decisório, denominados de conflitos de agência, uma vez que, segundo Jensen e Meckling (1976), o indivíduo tende a agir em prol de si mesmo, gerando um comportamento oportunista por parte do gestor para com suas decisões frente às oportunidades do negócio. Como principais fatores motivadores para a incidência de tais conflitos, tem-se a aversão ao esforço e ao risco por parte do agente, bem como o desvio de recursos para uso próprio e a falta de alinhamento dos objetivos das partes relacionadas do negócio (Lambert, 2006).

No que diz respeito a linha de pensamento principal-agente, o enfoque se torna mais amplo do que a relação entre proprietário e gestor, mas buscando a determinação de um contrato ótimo comportamental entre partes relacionadas do negócio por meio de resultados empíricos, objetivando maximizar a eficiência contratual (Eisenhardt, 1989). Em virtude da tendência do indivíduo maximizar seus próprios interesses frente aos da companhia, a eficiência do negócio e de seus investimentos pode ser prejudicada (Chu; Yang; Yang, 2016), tanto no que diz respeito à relação entre acionista e gestor, quanto entre os seus acionistas minoritários e majoritários (Young, Peng, Ahstrom, Bruton, & Jiang, 2008), credores e proprietários e fornecedores e compradores (Harris & Raviv, 1978). Países que apresentam baixa proteção aos acionistas, como o Brasil, tendem a ter maior concentração acionária de sua estrutura de propriedade, tendo em vista que a emissão de títulos passa a ser menos atrativa aos investidores externos, aumentando os conflitos entre os acionistas majoritários e minoritários (Mendonça, Martins & Terra, 2019; Young *et al.*, 2008).

Conforme Lambert (2006), o modelo básico de agência parte do princípio de que o *trade-off* entre principal e agente é dado por meio de um sistema de avaliação de desempenho, no qual o principal utilizaria medidas de desempenho para estimar a remuneração do agente, findando estimulá-lo a otimizar a tomada de decisões operacionais, financeiras ou de investimento do negócio. Para o autor, o controle dado por meio de incentivos, juntamente com fatores exógenos seriam tidos como alguns dos fatores para minimizar os conflitos de agência. Dessa forma, com o intuito de minimizar esses conflitos de interesse, surgem os custos de agência, os quais o principal incorreria para poder monitorar as ações do agente, bem como para conceder garantias contratuais ao mesmo, a fim de estimular o nível ótimo de decisões do agente para a continuidade do negócio (Harris & Raviv, 1991; Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Jensen e Meckling (1976) existem três tipos de custos de agência:

- a) custos atribuídos ao monitoramento e controle do agente, em prol de proteger o principal;
- b) custos de vínculo de agência, vistos como uma forma de incentivo ao agente, podendo ser pecuniário ou não pecuniário;
- c) custo relacionado à perda residual atrelada ao bem-estar do principal, tendo em vista a assimetria de interesse entre as partes relacionadas do negócio.

Para Subramaniam (2018), o custo de monitoramento e controle pode ser interno ou externo a empresa, podendo ser caracterizado por custos de auditoria interna e externa, investimento, governança, procedimentos formais, sistemas de informação, etc. Os custos

de vinculação estariam associados custos a bonificações de incentivos e os residuais correspondem aos demais custos atribuídos para mitigar os conflitos de interesses.

Ações como avanços na estrutura dos contratos de agência e em formas alternativas de alinhamento de interesse entre principal e agente podem ser consideradas como fatores determinantes na redução dos custos de agência (Booth *et al.*, 2001). Nesse contexto, objetivando mitigar esses custos, bem como propiciar um aumento da confiança dos investidores e melhorar o desempenho no mercado, os gestores preconizam pela utilização das práticas de governança corporativa (Chung, Elder, & Kim, 2010; Kanagaretnam, Lobo & Whalen, 2007). Esse conjunto de práticas, internas e externas, também denominadas de mecanismos de governança corporativa, deveria ser adotado pelas empresas com a finalidade alinhar os interesses entre os gestores e seus acionistas, proporcionando o sucesso do negócio por meio de monitoramento, controle e estímulo da transparência das suas informações (Jensen & Meckling, 1976; Schiehl & Martins, 2016; Silveira & Barros, 2008).

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa pode ser conceituada como a forma pela qual as companhias são dirigidas, monitoradas e incentivadas, por meio de recomendações que alinhem os interesses do negócio e das partes relacionadas, maximizando o valor da empresa a longo prazo (IBGC, 2015). Trata-se da utilização de um conjunto de mecanismos que objetiva a garantia de retorno do investimento aos fornecedores de recursos (Silveira & Barros, 2008), por meio de controles e procedimentos que visam assegurar que a administração atue em prol dos interesses dos acionistas da entidade (Kanagaretnam *et al.*, 2007).

Conforme com Silveira e Barros (2008), o risco de os investimentos aportados nas companhias não serem absorvidos em seu funcionamento e continuidade está pautado na assimetria da informação entre as partes relacionadas do negócio, tendo em vista a separação de propriedade e controle entre quem efetua o aporte financeiro e os tomadores de decisão. Para os autores, essa separação tende a ocorrer em grandes corporações, nas quais o ônus financeiro de uma tomada de decisão não benéfica ao negócio não seria absorvido por seus tomadores de decisão (gestores da organização, acionistas majoritários de uma companhia pulverizada ou controladores de uma firma com estrutura de propriedade concentrada).

Aspectos como o sistema legal dos países em que as firmas se encontram, no que diz respeito à proteção dos investidores externos, bem como o sistema financeiro, seu mercado de capitais, políticas de segurança, dividendos e eficiência do investimento, são fatores determinantes da governança corporativa em todo o mundo (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). A partir das idiosincrasias de cada ambiente, suas macro-instituições políticas, sociais e jurídicas, é possível evidenciar as soluções de governança específicas para a sua realidade, especialmente no que tange às particularidades atribuídas às economias desenvolvidas e às emergentes (Armitage, Sarkar & Talaulicar, 2017).

No Brasil, a temática foi ganhando espaço em virtude da globalização, das desregulamentações da economia e das privatizações, exigindo com que as companhias modernizassem sua alta gestão e adotassem as melhores práticas de governança corporativa, tornando-as mais atraentes perante o mercado (Silva, 2006). Segundo Silveira, Leal, Carvalhal e Barros (2013), as firmas brasileiras tendem a ter estrutura de propriedade concentrada no acionista majoritário controlador, sem divisão clara entre propriedade e controle, gerando conflitos de interesses entre minoritários e majoritários (Valadares & Leal, 2000). Dessa forma, visando garantir financiamento aportado por parte de acionistas minoritários e credores, é essencial que a companhia se comprometa a minimizar o comportamento oportunístico dos seus controladores (acionistas majoritários e executivos), por meio de contratos legais (Mendonça *et al.*, 2019).

Como forma de minimizar os conflitos de agência advindos da concentração de propriedade, deve haver um equilíbrio de alinhamento e entrincheiramento dos interesses entre os gestores e os acionistas (Armitage *et al.*, 2017), reduzindo o risco de manipulação do mercado por parte do gestor utilizando-se de mecanismos regulatórios e de mercado (Santos, Façanha, Vasconcelos & Luca, 2018). Para tanto, a adoção de mecanismos internos e externos de governança corporativa se fazem necessários, visando a garantia de maior rentabilidade das partes interessadas e compreender quais fatores levam a uma tomada de decisão mais eficaz (Walsh & Seward, 1990).

Os mecanismos são considerados internos quando são gerados por meio de práticas que partem de dentro da companhia, como pacotes de incentivos e monitoramento, objetivando disciplinar os gestores através de mecanismos como estrutura de propriedade, independência do conselho de administração e remuneração executiva (Aguilera, Desender, Bednar, & Lee, 2015; Daily, Dalton & Cannella, 2003; Dalton, Hitt, Certo & Dalton, 2007; Silveira, 2006; Silveira, Barros, & Famá, 2003; Victor, 2013).

Um dos principais mecanismos internos analisados no Brasil é a estrutura de propriedade das firmas, tendo em vista a concentração do controle em acionistas majoritários, gerando conflitos de interesses entre esses controladores e os acionistas minoritários (Valadares & Leal, 2000). Tal conflito de interesses é agravado, ainda, pela forte concentração de ações com direito a voto – ações ordinárias (ON) - em relação às ações preferenciais (PN) das firmas brasileiras (Silveira *et al.*, 2008), tendo em vista a característica de separação entre controle e direito sobre o fluxo de caixa (Coelho, 2016).

Outro importante mecanismo interno está relacionado ao conselho de administração da empresa, sua composição e independência. Com relação ao número de componentes, algumas controvérsias que são observadas na literatura. Conselhos maiores podem se mostrar mais rígidos e pouco envolvidos com a estratégia da empresa (Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994; Weisbach, 1988). No entanto, a quantidade diversificada de partes atuando no conselho proporciona uma tomada de decisão mais heterogênea com diferentes componentes que apresentam enfoques e experiência (Coelho, 2016). Dessa forma, aliado à ideia de proporcionar um número ótimo de componentes no conselho de administração, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) recomenda o número de 5 a 9 membros, de forma que a elevada quantidade de membros não prejudique aspectos relacionados ao risco e excesso de polidez (Jensen, 1993; Weisbach, 1988), bem como proporciona com que exista certa heterogeneidade no conselho para a tomada de decisão.

No que diz respeito à independência da presidência do conselho, Jensen (1993) alega que a separação de controle entre a presidência do conselho e direção executiva da empresa (*Chief Executive Officer* - CEO) se mostra benéfica à descentralização do poder dentro da companhia, proporcionando uma tomada de decisão mais eficiente. Ademais, Dutra e Saito (2002) afirmam que a independência do conselho de administração está diretamente atrelada a menor influência dos controladores sob as decisões do conselho, proporcionando uma tomada de decisão livre de amarras.

Incentivos relacionados a remuneração executiva também são utilizados como mecanismo interno, sendo um dos fatores que mais representam o poder dos incentivos em prol de maximizar o desempenho da entidade, envolvendo bonificações e participação nas ações por parte dos administradores (Jensen & Murphy, 1990). Coelho (2016) aponta que esse incentivo pode ser visto como uma forma de minimizar os problemas advindos da concentração de propriedade em acionistas majoritários, minimizando a possibilidade de conflitos de interesses no processo decisório dos gestores da firma.

De forma a complementar e/ou como alternativa à eficácia dos mecanismos internos de governança corporativa, tem-se os mecanismos externos, os quais podem ser utilizados no combate ao oportunismo gerencial quando o monitoramento demonstra falhas (Aguilera *et al.*, 2015; Cremers & Nair, 2005). Segundo Mendonça *et al.* (2019), os mecanismos externos são as práticas que não estão inerentes a companhias, mas sim a fatores externos relativos à proteção dos investidores, como leis, políticas, condutas, códigos e, até mesmo, a jurisprudência do país em que a empresa se encontra. Ainda, para Aguilera *et al.* (2015), os principais mecanismos externos que devem ser considerados pelas firmas são o sistema legal e o mercado em que a companhia se encontra, sua auditoria externa, agências de rating e o comportamento dos investidores, credores e mídia.

A qualidade da auditoria pode ser vista como forma de evidenciar características de *disclosure* da firma e mitigação de assimetria da informação (Chen, Sadique, Srinidhi & Veeraraghavan, 2017), sendo um dos aspectos levantados pela literatura como mecanismo externo de governança corporativa (Silva & Leal, 2005; Coelho, 2016). Para Santana, Bezerra, Teixeira e Cunha (2014), a divulgação da opinião por parte de uma auditoria de qualidade, de forma vista a informação imparcial e isenta sobre os resultados da empresa, proporciona maior qualidade das informações às partes interessadas do negócio.

Sendo assim, a utilização de mecanismos de governança corporativa proporciona com que os conflitos de agência possam ser minimizados, possibilitando um melhor processo decisório para a continuidade da companhia (Jensen & Meckling, 1976; Silveira & Barros, 2008). Consoante à literatura corrente, tal continuidade pode ser afetada pela utilização dos mecanismos de governança corporativa, bem como a possibilidade de *financial distress* da firma, em linha que companhias com melhores práticas de governança tenderiam a demonstrar uma menor probabilidade de *financial distress* (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Manzanque *et al.*, 2016; Udin *et al.*, 2017).

### 2.3 FINANCIAL DISTRESS

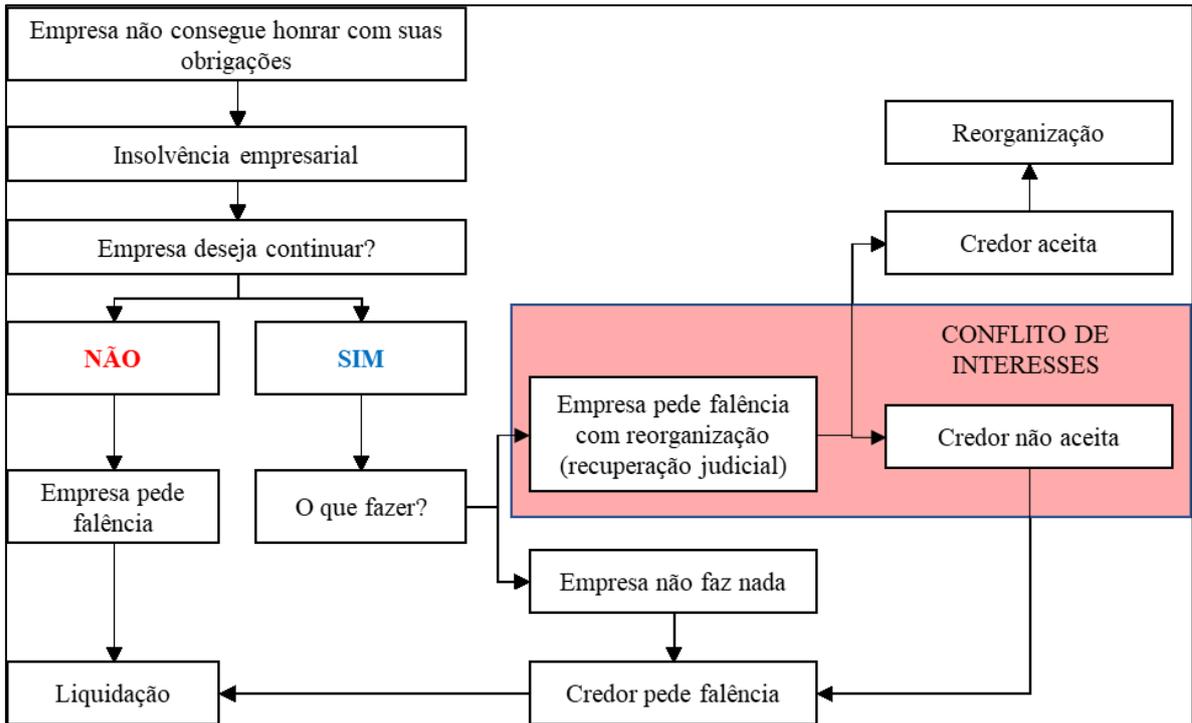
Em virtude das constantes inovações tecnológicas, aumento da concorrência e desafios crescentes em ambientes externos, grande parte das empresas vem passando por períodos de *financial distress*, tendo em vista a ameaça atrelada a sua viabilidade financeira e econômica (Parkinson, 2018). De acordo com Baldwin e Scott (1983), uma companhia entra em estado de *financial distress* quando o negócio de uma entidade se deteriora a

ponto de não conseguir cumprir suas obrigações financeiras, podendo ocasionar violações dos acordos de dívida e, até mesmo, omissão ou redução de dividendos. Nesse sentido, a busca por soluções as quais possibilitem com que a firma tenha continuidade variam entre alavancagem do negócio por meio de inserção em novos mercados, bem como o desenvolvimento de novos produtos e serviços (Parkinson, 2018). Entretanto, o compromisso financeiro incorrido para o desenvolvimento do negócio, por meio de acordos formais e informais com credores e investidores, também pode gerar *financial distress*.

O *financial distress* de uma empresa inicia quando os fluxos de caixa se tornam inferiores à dívida de longo prazo, tornando-a insolvente financeiramente (Whitaker, 1999). Autores como Platt e Platt (2002) alegam que o termo está relacionado com um estágio tardio do declínio empresarial, sendo um estado de sofrimento financeiro em que a firma se encontra antes da ocorrência de eventos como falência ou liquidação. Ademais, se trata de um processo de degradação do desempenho do negócio, podendo ocorrer em virtude de um conjunto de fatores ambientais, estruturais, estratégicos e de capital humano, podendo resultar em recuperação ou falência (Madeira, 2003).

Embora os conceitos de *financial distress* e de falência demonstrem que, em ambos os casos, existe inviabilidade de solvência das dívidas por parte da organização (Whitaker, 1999) e que a falência pode vir a ser uma consequência da insolvência, os conceitos não podem ser tratados como sinônimos, uma vez que a companhia insolvente não necessariamente se encontra inviabilizada economicamente, tendo a possibilidade de recuperação judicial (Lei n. 11.101, 2005). A insolvência trata-se de um estado de impossibilidade da companhia em cumprir com seus compromissos, diferentemente da falência empresarial, que trata da quebra contratual de suas obrigações financeiras (Mário & Aquino, 2012). Ao que se refere à falência empresarial, a principal analogia é que, quando acontece, as operações da companhia cessam, acarretando em perdas substanciais a todas as partes interessadas (Santos, 2002). No entanto, os eventos que levam a organização a chegar a esse estado de *financial distress* podem não ser evidenciados tão facilmente ao longo do tempo, considerando que uma decisão mal planejada pode ser desastrosa e levar a companhia a decadência rapidamente (Santos, 2002; Madeira, 2003).

A fim de possibilitar o melhor entendimento quanto a diferença entre insolvência empresarial e falência, a Figura 1 expõe o processo de falência empresarial.



**Figura 1.** Processo de Falência

Fonte: Adaptada de Mário e Aquino (2012).

Os modelos de previsão de *financial distress* podem ser vistos como ferramentas essenciais para a análise da saúde financeira da firma por parte das partes interessadas no negócio, como seus gestores, investidores, credores e, até mesmo, para agências de classificação de risco (Altman *et al.*, 2017). Um dos primeiros estudos que utilizou técnicas estatísticas para essa previsão foi o de Beaver (1966; 1968), que empregou análise univariada para proporções selecionadas, demonstrando a viabilidade de avaliar a capacidade preditiva das medidas contábeis quando relacionadas à insolvência empresarial. Outro importante marco para a previsão de insolvência foi o modelo *Z-score* de Altman (1968), sendo o primeiro modelo de previsão com técnica estatística multivariada, o modelo *Z-score* (Altman *et al.*, 2017). Para Yi (2012), o modelo *Z-score* é um dos principais modelos de previsão, sendo o mais utilizado para fins de insolvência. Salienta-se que, segundo estudo de Jackson e Wood (2013), as principais técnicas de previsão de insolvência estão relacionadas a análises discriminantes multivariadas, modelos *logit*, redes neurais, afirmações contingentes e análises univariadas.

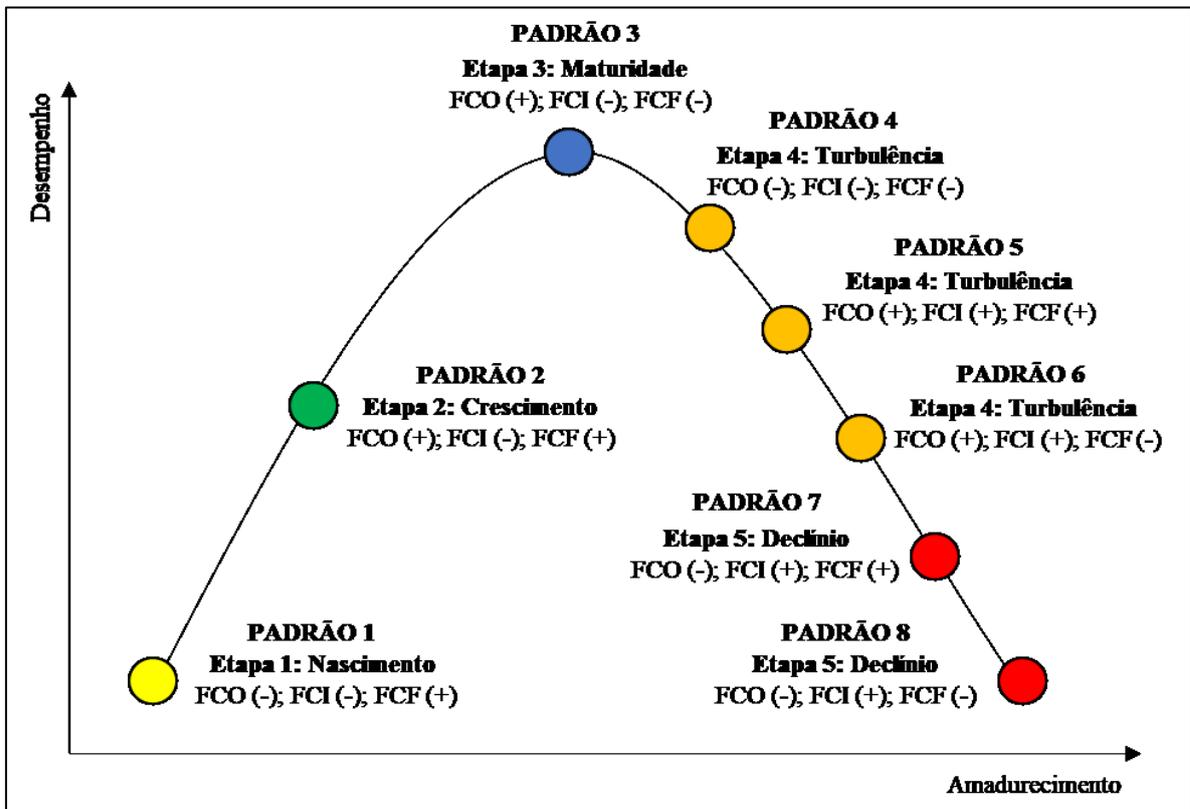
## 2.4 CICLO DE VIDA DA FIRMA

O ciclo de vida empresarial tem sido objeto de estudo desde os anos 60, com enfoque no conjunto de estratégias e posicionamentos das companhias frente aos fatores internos e externos de cada etapa, bem como as principais atividades e estruturas organizacionais destas (Miller & Friesen, 1984). Tal ciclo pode ser visto como um modelo para diagnosticar o desempenho gerencial, partindo-se dos padrões de comportamento gerencial distintos em cada etapa de suas vidas e, assim como as pessoas, produtos e mercados, nascem, crescem, amadurecem, envelhecem e morrem (Adizes, 1979). Inevitavelmente, as empresas acabam evoluindo, passando de uma etapa do ciclo para outra, seu comportamento também passa a mudar, assumindo diferentes posições frente à tomada de decisão (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984).

Diversos modelos de ciclo de vida efetuam a classificação de cada uma de suas etapas baseando-se em variáveis como idade, padrões de comportamento frente ao processo decisório relacionado à fatores intrínsecos ao desenvolvimento da entidade e padrões de fluxos de caixa das empresas (Adizes, 1979; Dickinson, 2011; Gort & Kepler, 1982; Miller & Friesen, 1984). Entretanto, Dickinson (2011) afirma que capturar as etapas do ciclo de vida à nível empresarial, e não somente à nível de produto ou setor, não pode ser visto como uma tarefa fácil. Segundo a autora, isso se dá em virtude de a empresa, em geral, ser composta por um conjunto de diversos produtos, estando cada produto em um estágio de ciclo de vida distinto, além da companhia poder competir em setores variados, com diversas concorrências. Assim, o ciclo de vida à nível empresarial demanda uma avaliação cuidadosa para suprir as dificuldades desse processo, tendo em vista que um ciclo de vida empresarial é formado por outros ciclos de vida de produto sobrepostos, podendo ter etapas distintas entre si (Dickinson, 2011).

Gort e Klepper (1982) classificam o ciclo de vida em cinco etapas, sendo: a introdução, podendo ser representada pelo nascimento da empresa; o crescimento; a maturidade; a turbulência; e o declínio. Baseando-se nessas cinco etapas, Dickinson (2011) desenvolveu o modelo de sinais, utilizando-se dos padrões advindos dos sinais matemáticos dos saldos de fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento das companhias para alocar a empresa à sua respectiva etapa do ciclo de vida. Para a autora, a combinação dos padrões de fluxo de caixa baseia-se nas estratégias das empresas quanto a alocação de seus recursos e suas capacidades operacionais. Nesse

contexto, a Figura 2 traz as etapas do ciclo de vida da firma, com seus respectivos padrões de fluxo de caixa.



**Figura 2.** Ciclo de Vida da Firma

Fonte: Elaborada a partir de Adizes (1979) e Dickinson (2011).

A primeira etapa do ciclo de vida empresarial é a de introdução comercial, também chamada de etapa de nascimento, caracteriza-se pela velocidade das inovações tecnológicas (Dickinson, 2011; Gort & Klepper, 1982). As empresas, nessa etapa, tentam estabelecer uma estratégia viável de mercado para seus produtos, determinada por, principalmente, tentativa e erro, tendo um processo decisório ousado e intuitivo (Miller & Friesen, 1984). As companhias tendem a buscar capital de terceiros, apresentando maior dependência de recursos e, com isso, ocasionado uma maior expectativa de retorno por parte dos acionistas sobre o crescimento da firma, bem como o aumento do risco de negócio e as incertezas quanto ao futuro (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972). Ainda, na primeira etapa do ciclo, o crescimento da empresa acontece por meio da sua criatividade na criação do produto ou serviço, sendo marcado pelo início dos conflitos de liderança, advindos da evolução atividades individualistas e criativas para (Greiner, 1998).

A etapa de crescimento tem por característica principal o aumento significativo no número de produtos, tendo uma matriz mais completa de produtos, além de produtos que

atendam a novos mercados (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984). Devido aos investimentos na diversificação de produtos, baseado nas expectativas e necessidades do mercado, as empresas passam a ter valor presente positivo nos seus investimentos (Grullon & Michaely, 2004; Miller & Friesen, 1984). O crescimento dessas empresas pressupõe, ainda, que a estrutura de propriedade fique mais dispersa, possibilitando que o impacto das decisões seja substancialmente reduzido, objetivando sempre suprir as necessidades dos clientes (Miller & Friesen, 1984). Greiner (1998) afirma que a segunda fase do ciclo de vida é marcada pela direção da liderança da empresa, proporcionando o crescimento da firma por meio de uma hierarquia mais estruturada e delegação de tarefas aos gerentes. Tal hierarquia faz com que os gerentes passem a tomar iniciativas próprias, causando o que o autor denomina como crise de autonomia na direção do negócio, sendo solucionada com a delegação das tarefas a serem executadas.

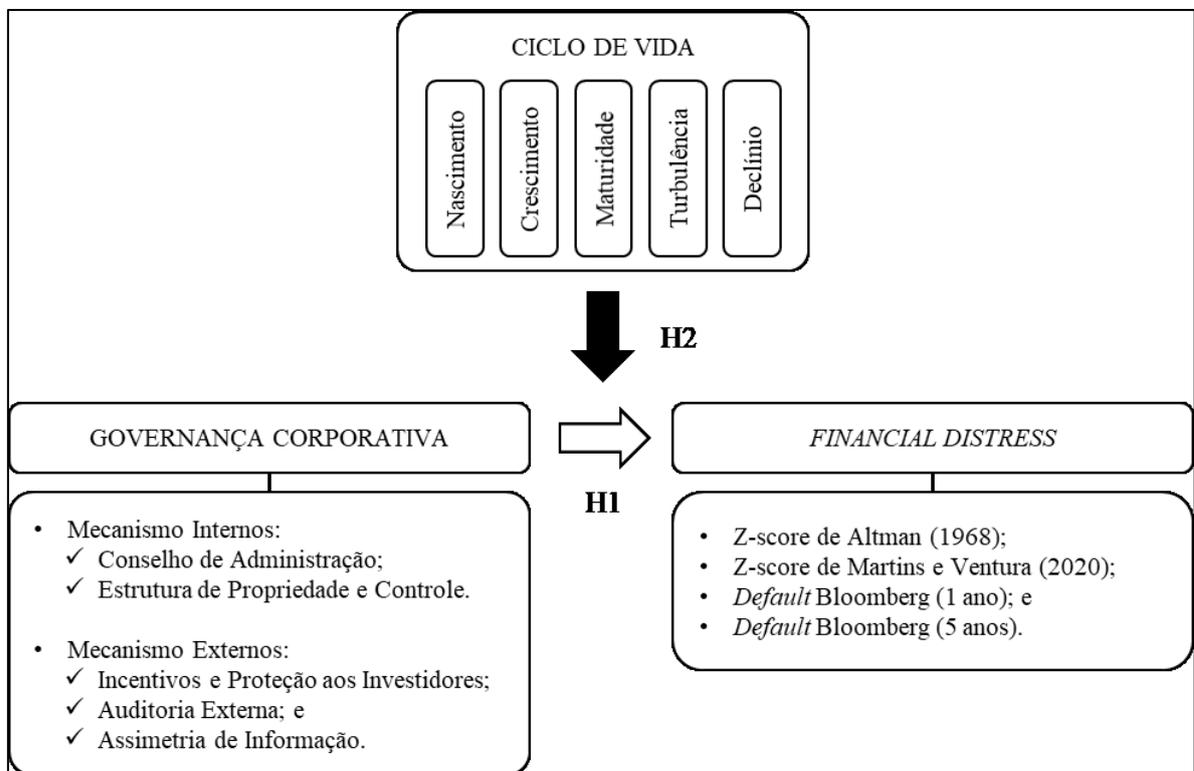
Na maturidade, os produtos da empresa atingem um número máximo de diversificação, começando a partir desse ponto, a focar na minimização dos custos e não mais no crescimento das vendas (Dickinson, 2011; Jenkins, Kane, & Velury, 2004). A tomada de decisão passa a ser mais conservadora no que se refere a inovações importantes, tendendo a se concentrar no aumento da rentabilidade e no aumento da eficiência, pressupondo controles financeiros mais eficazes (Black, 1998; Miller & Friesen, 1984).

No que tange à etapa de turbulência, tem-se um decréscimo das entradas líquidas das companhias, demonstrando queda do crescimento da companhia e de seus preços frente ao mercado (Dickinson, 2011; Gort & Klepper, 1982). Nessa etapa, existe uma necessidade de efetuar a coordenação por meio de sistemas de monitoramento, gerando uma crise burocrática na empresa, advinda dos programas formais e sistemas rígidos de controle que não se fazem mais suficientes para a complexidade e tamanho da firma (Greiner, 1998).

Tal decréscimo é agravado na etapa de declínio, sendo o momento em que as entradas líquidas das companhias se tornam nulas, gerando *financial distress* (Dickinson, 2011; Gort & Klepper, 1982). Nessa etapa as empresas reagem ao mercado de forma estagnada, com decisões extremamente conservadoras, tentando preservar seus recursos escassos (ou falta deles) abstendo-se de inovação em seus produtos ou serviços, ficando com linhas de produtos obsoletas (Miller & Friesen, 1984).

## 2.5 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA

Objetivando analisar a influência do ciclo de vida da firma na relação entre governança corporativa e *financial distress*, à luz das idiossincrasias dos mecanismos internos e externos de governança corporativa ao longo das etapas da vida organizacional, este capítulo descreve os possíveis impactos das idiossincrasias dos mecanismos internos e externos de governança corporativa ao longo das etapas da vida organizacional no seu *financial distress*. Para tanto, a Figura 3 apresenta o desenho da pesquisa, demonstrando a relação entre as variáveis objeto de estudo.



**Figura 3.** Desenho da Pesquisa

Partindo-se da Figura 3, evidencia-se duas relações as quais nortearam a pesquisa. A primeira trata da forma como a utilização de mecanismos internos e externos de governança corporativa podem afetar o *financial distress* empresarial, denotando-se, com isso, a Hipótese 1 (H1), juntamente com as sub hipóteses 1<sub>a</sub> (H1<sub>a</sub>) e 1<sub>b</sub> (H1<sub>b</sub>). Já a segunda relação, visa analisar de que forma as etapas do ciclo de vida da firma afetam a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa para com o *financial distress*, levantando a Hipótese 2 (H2) e as sub hipóteses 2<sub>a</sub> (H2<sub>a</sub>) e 2<sub>b</sub> (H2<sub>b</sub>).

### 2.5.1 Governança Corporativa e *Financial Distress*

A análise da forma com a qual a utilização dos mecanismos de governança corporativa pode afetar o *financial distress*, embora tenha sido pouco debatida no contexto brasileiro, vem sendo tópico de discussão no cenário internacional a mais de três décadas. Segundo Parkinson (2018), a maioria das companhias passa por dificuldades financeiras ao longo de sua vida, podendo refletir nos compromissos da empresa para com os seus credores e investidores. Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa podem ser vistos como uma forma de atrair mais capital para a empresa (Aguilera *et al.*, 2015; Mendonça *et al.*, 2019).

Estudos como os de Simpson e Gleason (1999) e Elloumi e Gueyié (2001) são alguns dos pioneiros na temática, avaliando como a utilização de mecanismos internos de governança corporativa afeta o *financial distress* das companhias. Simpson e Gleason (1999), baseando-se nas *proxies* propriedade e estrutura do conselho de administração, assim como no controle interno de 300 companhias do setor bancário dos Estados Unidos, evidenciaram que a probabilidade de *financial distress* é negativamente relacionada a estrutura do conselho de administração, quando o diretor executivo e presidente do conselho são a mesma pessoa.

O estudo de Elloumi e Gueyié (2001) abordou a governança corporativa e *financial distress* direcionados para a realidade canadense, em que, a partir de um estudo quantitativo. Os autores concluíram que a composição do conselho de administração explica o sofrimento financeiro das companhias da amostra, além de demonstrar dependência exclusiva de indicadores financeiros, uma vez que quanto maior o conselho, menor a probabilidade de *financial distress*. Outro aspecto relacionado aos seus resultados foi a relação da estrutura de propriedade e da diretoria no *financial distress*, indicando que tais variáveis também estariam inversamente relacionadas com a probabilidade de sofrimento financeiro das companhias analisadas.

Em Shahwan (2015), a temática é abordada com base na qualidade das práticas de governança corporativa e seu impacto no desempenho e *financial distress* das empresas, baseando-se em um mercado emergente. O estudo avaliou o nível de práticas de governança corporativa, os seus efeitos sobre o desempenho e o sofrimento financeiro de 86 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores Egípcia, demonstrando que, com os resultados auferidos na pesquisa, haveria uma relação negativa, mas não significativa, entre as práticas de governança e a probabilidade de dificuldades financeiras.

Manzaneque *et al.* (2016) também abordaram a relação entre os mecanismos de governança corporativa e a probabilidade de *financial distress*, porém aplicaram ao cenário espanhol. A partir de 308 observações, contemplando os anos entre 2007 e 2012, os autores evidenciaram que os mecanismos de governança corporativa, como o número de conselheiros independentes no conselho de administração e tamanho do conselho de administração são variáveis inversamente proporcionais à probabilidade de dificuldades financeiras. Entretanto, variáveis como a concentração da propriedade, os grandes acionistas institucionais ou não institucionais e a dualidade do CEO não demonstram relação significativa na probabilidade de *financial distress*. Para os autores, esse resultado demonstra que os grandes acionistas são passivos em relação ao monitoramento da gestão, além de não terem incentivos suficientes para conter o estresse financeiro.

Em linha com os demais estudos está a pesquisa de Udin *et al.* (2017), que discorre sobre o tema para o cenário paquistanês, com uma amostra de 146 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de Karachi no período de 2003 a 2012. Utilizando o estimador dinâmico de Método Generalizado dos Momentos (GMM), os autores consideram o impacto da governança corporativa no risco de *financial distress* insignificante, diferentemente do resultado encontrado nos demais estudos anteriores. No entanto, com base nos seus resultados da regressão logística de painel (PLR), foi evidenciado que as práticas de governança corporativa têm um impacto significativo na probabilidade de sofrimento financeiro.

No Brasil, Coelho (2016) analisou a influência da governança corporativa no *financial distress*. Para isso, o autor utilizou-se das informações de uma amostra de 106 companhias brasileiras de capital aberto, nos anos de 2010 a 2014. Para medir o *financial distress*, Coelho (2016) baseou-se nos modelos Altman (1968) e Merton (1974). Já como mecanismos de governança corporativa o autor utilizou-se de um índice de qualidade de governança corporativa (IQGC), abrangendo 23 variáveis relacionadas à composição do conselho de administração; à estrutura de propriedade, aos incentivos aos administradores; à evidenciação (*disclosure*), à proteção aos acionistas, ao comitê de auditoria e à assimetria de informação. A partir de uma regressão multivariada com dados em painel, o autor evidenciou que as companhias em *financial distress* apresentavam menores níveis de governança corporativa em relação às companhias saudáveis, elucidando que maior a qualidade da governança corporativa, menor é a possibilidade de *financial distress*. Ainda, o mecanismo de governança relacionado ao Comitê de Auditoria foi único que não se

mostrou significativa estatisticamente e a métrica de *financial distress* que se mostrou mais significativa foi a de Altman (1968).

Martins e Ventura (2020) também evidenciaram a importância dos mecanismos de governança corporativa para as companhias que apresentam risco de falência. Em sua pesquisa, os autores analisaram a influência da estrutura de governança corporativa nos Relatórios Financeiros Fraudulentos (PRFF) das empresas no Brasil utilizando-se de previsão de *financial distress*, tratado na pesquisa como previsibilidade de falência. De acordo com os autores, a estrutura de propriedade proporciona com que exista a influência direta ou indireta no sofrimento financeiro da entidade. Além disso, a composição do conselho de administração também chamou atenção, como sendo a variável mais eficiente contra o *financial distress*.

Nesse contexto, partindo-se do pressuposto de que os mecanismos de governança são ferramentas eficientes na previsão de *financial distress*, bem como que a sensibilidade entre os mecanismos internos e externos pode ser distinta, tendo em vista que os mesmos apresentam resultados distintos ao negócio, mesmo que utilizados como ferramentas complementares (Aguilera *et al.*, 2015), elencou-se a Hipótese 1 (H1).

**H1:** Os mecanismos internos e externos de governança corporativa são significativamente distintos entre si quando relacionados ao *financial distress* das empresas abertas brasileiras.

**H1<sub>a</sub>:** Os mecanismos internos de governança corporativa são significativamente relacionados ao *financial distress* das empresas abertas brasileiras.

**H1<sub>b</sub>:** Os mecanismos externos de governança corporativa são significativamente relacionados ao *financial distress* das empresas abertas brasileiras.

Acredita-se que, de modo geral, os mecanismos de governança corporativa apresentam uma influência significativa em relação à variável de *financial distress* (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Quando analisado separadamente, espera-se que os mecanismos internos e externos de governança corporativa demonstrem diferentes significâncias no *financial distress*. Tal resultado é esperado em virtude de um dos principais motivos pelos quais a governança corporativa ser utilizada em períodos de *financial distress* é para captação de recursos frente a credores e investidores, os quais terão maior motivação em valorar a empresa com base em fatores os quais lhe são divulgados (Parkinson, 2018). Nesse contexto, entende-se que fatores externos, como incentivos e

proteção aos acionistas, se mostrem mais atraentes ao mercado e, por isso, que sejam mais significantes do que os mecanismos internos.

### **2.5.2 Ciclo de Vida na Relação entre Governança Corporativa e *Financial Distress***

Partindo-se da premissa de que os mecanismos de governança corporativa, tanto internos, quanto externos, são decisões tomadas com perspectivas distintas, estudos anteriores apontam que os mecanismos de governança são utilizados estrategicamente de forma diferente em cada etapa do ciclo de vida empresarial (Filatotchev & Toms; O'Connor & Byrne, 2015; Wright, 2006), assim como o *financial distress* (Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Terreno *et al.*, 2017).

Estudos como os de Filatotchev *et al.* (2006) e de O'Connor e Byrne (2015) analisaram a influência das etapas do ciclo de vida nas decisões relacionadas à governança corporativa da empresa. Em Filatotchev *et al.* (2006), os autores abordaram a governança corporativa como ferramenta estratégica, com funções de monitoramento e controle, relacionando com as etapas do ciclo de vida de 158 companhias do Reino Unido, demonstrando que os mecanismos de governança corporativa estão relacionados com as estratégias utilizadas ao longo do ciclo de vida da empresa. Os autores rejeitam a noção de um modelo de governança universal para todas as etapas do ciclo de vida, tendo em vista que os parâmetros de governança podem estar ligados às transições de um estágio para outro no ciclo.

Corroborando com a pesquisa de Filatotchev *et al.* (2006), no estudo de O'Connor e Byrne (2015), dissertou-se sobre as possíveis mudanças na governança corporativa ao longo do ciclo de vida das companhias de mercados emergentes. Partindo-se de uma amostra de 205 companhias, pertencentes a 21 países com mercados emergentes, os autores evidenciaram que, geralmente, as companhias maduras tendem a praticar melhor governança corporativa. Os resultados sugerem que os mecanismos de governança, como gerenciamento de recursos, monitoramento e controle são relevantes, porém em diferentes estágios do ciclo de vida.

No que diz respeito a análise de como as etapas do ciclo de vida afetariam o *financial distress*, é possível evidenciar pesquisas que abordam tal relação por meio do estudo dos fluxos de caixa das companhias (Machado *et al.*, 2018; Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Terreno *et al.*, 2017), seu comportamento e padrões em relação as

atividades operacionais, de investimento e financiamento, utilizadas para classificar a etapa do ciclo de vida em que a companhia se encontra (Dickinson, 2011).

Shamsudin e Kamaluddin (2015) abordaram a relação dos padrões de fluxo de caixa - como *proxy* de ciclo de vida - e a incidência de *financial distress* nas companhias da Malásia para os anos de 2003 a 2012. Com base em regressões múltiplas com teste Qui-quadrado, os autores demonstraram uma diferença significativa entre companhias saudáveis e as em *financial distress* em cada padrão de fluxo de caixa. Ainda, as companhias têm uma propensão maior de passar por situações de *financial distress* nos padrões 2 e 8 de fluxo de caixa (conforme Figura 2), representados pelos estágios de crescimento e declínio das companhias analisadas.

Terreno *et al.* (2017) também trataram dos efeitos das etapas do ciclo de vida na probabilidade de *financial distress*, analisando a realidade das companhias de capital aberto da Argentina, listadas na Bolsa de Valores de Buenos Aires, buscando elucidar se as etapas do ciclo de vida explicam o *financial distress* dessas companhias. Para tanto, os autores também se utilizaram das informações de fluxo de caixa das entidades como *proxy* de ciclo de vida, para os anos compreendidos de 2004 a 2012. Como resultados, evidenciou-se que o estágio de maturidade as companhias detêm de menor *financial distress* empresarial, uma vez que quando a empresa atinge essa etapa, ela tem maior chance de continuar nela do que quando a entidade se encontra nas demais etapas.

No contexto brasileiro, Machado *et al.* (2018) analisaram as idiosincrasias de cada etapa do ciclo de vida no *financial distress* das companhias listadas na B3, por meio das informações advindas das demonstrações de fluxo de caixa, para os anos de 2008 a 2016. Seus resultados demonstram que as companhias que se mostram mais propensas a apresentar *financial distress* estão nas etapas de introdução (nascimento), crescimento e maturidade, apresentando relação positivas e estatisticamente significativas quando analisadas à média. Ademais, evidenciou-se que as etapas do ciclo de vida apenas se mostram significativas para as companhias com maior propensão ao *financial distress*, principalmente na etapa de maturidade e crescimento. Entretanto, tal resultado pode ser ocasionado em função da concentração de companhias nessas etapas, uma vez que 87% das empresas analisadas pertencem às etapas de nascimento, crescimento e maturidade.

Sendo assim, acredita-se que a análise das características e peculiaridades de cada etapa do ciclo de vida frente à relação entre a governança corporativa e o *financial distress* possibilita com que aspectos relacionados a saúde financeira da companhia, bem como a continuidade do negócio, sejam melhor exploradas pelos gestores e usuários da informação,

possibilitando uma melhor tomada de decisão das partes relacionadas. Assim, a presente análise se faz oportuna, elencando-se a Hipótese 2 (H2).

**H2:** O ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress* de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida.

**H2a:** O ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos internos de governança corporativa e o *financial distress* de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida.

**H2b:** O ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos externos de governança corporativa e o *financial distress* de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida.

Na etapa de nascimento, as companhias ainda apresentam pouca organização, sendo uma fase repleta de empolgação e atividade frenética (Adizes, 1979). Essa etapa é caracterizada pela velocidade das inovações tecnológicas (Gort & Klepper, 1982) e por um processo decisório ousado e intuitivo (Miller & Friesen, 1984). Decisões mal pensadas podem ser tomadas de forma irresponsável nessa etapa, podendo acarretar no *financial distress* da empresa e, até mesmo, em uma possível morte do negócio antes mesmo de sua maturidade (Adizes, 1979). Dessa forma, espera-se que companhias na etapa de nascimento apresentem menor utilização dos mecanismos de governança corporativa, bem como uma maior propensão ao *financial distress*.

No que diz respeito ao crescimento, características como investimento no negócio e maior dispersão da estrutura de propriedade e controle no processo decisório podem ser evidenciadas (Grullon & Michaely, 2004; Miller & Friesen, 1984) e a adoção de mais mecanismos de governança corporativa são oportunizados, mesmo que ainda não estejam consolidados. Para tanto, acredita-se que os mecanismos de governança passem a ser mais relevantes nessa etapa em relação ao *financial distress*, tendo em vista a tomada de decisão mais consciente e eficiente por parte da gestão (Miller & Friesen, 1984).

Empresas maduras se mostram mais conservadoras, detendo de controles financeiros mais eficazes (Black, 1998; Miller & Friesen, 1984) e com maior descentralização do processo decisório. Tal fato leva a crer que empresas mais maduras tendem a apresentar uma maior governança corporativa (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor

& Byrne, 2015), com controles mais eficientes (Miller & Friesen, 1984) e, dessa forma, uma menor propensão ao *financial distress* (Terreno *et al.*, 2017).

Quando as companhias começam a apresentar queda no seu crescimento, com diminuição de suas entradas líquidas (Gort & Klepper, 1982), é possível evidenciar que o negócio está passando pela etapa de turbulência financeira. Nessa etapa, o monitoramento e controle da companhia começam a apresentar excesso de rigidez e formalidades, se mostrando prejudicial ao negócio (Greiner, 1998). Assim, acredita-se que os mecanismos de governança corporativa sejam utilizados, porém se tornando menos eficazes frente ao *financial distress* empresarial.

Por fim, as companhias classificadas na etapa de declínio financeiro, tendem a apresentar decisões extremamente conservadoras, uma vez que suas entradas líquidas se tornam nulas (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984). Partindo-se disso, acredita-se que companhias em declínio apresente um maior *financial distress*, bem como mecanismos de governança corporativa mais conservadores, posto que o sistema de governança não se mostra suficiente para impedir o oportunismo gerencial nessa etapa (Filatotchev & Toms, 2003).

Vale salientar que não foram encontrados estudos que tratassem da influência do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e *financial distress* empresarial, demonstrando a lacuna empírica a ser preenchida, no que tange à temática de pesquisa.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente capítulo trata dos procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa, segregando em classificação do estudo, população e amostra, variáveis da pesquisa e tratamento dos dados.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA DO ESTUDO

Com relação à abordagem do problema, a pesquisa classifica-se como quantitativa (Bryman, 2012), pois o tratamento dos dados foi efetuado com base na quantificação das *proxies* de mecanismos internos e externos de governança corporativa, bem como do *financial distress*. Ainda, o caráter quantitativo é denotado na análise dos resultados ao se utilizar a regressão múltipla com dados em painel e a regressão quantílica, a fim de analisar a influência do ciclo de vida empresarial na relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress* empresarial, comparando-se os resultados auferidos em cada etapa do ciclo de vida em que as empresas se encontram.

Ao que se refere aos objetivos de pesquisa, tem-se o caráter descritivo, uma vez que se efetuou a descrição dos resultados (Gil, 2011), que advêm da aplicação do modelo de sinais de fluxo de caixa da Dickinson (2011) - classificação das etapas do ciclo de vida da firma - e das *proxies* dos mecanismos internos e externos de governança corporativa, bem como do *financial distress* e da regressão múltipla em painel e da regressão quantílica.

Quanto aos procedimentos técnicos desenvolvidos, trata-se de um estudo de caráter documental (Martins & Theóphilo, 2009), pois se baseia nos dados oriundos das demonstrações financeiras das companhias da amostra, disponíveis no banco de dados da Bloomberg® e da Economatica®, assim como pela busca de informações nos Formulários de Referência e no portal da B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Registra-se que os dados da Bloomberg®, Economatica® e Formulários de Referência foram coletados no período de setembro a dezembro de 2019.

Relativamente à análise dos dados, foram interpretados de forma descritiva argumentativa (Gil, 2011), possibilitando a constatação da influência do ciclo de vida na relação entre o *financial distress* e a governança corporativa.

### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo diz respeito a todas as companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), delimitado àquelas com informações disponíveis nos bancos de dados da Economatica<sup>®</sup> e da Bloomberg<sup>®</sup>. Desta forma, a Tabela 1 apresenta a população, bem como as companhias abordadas no estudo.

Tabela 1  
**Delimitação da Composição da Amostra**

<b>Critério</b>	<b>População (P)</b>	<b>Amostra (A)</b>
Companhias ativas listadas na B3	100,0%	415
(-) Companhias indisponíveis na Economatica <sup>®</sup>	16,4%	68
(-) Companhias indisponíveis na Bloomberg <sup>®</sup>	6,5%	27
(-) Companhias do setor “Financeiro”	14,5%	60
(-) Companhias com fluxos de caixa zerados	5,5%	23
(-) Companhias com dados inconsistentes	23,9%	99
Inconsistências de validação de fluxos de caixa	13,0%	54
Inconsistências de dados para cálculo dos <i>Z-scores</i>	8,2%	34
Inconsistências de dados na Bloomberg sobre <i>Default</i>	2,7%	11
<b>Total Geral</b>	<b>33,3%</b>	<b>138</b>

Com base na Tabela 1, após as exclusões das empresas com dados indisponíveis, a amostra delimita-se às companhias que não apresentaram inconsistências nos fluxos de caixa, resultados não zerados e possibilidade de mensuração do *financial distress* pelos modelos analisados. Ainda, excluíram-se da pesquisa as instituições financeiras, por terem seus resultados mensurados de forma diferenciada, não sendo possível efetuar uma análise adequada por meio dos modelos utilizados (Peasnell, Pope & Young, 2000). Nessa direção, a amostra foi composta por 138 empresas, representando 33,25% das organizações ativas listadas na B3. A Tabela 2 evidencia as companhias pertencentes à amostra segregadas pelos setores.

Tabela 2  
**Composição da Amostra e População por Setores**

<b>Setores (S)</b>	<b>População (P)</b>	<b>Amostra (A)</b>	<b>(S/A)</b>	<b>(A/P)</b>
Consumo Cíclico	78	40	29,0%	51,3%
Utilidade Pública	66	27	19,6%	40,9%
Bens Industriais	72	26	18,8%	36,1%
Materiais Básicos	30	17	12,3%	56,7%
Consumo Não Cíclico	24	14	10,1%	58,3%
Saúde	18	5	3,6%	27,8%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	4	2,9%	40,0%
Comunicações	6	3	2,2%	50,0%
Tecnologia da Informação	6	2	1,4%	33,3%
Financeiro	83	0	0,0%	0,0%
Outros	22	0	0,0%	0,0%
<b>Total Geral</b>	<b>415</b>	<b>138</b>	<b>100,0%</b>	<b>-</b>

Observando a Tabela 2, constata-se que os setores mais representativos da amostra são os de Consumo Cíclico (28,99%), Utilidade Pública (19,57%) e Bens industriais (18,84%), totalizando 67,39% das companhias avaliadas no período de 2010 a 2018. Salienta-se que o período do estudo se restringiu a esse período em virtude da obrigatoriedade de divulgação do Formulário de Referência, no qual se encontram as informações relacionadas ao controle dos acionistas, ter passado a vigorar a partir da competência 2009, por meio da Instrução Normativa nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (2009).

Ao que se refere às etapas do ciclo de vida, a Tabela 3 apresenta a quantidade de companhias que se encontram anualmente em cada fase do ciclo de vida.

Tabela 3

**Quantidade Anual de Companhias por Etapa do Ciclo de Vida**

<b>Etapa</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Nascimento	21	17	18	16	13	12	12	8	13
Crescimento	46	50	42	39	45	26	26	30	24
Maturidade	59	59	63	65	63	78	79	79	73
Turbulência	3	6	9	14	12	18	11	13	16
Declínio	9	6	6	4	5	4	10	8	12
<b>Amostra</b>	<b>138</b>								

Conforme a Tabela 3, o número de companhias nas etapas de nascimento e crescimento teve um decréscimo ao longo dos anos. Ademais, observa-se que a distribuição de empresas na etapa de maturidade não demonstrou variação significativa ao longo do tempo, além de conter o maior número de companhias em todos os anos verificados. Por sua vez, a fase de declínio e turbulência detém os menores quantitativos de empresas.

### 3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Para que seja possível efetuar a regressão múltipla em painel, utilizam-se *proxies* que representam o *financial distress* empresarial, os mecanismos internos e externos de governança corporativa (GC) e o ciclo de vida da firma. Assim, a Tabela 4 sumariza as variáveis dependentes e independentes da pesquisa.

Tabela 4  
Variáveis da Pesquisa

Dimensão	Variável	Sigla	Suporte Teórico	Sinal Esperado <i>FD A68 Demais</i>		
<b>DEPENDENTES</b>						
<i>Financial Distress</i>	<i>Z-Score</i>	Z-Score de Altman (1968) Z-Score de Martins e Ventura (2020)	FD_A68 FD_ABR	Campa e Camacho-Miñano (2015), Coelho (2016), Martins e Ventura (2020), Mendes (2014), Shahwan (2015) e Udin <i>et al.</i> (2017).		
	<i>Default</i>	<i>Default</i> no próximo ano <i>Default</i> nos próximos 5 anos	FD_B1Y FD_B5Y	Bloomberg (2019) e Coelho (2016).		
<b>INDEPENDENTES</b>						
Mecanismos Internos de GC	Conselho de Administração	Tamanho	AD_TAM	Coelho (2016), Manzaneque <i>et al.</i> (2016), Martins e Ventura (2020), Shahwan (2015), Simpson e Gleason (1999), Udin <i>et al.</i> (2017) e Silva (2015).	+/-	+/-
		Diretor Executivo (CEO)	AD_CEO		+	-
	Estrutura de Propriedade e Controle	Participação ON	EP_PON	Coelho (2016), Manzaneque <i>et al.</i> (2016), Moura, Varela e Beuren (2014), Shahwan (2015), Silva (2015), Silva e Leal (2005), Simpson e Gleason (1999) e Udin <i>et al.</i> (2017). La Porta <i>et al.</i> (2000) e Silveira e Barros (2008)	+/-	+/-
		Concentração de Controle	EP_CON		-	+
Remuneração Executiva	Participação	RE_PAR	Coelho (2016), Correia, Amaral e Louvet (2011), Silva (2015) e Silva e Leal (2005).	+	-	
Mecanismos Externos de GC	Investidores	<i>Free Float</i>	PR_FFL	Coelho (2016) e Silva (2015) e Silva e Leal (2005).	+	-
	Qualidade da Auditoria	Big N	QA_BIG	Coelho (2016), Silva (2015) e Silva e Leal (2005).	+	-
	Assimetria da Informação	Novo Mercado	AI_NME	Coelho (2016), Martins e Ventura (2020) e Silva (2015).	+	-
Ciclo de Vida da Firma	Etapas	Nascimento	NASC	Dickinson (2011), Filatotchev, Toms, Wright (2006), Kordestani e Bakhtiar (2011), Sayari e Mughan (2013), Shamsudin e Kamaluddin (2015), Terreno <i>et al.</i> (2017).	+/-	+/-
		Crescimento	CRE		-	+
		Maturidade	MAT		+	-
		Turbulência	TUR		-	+
		Declínio	DEC		-	+
Controle	Tamanho da Companhia		TAM	Coelho (2016), Manzaneque, Priego e Merino (2016) e Udin <i>et al.</i> (2017).	+/-	+/-
	Retorno das Ações		RET	Abdullah (2006), Polemis e Gounopoulos (2012), Coelho (2016) e Minichilli, Brogui e Calabro (2015).	+	-
	Retorno sobre os Ativos		ROA	Udin, Khan e Javid (2017).	+	-
	Crescimento de Vendas		CRV	Brito, Corrar e Batistella (2007), Coelho (2016), Nakamura <i>et al.</i> (2007) e Udin <i>et al.</i> (2017).	+/-	+/-

Fonte: elaborada a partir de diversos autores (2019).

Verifica-se na Tabela 4 que, como variável dependente adotam-se quatro *proxies* de *financial distress*, sendo elas pautadas nos modelos de Z-Score de Altman (1968) e Martins

e Ventura (2020) - adaptado de Altman *et al.* (1979) -, assim como nos indicadores de *Default* das companhias abertas brasileiras para os próximos 1 e 5 anos.

No que diz respeito às variáveis independentes, a de interesse trata-se dos mecanismos internos e externos de governança corporativa, apontados pela literatura como representantes mais fidedignos da realidade brasileira. Ademais, buscando evidenciar a etapa do ciclo de vida em que a companhia se encontra, utilizou-se de interação entre as variáveis *dummy* de ciclo de vida da firma e as variáveis de interesse, objetivando comparar as realidades com e sem a influência das etapas do ciclo de vida.

Nesse sentido, a sequência desta seção aborda de forma segregada às variáveis dependentes e independentes de interesse e de controle, visando respaldar de forma teórica as escolhas, bem como evidenciar o local de coleta dos dados.

### 3.3.1 Variáveis Dependentes

Tendo em vista que, segundo Bisquerra, Sarriera e Martínez (2004), a variável dependente representa a consequência do efeito da junção das variáveis independentes, tal variável, no presente estudo, trata-se do *financial distress* das companhias pertencentes à amostra. Assim, a Tabela 5 elucida as *proxies* de *financial distress* utilizadas como variáveis dependentes para a pesquisa.

Tabela 5  
**Variáveis da *Financial Distress***

Variável	Sigla	Métrica	Base de Dados
Z-Score de Altman (1968)	FD_A68 <sub>it</sub>	Z-Score de Altman (1968), de forma contínua	Economática®
Z-Score de Martins e Ventura (2020)	FD_ABR <sub>it</sub>	Z-Score de Martins e Ventura (2020), de forma contínua.	
<i>Default</i> Bloomberg (1 ano)	FD_B1Y <sub>it</sub>	Risco de <i>Default</i> em 1 ano, de forma contínua.	Bloomberg®
<i>Default</i> Bloomberg (5 anos)	FD_B5Y <sub>it</sub>	Risco de <i>Default</i> em 5 anos, de forma contínua.	

Fonte: elaborada a partir de Altman (1968), Altman *et al.* (1979), Coelho (2016) e Martins e Ventura (2020).

Conforme Tabela 5, uma das formas de mensuração do *financial distress* utilizada foi do modelo clássico de *Z-score* de Altman (1968). Tal estimação é considerada uma das principais e a mais difundido na literatura corrente internacional (Yi, 2012). Além do mais, é o primeiro modelo de previsão de *financial distress* com técnica estatística multivariada (Altman, Iwanicz-Drozowska, Laitinen, & Suvas, 2017) adotando essencialmente variáveis contábeis das companhias americanas. Posto essa relevância, utilizou-se a

Equação 1 para estimar o *financial distress* das companhias da amostra sob a mensuração de *Z-score* de Altman (1968) ( $FD\_A68$ ).

$$FD\_A68 = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5 \quad (1)$$

Em que:

$FD\_A68$  = indicador de previsão do *financial distress* para a empresa  $i$  no período  $t$ ;

$X_1$  = capital de giro da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado pelo seu ativo total no período  $t$ ;

$X_2$  = lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado pelo seu ativo total no período  $t$ ;

$X_3$  = lucro antes de juros e impostos (EBIT) da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado pelo seu ativo total no período  $t$ ;

$X_4$  = valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado por sua dívida total no período  $t$ ; e

$X_5$  = receita de vendas da empresa  $i$  no período  $t$  ponderada pelo seu ativo total no período  $t$ .

Nesse sentido, a partir da aplicação do modelo *Z-score*, é possível categorizar as companhias em três estados distintos quanto ao seu nível de *financial distress*. Indicadores abaixo de 1,81 evidenciam que as companhias estão ou podem vir a apresentar *financial distress*. Os resultados de  $Z$  entre 1,81 e 2,99 dizem respeito à “zona cinzenta”, sendo a classificação em que as companhias apresentam instabilidade financeira. Já os produtos advindos de  $Z$  que se encontram acima de 2,99 representam a “zona segura” com relação ao *financial distress*, sendo as empresas que não denotam indicativos de sofrimento financeiro, estando saudáveis financeiramente. Nesse âmbito, a variável foi considerada como contínua na pesquisa, ao passo que quanto menor for o valor de “ $FD\_A68_{it}$ ”, maior é o seu nível de *financial distress* em relação as demais companhias.

Outra *proxy* de *financial distress* considerada é o modelo de Martins e Ventura (2020), que reestimou os coeficientes à realidade atual dos negócios com base na modelagem de Altman *et al.* (1979) para empresas brasileiras. De acordo com Silva, Wienhage, Souza, Bezerra e Lyra (2012), o modelo de original de Altman *et al.* (1979) é mais confiável para a previsão de *financial distress* para as empresas do Brasil, tendo em vista as particularidades do mercado de capitais do país e a diferença do volume de falências, que tende a ser maior por se tratar de uma economia emergente (Altman *et al.*, 1979; Martins & Ventura, 2020; Silva *et al.*, 2012). Logo, a Equação 2 evidencia a

estimação desenvolvida por Martins e Ventura (2020), por meio de uma modelagem *probit* reestimando os coeficientes para os parâmetros já definidos por Altman *et al.* (1979) para  $X_1$ ,  $X_3$ ,  $X_4$  e  $X_5$ .

$$FD\_ABR = \frac{1}{1 + e^{-(-0,854 - 1,555X_1 - 2,278X_3 + 0,002X_4 - 0,234X_5)}} \quad (2)$$

Em que:

$FD\_ABR$  = indicador de previsão do *financial distress* para a empresa  $i$  no período  $t$ ;

$X_1$  = valor de capital de giro da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado pelo seu ativo total no período  $t$ ;

$X_3$  = lucro antes de juros e impostos (EBIT) da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado pelo seu ativo total no período  $t$ ;

$X_4$  = valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$  ponderado por sua dívida total no período  $t$ ; e

$X_5$  = receita de vendas da empresa  $i$  no período  $t$  ponderada pelo seu ativo total no período  $t$ .

Para Martins e Ventura (2020), a Equação 2 indica se a companhia está saudável financeiramente ou em estado de *financial distress*. Além do mais, os autores consideram que firmas com valores acima de 0,80 detêm características que preconizam possíveis problemas de continuidade de suas operações. Já valores iguais ou menores de 0,80, caracterizam empresas com tendência de saúde financeira e com perspectiva de continuidade do negócio. Assim, essa referida variável foi abordada de forma contínua, de modo que quanto maior for o valor de “ $FD\_ABR_{it}$ ”, maior é o seu nível de *financial distress*.

Nessa direção, assim como em Coelho (2016), utilizou-se os indicadores de *default* da Bloomberg<sup>®</sup>, para o próximo ano e para os próximos 5 anos, denominados de “ $FD\_BIY$ ” e “ $FD\_B5Y$ ”, respectivamente. Tais indicadores são calculados pela própria base de dados, tendo como parâmetro o modelo de *default* de Merton (1974) e os dados históricos de insolvência financeira das companhias brasileiras listadas na B3 para cada um dos períodos selecionados. Para tanto, à análise das distâncias do *default* é realizada considerando as informações relacionadas ao valor do patrimônio líquido e de mercado da empresa, e a volatilidade e o desvios-padrão em relação ao risco de insolvência financeira.

Com base nisso, efetuou-se a distribuição empírica de probabilidade de *default* para 1 e 5 anos, sendo que *scores* acima de 0,10 apontam maior possibilidade de *default* à companhia nos próximos 1 e 5 anos, respectivamente.

Objetivando sumarizar os intervalos dos valores sobre o estado financeiro de cada *proxy* utilizadas para *financial distress*, a Tabela 6 evidencia a interpretação dos resultados relacionados às variáveis dependentes da pesquisa.

Tabela 6  
**Interpretação dos Resultados das Proxies de *Financial Distress***

Variável	Sigla	Intervalo	Interpretação	Suporte Teórico
Z-Score de Altman (1968)	FD_A68 <sub>it</sub>	FD < 1,81 1,81 ≤ FD ≤ 2,99 FD > 2,99	<i>Financial Distress</i> Financeiramente Instáveis (Zona Cinzenta) Financeiramente Saudáveis (Zona Segura)	Altman (1968)
Z-Score de Martins e Ventura (2020)	FD_ABR <sub>it</sub>	FD > 0,80 FD ≤ 0,80	<i>Financial Distress</i> Financeiramente Saudáveis	Martins e Ventura (2020)
Default Bloomberg (1 ano)	FD_B1Y <sub>it</sub>	FD > 0,80 FD ≤ 0,80	<i>Financial Distress</i> Financeiramente Saudáveis	Coelho (2016) e Merton (1974)
Default Bloomberg (5 anos)	FD_B5Y <sub>it</sub>	FD > 0,80 FD ≤ 0,80	<i>Financial Distress</i> Financeiramente Saudáveis	

Fonte: elaborada a partir de diversos autores (2019).

Com base na Tabela 6, verifica-se que, para  $FD\_A68_{it}$ , quanto menor o resultado auferido, maior é a possibilidade de *financial distress*. Já para as demais variáveis dependentes ( $FD\_ABR_{it}$ ,  $FD\_B1Y_{it}$  e  $FD\_B5Y_{it}$ ), a lógica é inversa, logo quanto maior o valor do indicador, maior é a possibilidade de *financial distress* da firma. Essa dualidade lógica entre as variáveis acontece em virtude da estimação de Altman (1968) basear-se em indicadores como capital de giro, lucro, valor de mercado e receita, logo, a medida que valor da variável for maior, mais alavancada financeiramente a empresa se mostra.

No que diz respeito à variável  $FD\_ABR_{it}$  de Martins e Ventura (2020), embora sejam utilizados os mesmos parâmetros que  $FD\_A68_{it}$ , o modelo de estimação conta com coeficientes adaptados para a realidade brasileira, ajustando a defasagem de análise no tempo. Nessa modelagem, os valores de capital de giro, lucro e receita constam no denominador da equação 2, com coeficientes exponencialmente positivos e, por isso, são inversamente proporcionais ao  $FD\_ABR_{it}$ . Assim, quando maior o valor resultante para a variável dependente, maior é a possibilidade de *financial distress* empresarial.

Por fim, as variáveis que representam a possibilidade de inadimplência das companhias nos próximos 1 e 5 anos ( $FD\_B1Y_{it}$  e  $FD\_B5Y_{it}$ ), baseadas no modelo de Merton (1974), estão diretamente relacionadas ao *financial distress*. Isso acontece devido à

maior a probabilidade de as companhias não conseguirem honrar as relações contratuais com seus credores, e assim, se tornarem inadimplente, aumentando o estresse financeiro a que estão submetidas.

### 3.3.2 Variáveis Independentes

Bisquerra *et al.* (2004) afirmam que as variáveis independentes tratam-se de uma manipulação, controlada pelo pesquisador, a fim de verificar uma suposta modificação de causa e efeito, e, com isso, explicar as modificações da variável dependente. Assim, os mecanismos internos e externos de governança corporativa concernem as variáveis independentes de interesse e as *dummies* das etapas do ciclo de vida e outras *proxies* denotadas pela literatura correspondem as variáveis de controle.

#### 3.3.2.1 Variáveis de Governança Corporativa

A Tabela 7 elucida os mecanismos internos de governança corporativa contemplados no estudo, bem como a métrica utilizada para tais variáveis e a base de dados de coleta.

Tabela 7

#### Variáveis de Mecanismos Internos de Governança Corporativa

Dimensão	Variável	Sigla	Métrica	Base de Dados
Conselho de Administração	Tamanho	AD_TAM <sub>it</sub>	Número de membros no Conselho de Administração.	Formulário de Referência (12 - Assembleia e Administração / 12.6/8 - Composição e experiência do profissional da administração e do CF)
	Diretor Executivo (CEO)	AD_CEO <sub>it</sub>	Atribui 1 se o presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas distintas, caso contrário 0.	
Estrutura de Propriedade e Controle	Participação ON	EP_PON <sub>it</sub>	Percentual das ações com direito a voto (ON).	Economatica®
	Concentração de Controle	EP_CON <sub>it</sub>	Percentual de ações ordinárias do maior acionista ordinário.	
Remuneração Executiva	Participação	RE_PAR <sub>it</sub>	Atribui 1 se a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros das empresas, caso contrário 0.	Formulário de Referência (13 - Remuneração dos administradores / 13.1 - Política/prática de remuneração)

Fonte: elaborada a partir de Almeida *et al.* (2010), Coelho (2016), Jensen (1993), Manzanque *et al.* (2016), Moura *et al.* (2014), Shahwan (2015), Silva (2015), Silva e Leal (2005), Silveira *et al.* (2008), Simpson e Gleason (1999), Udin *et al.* (2017) e Victor (2013).

Destaca-se com base na Tabela 7, que às *proxies* utilizadas para representar os mecanismos internos de governança corporativa, configuram elementos de estrutura de

propriedade e de controle da firma, bem como do seu conselho de administração e suas iniciativas relacionadas à remuneração executiva.

No que diz respeito às variáveis que retratam as características do conselho de administração, tem-se o tamanho ( $AD\_TAM_{it}$ ) e independência da presidência do conselho ( $AD\_CEO_{it}$ ). Faz-se pertinente a análise do tamanho, tendo em vista que conselhos de administração maiores e descentralizados se mostram mais rígidos e pouco envolvidos com a estratégia da empresa (Goodstein *et al.*, 1994; Weisbach, 1988), o que pode favorecer situações de *financial distress*. De acordo com Lipton e Lorsch (1992), conselhos com mais de dez membros apresentam dificuldade de comunicação e de expressar ideias em um tempo limitado, de forma que conselhos menores permitem discussões mais eficazes e contribuições de todos os componentes, possibilitando um consenso das deliberações. Para os autores, o tamanho ideal do conselho é de oito a nove membros, os quais serão cuidadosamente selecionados por meio de critérios anualmente atualizados pela diretoria.

Por outro lado, algumas vertentes podem argumentar que um conselho menor pode limitar os pontos de vista na tomada de decisão, devido à falta de diversidade da composição do conselho de administração nas reuniões (Lipton & Lorsch, 1992). Ainda, conselhos de administração com mais componentes buscam proporcionar melhor tomada de decisão, devido a maior possibilidade de heterogeneidade de experiência e enfoque por parte dos membros do conselho (Coelho, 2016), auxiliando a companhia a mitigar ou, até mesmo, prever situações de *financial distress*.

A não dualidade da presidência do conselho, ou seja, a separação de controle entre os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, proporciona uma tomada de decisão mais eficiente e mitigação dos possíveis conflitos de interesses advindos dessa concentração (Jensen, 1993). Para Dutra e Saito (2002), a independência entre CEO e presidente do conselho possibilita um processo decisório estratégico livre de viés, devido à descentralização de poder. Dessa forma, considerando o estudo de Coelho (2016), acredita-se que essa independência auxilia a mitigar a possibilidade de *financial distress* das companhias brasileiras ao longo de sua vida.

Como estrutura de propriedade e controle, utilizou-se o percentual das ações com direito a voto, tratada na pesquisa como “ $EP\_PON_{it}$ ”. De acordo com Silveira e Barros (2008), essa variável pode ser vista sob dois aspectos: i) maior propensão à expropriação dos acionistas minoritários, tendo em vista a possível tomada de decisão em prol dos próprios interesses dos acionistas controladores; ou ii) maior propensão à adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte dos controladores, por possuírem

menor poder sobre os fluxos de caixa da empresa ou para compensar os minoritários em virtude da maior probabilidade de expropriá-los. Ainda, para captar tal influência, analisou-se a concentração de controle, representada por “ $EP\_CON_{it}$ ”, tratando da concentração de direito a voto por parte do maior acionista. Nesse sentido, acredita-se que a concentração de propriedade e controle mostrará distinta relevância em relação ao *financial distress* ao longo da vida das companhias, tendo em vista o diferente impacto do direito sobre os fluxos de caixa e dos votos ao longo da vida da empresa.

A remuneração executiva também é englobada como mecanismo interno de governança na pesquisa, por meio da variável de participação nos lucros da empresa ( $RE\_PAR_{it}$ ). Aliar incentivos financeiros dos executivos ao desempenho organizacional possibilita uma tomada de decisão mais eficiente, ao passo que a continuidade do negócio e sua saúde financeira se tornem uma grande prioridade (Jensen & Murphy, 1990).

No que concerne aos mecanismos externos de governança corporativa do estudo, a Tabela 8 descreve as variáveis utilizadas, suas métricas de parametrização e a base de dados utilizada para obter as informações.

Tabela 8

**Variáveis de Mecanismos Externos de Governança Corporativa**

Dimensão	Variável	Sigla	Métrica	Base de Dados
Incentivos aos Investidores	<i>Free-float</i>	PR_FFL <sub>it</sub>	Percentual de ações em circulação.	Formulário de Referência (15 - Controle / 15.3 - Distribuição de Capital)
Qualidade da Auditoria	Big N	QA_BIG <sub>it</sub>	Atribui 1 se a empresa faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria - Big N (Deloitte, Ernst Young, KPMG e PwC), se não 0.	Formulário de Referência (2 - Auditores Independentes / 2.1/2 - Identificação e Remuneração)
Assimetria de Informação	Níveis Diferenciados	AI_NME <sub>it</sub>	Atribui 1 se a empresa está listada no Novo Mercado (nível diferenciado da B3), caso contrário 0.	Economatica®

Fonte: elaborada a partir de Coelho (2016), Martins e Ventura (2020), Silva (2015) e Silva e Leal (2005).

Um dos fatores englobados pelos níveis diferenciados, o *free float* pode ser visto como uma garantia adicional aos acionistas minoritários (Wang & Xu, 2004), pois possibilita com que um número mínimo de ações ordinárias seja distribuído ao mercado e não em posse dos acionistas majoritários (Coelho, 2016). Assim, a pesquisa analisa essa garantia por meio da variável “ $PR\_FFL_{it}$ ”, esperando-se que quanto maior a garantia de descentralização das decisões a respeito do negócio, menor é a probabilidade de apresentar *financial distress*.

Objetivando minimizar os efeitos da assimetria informacional, utilizou-se a qualidade da auditoria externa ( $QA\_BIG_{it}$ ), pressupondo que quanto maior a qualidade de

auditoria, maior é a qualidade da informação reportada ao usuário e menor é a possibilidade de *financial distress* empresarial. Para isso, considerou-se como *proxy* de qualidade da auditoria, o fato de a firma ser *Big Four* (Deloitte, Ernst Young, KPMG e PwC), tendo em vista a credibilidade de tais empresas perante ao mercado, bem como a opinião emitida a respeito da continuidade das operações da companhia.

A classificação das companhias abertas brasileiras em níveis diferenciados de governança corporativa da B3 também é considerada para análise dos mecanismos externos de governança, tratada na pesquisa por meio de “*AI\_NME<sub>it</sub>*”. Tal classificação, além de propiciar de forma distinta o nível de *disclosure* de informações das firmas, visa mitigar assimetria informacional entre as partes relacionadas, assegurando os direitos e garantias dos seus investidores (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014). Nesse interím, espera-se que companhias com maior nível de governança corporativa, apresentem menor possibilidade de *financial distress*.

### 3.3.2.2 Variáveis de Ciclo de Vida

Ao que tange ao ciclo de vida, evidenciam-se na Tabela 9 as métricas utilizadas para definição de cada etapa (nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio), assim como a base de dados verificada para obtenção dos dados.

Tabela 9

#### Variáveis de Ciclo de Vida da Firma

Variável	Sigla	Métrica	Base de Dados
Nascimento	NASC <sub>it</sub>	Atribuindo: 1 = [FCO (-); FCI (-); FCF (+)]; e 0 = demais	Economática®
Crescimento	CRE <sub>it</sub>	Atribuindo: 1 = [FCO (+); FCI (-); FCF (+)]; e 0 = demais	
Maturidade	MAT <sub>it</sub>	Atribuindo: 1 = [FCO (+); FCI (-); FCF (-)]; e 0 = demais	
Turbulência	TUR <sub>it</sub>	Atribuindo: 1 = [FCO (-); FCI (-); FCF (-)]; e/ou [FCO (+); FCI (+); FCF (+)]; e/ou [FCO (+); FCI (+); FCF (-)]; e 0 = demais	
Declínio	DEC <sub>it</sub>	Atribuindo: 1 = [FCO (-); FCI (+); FCF (+)]; e/ou [FCO (-); FCI (+); FCF (-)]; e 0 = demais	

**Nota.** FCO = Fluxo de Caixa Operacional; FCI = Fluxo de Caixa de Investimento; FCF = Fluxo de Caixa de Financiamento. Fonte: elaborada a partir de Dickinson (2011), Filatotchev, Toms, Wright (2006), Kordestani e Bakhtiar (2011), Sayari e Muga (2013), Shamsudin e Kamaluddin (2015) e Terreno *et al.* (2017).

As variáveis constantes na Tabela 9 foram utilizadas para a análise de como as etapas do ciclo de vida empresarial afeta a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress* empresarial. Para tanto, operacionalizaram-se seis modelos, de forma que cada um deles represente, separadamente, uma das etapas do ciclo, sendo atribuída por uma variável binária.

No primeiro modelo (modelo 1), não se considerou a influência do ciclo de vida na relação de governança corporativa e *financial distress*, a fim de comparar um modelo sem as etapas do ciclo de vida da empresa com os demais modelos. Já nos demais modelos, 2 a 6, cada etapa do ciclo representa separadamente, como as suas características afetam a relação entre os mecanismos de governança e o *financial distress*.

No modelo 2, avaliou-se a variável “*NASC<sub>it</sub>*” como única variável independente de ciclo de vida e sua interação com os mecanismos internos e externos de governança corporativa da pesquisa, captando as características dessa fase. Ao que tange às demais etapas, crescimento (*CRE<sub>it</sub>*), maturidade (*MAT<sub>it</sub>*), turbulência (*TUR<sub>it</sub>*) e declínio (*DEC<sub>it</sub>*), assim como no modelo 2, foram abordadas separadamente, por meio dos modelos 3, 4, 5 e 6, respectivamente. Ressalta-se que os modelos 3, 4, 5 e 6 não foram transcritos no estudo, pois diferem da Equação 2, apenas na variável da etapa do ciclo de vida.

### 3.3.2.3 Variáveis de Controle

Quanto às variáveis de controle do estudo, tem-se: o tamanho da companhia, o retorno sobre os ativos, o retorno sobre as ações e o crescimento de vendas. Essas variáveis estão explicitadas na Tabela 10, por meio da descrição da métrica a ser utilizada para cada variável, assim como a base de dados para coleta e o seu suporte teórico.

Tabela 10

#### Variáveis de Controle

Variável	Sigla	Métrica	Base
Tamanho da Companhia	TAM <sub>it</sub>	LN do Ativo Total	Economática®
Retorno sobre os Ativos	ROA <sub>it</sub>	(EBIT / Total dos ativos) * 100	
Retorno das Ações	RET <sub>it</sub>	[(Preço das ações [PA] <sub>t</sub> - PA <sub>t-1</sub> + Dividendos <sub>t-1</sub> ) / PA <sub>t-1</sub> ]	
Oportunidade de Crescimento	OPO <sub>it</sub>	[(Receita <sub>t</sub> - Receita <sub>t-1</sub> ) / Receita <sub>t-1</sub> ] * 100	

Fonte: Elaborada a partir de Abdullah (2006), Polemis e Gounopoulos (2012), Brito *et al.* (2007), Coelho (2016), Manzanque *et al.* (2016), Minichilli *et al.* (2015), Nakamura *et al.* (2007) e Udin *et al.* (2017).

O tamanho da companhia, representado por “*TAM<sub>it</sub>*”, é tratado na literatura como um fator endógeno para determinar a governança corporativa de uma companhia, podendo apresentar resultados ambíguos quando se trata da sua qualidade (Klapper & Love, 2002). De acordo com Greiner (1998), organizações maiores tendem a apresentar fluxos de caixa livres mais elevados, o que pode levar a um aumento de conflito de agência e fazer com que os gestores comecem a ter problemas no monitoramento e controle das operações da entidade. Já para Klapper e Love (2002), o tamanho da organização é fator determinante

para o aumento da qualidade de sua governança corporativa e, por sua vez, apresente menor probabilidade de *financial distress*, conforme preconizado por Silveira *et al.* (2008). Ainda, companhias maiores são mais capazes de sobreviver a perdas e a quedas de desempenho do que às menores, tornando menos provável sua liquidação ou aquisição (Moulton & Thomas, 1993).

Já as empresas menores tendem a crescer ao longo do tempo e, devido a sua menor capacidade de endividamento, necessitam aumentar seus mecanismos de governança corporativa (Klapper & Love, 2002) para terem aporte financeiro externo ao desenvolvimento de novos produtos que atendam o mercado e suas necessidades (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984). Dessa forma, se as companhias menores apresentam baixa capacidade de endividamento, é razoável pressupor que contenham uma maior propensão ao *financial distress*.

O desempenho empresarial foi controlado no modelo por meio da razão entre resultado do período antes do lucro (mensurado pelo EBIT) e o valor do ativo da companhia, denominado de Retorno sobre o Ativo, e tratado na pesquisa por " $ROA_{it}$ ". De acordo com Coelho (2016), o ROA representa a eficiência do processo decisório quanto à utilização dos ativos da companhia para geração de lucro. Ainda, a performance financeira foi retratada pela variação no preço das ações ( $RET_{it}$ ), tendo em vista que, quanto o maior retorno das ações da empresa, maior será o resultado do investimento de seus acionistas e a capacidade de crédito da empresa. Assim, espera-se que companhias com melhor desempenho sejam menos propensas a apresentar *financial distress*, principalmente àquelas com características de fluxo de caixa mais maduras (Black, 1998; Miller & Friesen, 1984).

A oportunidade de crescimento da empresa foi ponderada no modelo ( $OPO_{it}$ ) por meio da variação da receita de vendas. Assim como em pesquisas anteriores (Coelho, 2016; Udin *et al.*, 2017), considerou-se essa mutabilidade, visto que, empresas com aumento de receitas são mais propícias a elevarem suas oportunidades de crescimento e de desempenho. Dessa forma, espera-se que o crescimento das vendas seja negativamente relacionado ao *financial distress* (Coelho, 2016; Udin *et al.*, 2017) e se revele de forma distinta em cada fase do ciclo de vida, pois empresas em nascimento e crescimento priorizam ter maiores receitas, e às maduras buscam maior constância e não aumento de suas receitas (Miller & Friesen, 1984).

### 3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Buscando analisar a influência do ciclo de vida na relação entre a governança corporativa (mecanismos internos e externos) e o *financial distress* para as 138 companhias do estudo, utilizou-se da estatística descritiva, matriz de correlação e regressão múltipla em painel (à média), por meio de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), nos anos de 2010 a 2018. Ademais, para fins de robustez da análise, examinaram-se os dados, por meio de regressão quantílica, findando observar de que forma se comportam as etapas do ciclo de vida nos *quantis* de cada variável dependente, incluindo suas caudas. Para tanto, às variáveis contínuas ( $W\_FD\_A68$ ,  $W\_FD\_ABR$ ,  $W\_FD\_BIY$ ,  $W\_FD\_B5Y$ ,  $W\_AD\_TAM$ ,  $W\_EP\_PON$ ,  $W\_PR\_FFL$ ,  $W\_TAM$ ,  $W\_ROA$ ,  $W\_RET$ ,  $W\_OPO$ ,  $W\_EP\_CON$ ) receberam tratamento para *outliers*, por meio da Winsorização a nível de 1%, para todo o período objeto de estudo.

No que tange à correlação entre as variáveis da pesquisa, para evidenciar qual a melhor métrica a ser utilizada no estudo, verificou-se a normalidade dos dados por meio do teste de Shapiro-Wilk, evidenciando que apenas as variáveis “ $AD\_CEO$ ”, “ $RE\_PAR$ ” e “ $AI\_NME$ ” apresentaram distribuição normal. Dessa forma, em sendo a normalidade dos dados fator determinante para a adequação do tipo de matriz de correlação a ser analisada - *Spearman* (não paramétrica) quando os dados apresentam características anormais e *Pearson* (paramétrica) quando normais -, bem como que os dados amostrados possuem características normais e anormais, optou-se por analisar os dois tipos, constando a correlação de *Spearman* na parte superior e a de *Pearson* na parte inferior da Tabela 22.

Além disso, foi realizado o teste não-paramétrico de diferença de médias de Kruskal-Wallis para verificar se existem diferenças entre as etapas do ciclo de vida. Havendo significância, procedeu-se com o teste de Dunn de comparação de amostras não-pareadas, a fim de confirmar estatisticamente essas diferenças diagnosticadas entre as fases.

Com relação à regressão dos dados, avaliou-se, inicialmente, de que forma cada um dos mecanismos internos e externos de governança afeta o *financial distress*, utilizando-se de quatro modelos, um para cada variável dependente (Equação 3).

$$\begin{aligned}
 FD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 W\_AD\_TAM_{it} + \beta_2 AD\_CEO_{it} + \beta_3 W\_EP\_PON_{it} + \beta_4 W\_EP\_CON_{it} + \\
 & \beta_5 RE\_PAR_{it} + \beta_6 W\_PR\_FFL_{it} + \beta_7 QA\_BIG_{it} + \beta_8 AI\_NME_{it} + \beta_9 W\_TAM_{it} + \\
 & \beta_{10} W\_ROA_{it} + \beta_{11} W\_RET_{it} + \beta_{12} W\_OPO_{it} + \beta_{13} Setor_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3}$$

Em que:

$FD_{it}$  = representa a variável de *financial distress*, sendo “ $W\_FD\_A68$ ”, “ $W\_FD\_ABR$ ”, “ $W\_FD\_BIY$ ” e “ $W\_FD\_B5Y$ ” para os modelos 1, 2, 3 e 4, respectivamente, para a empresa  $i$  no período  $t$ ;

$W\_AD\_TAM_{it}$  = número de membros no Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$AD\_CEO_{it}$  = *dummy* que indica se presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas distintas para a empresa  $i$  no período  $t$ , assumindo o valor 1 quando não são a mesma pessoa, e 0 para os demais casos;

$W\_EP\_PON_{it}$  = percentual das ações com direito a voto (ON) da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_EP\_CON_{it}$  = percentual de ações ordinárias do maior acionista ordinário da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$RE\_PAR_{it}$  = *dummy* que indica se a empresa  $i$  mantém um programa de participação dos administradores nos lucros no período  $t$ , atribuindo 1 para sim e 0 para não;

$AI\_NME_{it}$  = *dummy* que indica se a empresa  $i$  está listada no Novo Mercado da B3 no período  $t$ , atribuindo 1 se estiver e 0 caso contrário;

$QA\_BIG_{it}$  = *dummy* que indica se a empresa  $i$  faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria no período  $t$ , atribuindo 1 se for alguma Big N (Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG, P&W) e 0 para demais casos;

$W\_PR\_FFL_{it}$  = percentual de ações em circulação (*free-flow*) da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$TAM_{it}$  = tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ , mensurado pelo logaritmo natural do ativo total;

$W\_ROA_{it}$  = retorno sobre os ativos da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_RET_{it}$  = retorno das ações da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_OPO_{it}$  = oportunidade de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

Setor = *dummy* indicando cada um dos setores da B3;

$\varepsilon_{it}$  = erro da regressão.

Nesse contexto, objetivando selecionar a estimação mais adequada ao modelo da pesquisa, utilizou-se dos testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman (Baltagi, 2005; Greene, 2003; Stock & Watson, 2004). Como a mais apropriada para os modelos 1 ( $W\_FD\_A68$ ), 2 ( $W\_FD\_ABR$ ) e 4 ( $W\_FD\_B5Y$ ), observou-se a estimação de Hausman-Taylor (HT) (Tabela 24). Tal constatação vai ao encontro da literatura que evidencia os potenciais efeitos de endogeneidade ao se analisar os mecanismos de governança corporativa, e utilizando-se da estimação por efeitos fixos ou aleatórios (Coelho, 2016; Silveira, 2014). Para o modelo 3 ( $W\_FD\_B5Y$ ), embora a estimação mais adequada apontada pelos testes tenha sido por efeitos fixos, optou-se pela utilização da estimação por HT, por se mostrar mais adequada para a pesquisa e permitir avaliar as variáveis endógenas, bem como as que são constantes ao longo do tempo (fator que é omitido na estimação por efeitos fixos). Dessa forma, as variáveis endógenas mais comuns na análise de governança corporativa dizem respeito ao tamanho da companhia, variáveis de desempenho e oportunidade de crescimento (Klapper & Love, 2002), denotadas, respectivamente, nesta pesquisa pelas seguintes siglas:  $W\_TAM$ ,  $W\_ROA$ ,  $W\_RET$  e  $W\_OPO$ .

Ainda, efetuaram-se testes de autocorrelação (teste de Wooldridge), heteroscedasticidade (Wald Modificado) e multicolinearidade (Fator de Inflação da Variância - VIF), constatando-se p-valores significativos para autocorrelação e heteroscedasticidade dos dados, pressuposto a presença de tais características, bem como VIF de 2,60, indicando que a inexistência de multicolinearidade. Ressalta-se que ainda não se tem na literatura um consenso de qual seria o melhor método para corrigir os efeitos dessas limitações para a estimação de HT, por isso, não foi efetuado correções nesses casos.

No tocante ao modelo 3 ( $W\_FD\_BIY$ ), a estimação por Efeitos Fixos (FE) se mostrou a mais adequada, porém omitindo na regressão as variáveis que são constantes, em virtude das características desse tipo de estimação. Ademais, os erros padrões desse modelo foram corrigidos por meio de clusterização, tendo em vista a presença de autocorrelação e heteroscedasticidade, tornando os erros robustos. Vale ressaltar que a estimação HT, não se tem nenhum método robusto para correção da presença de autocorrelação e heteroscedasticidade e, por isso, não se efetuou tal tratamento (Baltagi, 2005).

Relativamente ao comportamento dos mecanismos de governança corporativa em relação a cada *quantil* das variáveis de *financial distress*, efetuou-se a regressão quantílica. Por conseguinte, é possível verificar se as empresas com alta propensão ao *financial*

*distress* apresentam significância distinta aos mecanismos internos e externos de governança do que companhias com baixa propensão ao *financial distress*.

Quanto a influência das etapas do ciclo de vida, realizou-se regressões múltiplas de dados em painel dos modelos 1, 2, 3 e 4 (apresentados na Equação 3) contemplando cada etapa do ciclo de vida, separadamente, como se fossem subamostras (Equação 4).

$$\begin{aligned}
 FD_{it} * Ciclo = & \beta_0 + \beta_1 W\_AD\_TAM_{it} * Ciclo + \beta_2 AD\_CEO_{it} * Ciclo + \beta_3 W\_EP\_PON_{it} * Ciclo + \\
 & \beta_4 W\_EP\_CON_{it} * Ciclo + \beta_5 RE\_PAR_{it} * Ciclo + \beta_6 W\_PR\_FFL_{it} * Ciclo + \\
 & \beta_7 QA\_BIG_{it} * Ciclo + \beta_8 AI\_NME_{it} * Ciclo + \beta_9 W\_TAM_{it} * Ciclo + \beta_{10} W\_ROA_{it} * Ciclo + \\
 & \beta_{11} W\_RET_{it} * Ciclo + \beta_{12} W\_OPO_{it} * Ciclo + \beta_{13} Setor_{it} * Ciclo + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

Em que:

$FD_{it}$  = representa a variável de *financial distress*, sendo “ $W\_FD\_A68$ ”, “ $W\_FD\_ABR$ ”, “ $W\_FD\_BIY$ ” e “ $W\_FD\_B5Y$ ” para os modelos 1, 2, 3 e 4, respectivamente, para a empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Ciclo$  = *dummy* representando, separadamente, cada etapa do ciclo de vida ( $NASC$ ,  $CRE$ ,  $MAT$ ,  $TUR$ ,  $DEC$ ), sendo 1 quando pertencente a etapa e 0 para demais casos;

$W\_AD\_TAM_{it}$  = número de membros no Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$AD\_CEO_{it}$  = *dummy* que indica se presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas distintas para a empresa  $i$  no período  $t$ , assumindo o valor 1 quando não são a mesma pessoa, e 0 para os demais casos;

$W\_EP\_PON_{it}$  = percentual das ações com direito a voto (ON) da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_EP\_CON_{it}$  = percentual de ações ordinárias do maior acionista ordinário da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$RE\_PAR_{it}$  = *dummy* indicando se a empresa  $i$  mantém um programa de participação dos administradores nos lucros no período  $t$ , atribuindo 1 para sim e 0 para não;

$AI\_NME_{it}$  = *dummy* que indicando se a empresa  $i$  está listada nos níveis diferenciados da B3 no período  $t$ , atribuindo 1 se estiver no Novo Mercado, se não 0;

$QA\_BIG_{it}$  = *dummy* que indica se a empresa  $i$  faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria no período  $t$ , atribuindo 1 se for alguma Big N (Deloitte, Ernst Young, KPMG e PwC) e 0 para demais casos;

$W\_PR\_FFL_{it}$  = percentual de ações em circulação (*free-flow*) da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_TAM_{it}$  = tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ , mensurado pelo logaritmo natural do ativo total, com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_ROA_{it}$  = retorno sobre os ativos da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_RET_{it}$  = retorno das ações da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

$W\_OPO_{it}$  = oportunidade de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$ , com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%);

Setor = *dummy* que indica cada um dos setores da B3;

$\varepsilon_{it}$  = erro da regressão.

Destaca-se que, para robustez e sensibilidade dos resultados da pesquisa, efetuou-se também regressão quantílica para cada etapa do ciclo de vida (4 modelos), analisando apenas os *quantis* extremos (0,05 e 0,95). Ainda, salienta-se que a operacionalização dos modelos e testes realizados nesse estudo ocorreram por meio do *software* Stata<sup>®</sup>.

## 4 RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo aborda os resultados auferidos na pesquisa, bem como sua interpretação e análise. Dessa forma, apresentam-se a estatística descritiva das variáveis que foram objeto de estudo (4.1), sua matriz de correlação (4.2) e a regressão dos dados em painel (4.3), por meio de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA

A presente seção ilustra a estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes da pesquisa, compreendendo o período de 2010 a 2018.

#### 4.1.1 *Financial Distress*

A fim de analisar a estatística descritiva das *proxies* de *financial distress* ao longo do tempo, efetuou-se a Tabela 11, de forma a acompanhar a evolução de tais variáveis e seu comportamento no cenário brasileiro.

Tabela 11

#### Estatística Descritiva Anual das *Proxies* de *Financial Distress*

	Variável	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Geral
W_FD_A68	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	<b>0,716</b>	<b>0,701</b>	<b>0,698</b>	<b>0,694</b>	<b>0,698</b>	<b>0,678</b>	<b>0,662</b>	<b>0,672</b>	<b>0,673</b>	<b>0,688</b>
	Desvio Padrão	0,326	0,324	0,322	0,323	0,315	0,302	0,309	0,312	0,313	0,316
	Mediana	0,714	0,658	0,704	0,694	0,689	0,638	0,620	0,645	0,657	0,660
	Mínimo	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258	0,258
	Máximo	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232	1,232
W_FD_ABR	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	<b>0,194</b>	<b>0,202</b>	<b>0,206</b>	<b>0,206</b>	<b>0,212</b>	<b>0,222</b>	<b>0,223</b>	<b>0,220</b>	<b>0,215</b>	<b>0,211</b>
	Desvio Padrão	0,052	0,055	0,055	0,058	0,059	0,060	0,056	0,058	0,057	0,057
	Mediana	0,185	0,195	0,201	0,199	0,204	0,210	0,214	0,215	0,210	0,204
	Mínimo	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137
	Máximo	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324	0,324
W_FD_B1Y	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	<b>0,017</b>	<b>0,022</b>	<b>0,023</b>	<b>0,024</b>	<b>0,030</b>	<b>0,222</b>	<b>0,033</b>	<b>0,027</b>	<b>0,029</b>	<b>0,027</b>
	Desvio Padrão	0,023	0,028	0,030	0,031	0,035	0,060	0,036	0,033	0,035	0,033
	Mediana	0,006	0,011	0,009	0,010	0,018	0,210	0,020	0,013	0,011	0,012
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,137	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,324	0,098	0,098	0,098	0,098
W_FD_B5Y	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	<b>0,007</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	<b>0,013</b>	<b>0,018</b>	<b>0,026</b>	<b>0,021</b>	<b>0,017</b>	<b>0,018</b>	<b>0,016</b>
	Desvio Padrão	0,010	0,015	0,016	0,016	0,019	0,020	0,019	0,018	0,018	0,018
	Mediana	0,003	0,006	0,007	0,006	0,008	0,022	0,014	0,010	0,011	0,009
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054

Com base na Tabela 11, verifica-se que variável “*W\_FD\_A68*” apresentou valor médio decrescente ao longo do tempo, indicando que as companhias estão ou podem vir a apresentar

*financial distress*. Tendo em vista que a variável é composta por fatores como capital de giro, lucro, valor de mercado e receita, compreende-se que a queda anual desse indicador aponta que as companhias brasileiras se mostram cada vez menos alavancadas financeiramente e, por isso, sua probabilidade de entrar em *financial distress* é crescente, indo ao encontro dos achados de Coelho (2016). Isso pode acontecer em virtude da busca por constantes inovações por parte das firmas objetivando sua continuidade em meio a um ambiente externo com desafios constantes e concorrência acirrada (Parkinson, 2018).

Quando analisado o *Z-score* adaptado para a realidade brasileira ( $W\_FD\_ABR$ ), os valores, para todos os anos analisados revelam-se menores que 0,80, preconizando que as companhias não apresentam possíveis problemas de continuidade das suas operações. No entanto, mesmo as empresas se revelando como financeiramente saudáveis no período analisado, observou-se um leve crescimento da possibilidade de *financial distress* até o ano de 2016, decrescendo nos anos de 2017 e 2018. A discrepância entre o resultado advindo de “ $W\_FD\_ABR$ ” em relação ao “ $W\_FD\_A68$ ”, pode ser explicado pelo fato de que o modelo de Altman (1968) foi concebido no contexto das companhias americanas, inseridas em um mercado mais aquecido e desenvolvido do que o brasileiro e, por isso, pressupõe maiores valores de giro de ativo, valor de mercado e receitas para as firmas.

A evidência do aumento da probabilidade de *financial distress* é reforçada pela probabilidade de *default* no período seguinte ( $W\_FD\_BIY$ ) e após 5 anos ( $W\_FD\_B5Y$ ) denotando uma baixa probabilidade de *financial distress* por meio de risco inadimplência em todos os anos amostrados, o que corrobora os achados de Coelho (2016). Quando analisado o desvio padrão dessas métricas, nota-se que os resultados de “ $W\_FD\_BIY$ ” se mostram mais dispersos do que os de “ $W\_FD\_B5Y$ ” para a amostra analisada, podendo inferir uma alta propensão das companhias da amostra não apresentarem problemas de inadimplência junto a seus credores a longo prazo.

Dessa forma, com base nos resultados auferidos, acredita-se que, em geral, as companhias brasileiras não apresentam elevado indicativo de *financial distress* para o período analisado.

A Tabela 12 contempla a evidenciação da estatística descritiva das variáveis de *financial distress* em cada uma das etapas do ciclo de vida.

Tabela 12

**Estatística Descritiva do *Financial Distress* por Etapa do Ciclo de Vida**

	Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Kruskal-Wallis
W_FD_A68	Nascimento	130	0,731	0,324	0,749	0,258	1,232	47,960***
	Crescimento	328	0,686	0,297	0,666	0,258	1,232	
	Maturidade	618	0,718	0,312	0,696	0,258	1,232	
	Turbulência	102	0,555	0,314	0,424	0,258	1,232	
	Declínio	64	0,537	0,336	0,373	0,258	1,232	
W_FD_ABR	Nascimento	130	0,213	0,056	0,203	0,137	0,324	23,595***
	Crescimento	328	0,205	0,050	0,205	0,137	0,324	
	Maturidade	618	0,209	0,057	0,201	0,137	0,324	
	Turbulência	102	0,216	0,067	0,193	0,137	0,324	
	Declínio	64	0,249	0,066	0,251	0,137	0,324	
W_FD_BIY	Nascimento	130	0,044	0,036	0,039	0,000	0,098	132,57***
	Crescimento	328	0,021	0,029	0,009	0,000	0,098	
	Maturidade	618	0,022	0,031	0,007	0,000	0,098	
	Turbulência	102	0,033	0,035	0,021	0,000	0,098	
	Declínio	64	0,065	0,033	0,069	0,000	0,098	
W_FD_BSY	Nascimento	130	0,023	0,020	0,018	0,000	0,054	132,57***
	Crescimento	328	0,015	0,016	0,009	0,000	0,054	
	Maturidade	618	0,014	0,017	0,007	0,000	0,054	
	Turbulência	102	0,017	0,019	0,009	0,000	0,054	
	Declínio	64	0,025	0,022	0,016	0,000	0,054	

**Nota.** \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para casos de Kruskal-Wallis com p-valor < 0,05, considera-se que a amostra apresenta resultados significativamente diferentes entre si.

Quando analisado o comportamento das variáveis de *financial distress* em cada etapa do ciclo de vida da firma, conforme Tabela 12, é possível evidenciar diferenças significativas entre as etapas, para todas as *proxies* utilizadas, tendo em vista os resultados advindos dos testes de Kruskal-Wallis. Ainda, constata-se que as variáveis dependentes, ao serem segregadas por etapas, permanecem evidenciando resultados similares aos elucidados pela Tabela 11 em relação a seu *financial distress*. Tais apurações, inclusive, são identificadas nas etapas de turbulência e declínio, caracterizadas pela literatura como as empresas que tentam preservar seus recursos escassos (Miller & Friesen, 1984). Ademais, embora a estatística descritiva expresse resultados semelhantes entre as etapas do ciclo de vida, o teste de média sinaliza a existência de diferenças significativas ao longo da vida empresarial.

Para observar quais as etapas do ciclo de vida apresentam as diferenças mais significativas quando comparadas entre si, aplicou-se o teste não-paramétrico de Dunn. Assim, a Tabela 13 ilustra para cada variável dependente os valores e significâncias verificados entre as etapas analisadas.

Tabela 13  
**Teste de Dunn –Financial Distress por Etapa do Ciclo de Vida**

Variável	Etapas	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência
W_FD_A68	Crescimento	1,2410			
	Maturidade	0,3702	-1,360		
	Turbulência	<b>4,3996***</b>	<b>3,9990***</b>	<b>5,1101***</b>	
	Declínio	<b>4,4626***</b>	<b>4,0454***</b>	<b>4,9174***</b>	0,62388
W_FD_ABR	Crescimento	0,8049			
	Maturidade	0,70233	-0,2291		
	Turbulência	0,146634	-0,5647	-0,4526	
	Declínio	<b>-3,612468***</b>	<b>-4,6471***</b>	<b>-4,7169***</b>	<b>-3,5809***</b>
W_FD_B1Y	Crescimento	<b>6,3007***</b>			
	Maturidade	<b>7,30191***</b>	0,7548		
	Turbulência	<b>2,6410***</b>	<b>-2,6682***</b>	<b>-3,3128***</b>	
	Declínio	<b>-3,3288***</b>	<b>-8,4982***</b>	<b>-9,236***</b>	<b>-5,3856***</b>
W_FD_B5Y	Crescimento	<b>3,6144***</b>			
	Maturidade	<b>5,0003***</b>	<b>1,5793**</b>		
	Turbulência	<b>2,5797***</b>	-0,2944	-1,3218*	
	Declínio	0,05892	<b>-2,6754***</b>	<b>-3,6058***</b>	<b>-2,0834**</b>

**Nota.** \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para casos de p-valor < 0,05, considera-se que a amostra apresenta resultados significativamente diferentes entre si.

A partir dos resultados da Tabela 13, pode-se inferir que cada etapa do ciclo de vida da companhia reflete uma dependência financeira diferente. Tal achado vai ao encontro dos pressupostos da literatura corrente (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984) que explicita que a firma apresenta diferentes padrões gerenciais ao longo de sua vida, ao passo que cada etapa exhibe características, planejamentos e posições frente à tomada de decisão e ao risco de forma distinta.

Observando a Tabela 13, destaca-se que, em suma, as etapas iniciais (nascimento e crescimento) e finais (turbulência e declínio) são as que apresentam as diferenças mais significativas. Isso pode ocorrer em virtude das companhias em nascimento e crescimento necessitarem de maior aporte de capital para investimentos no negócio (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972). Já na turbulência e declínio, devido a diminuição das entradas líquidas - e, por vezes, a falta dessas -, as empresas são impulsionadas a aumentar seus controles (Greiner, 1998) e preservar seus recursos escassos (Miller & Friesen, 1984), quando os investimentos no negócio passam a não ser mais a prioridade dos gestores.

Logo, cada estágio implica uma necessidade de gerenciamento customizado do negócio (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984), inclusive de seus mecanismos de governança corporativa (Filatotchev & Toms; O'Connor & Byrne, 2015; Wright, 2006), para que haja sucesso financeiro e, com isso, menor propensão ao *financial distress* (Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Terreno *et al.*, 2017).

#### 4.1.2 Mecanismos de Governança Corporativa (GC)

Para a análise do comportamento dos dados relacionados aos mecanismos de governança corporativa ao longo do tempo, as Tabelas 14 e 15 apresentam a evolução anual dos mecanismos internos e externos, respectivamente.

Tabela 14

##### Estatística Descritiva Anual dos Mecanismos Internos de GC

	Variável	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Geral
W_AD_TAM	Observações	129	138	138	137	136	134	133	134	137	1216
	Média	8,318	8,478	8,377	8,657	8,949	9,119	8,609	8,187	8,022	8,524
	Desvio Padrão	3,057	3,097	3,199	3,362	3,593	3,658	3,488	3,263	3,001	3,315
	Mediana	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	9,000	8,000	7,000	7,000	8,000
	Mínimo	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
	Máximo	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
AD_CEO	Observações	129	138	138	137	136	134	133	134	137	1216
	Média	0,651	0,667	0,674	0,715	0,721	0,769	0,774	0,836	0,832	0,738
	Desvio Padrão	0,478	0,473	0,470	0,453	0,450	0,423	0,420	0,372	0,375	0,440
	Mediana	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
W_EP_PON	Observações	131	137	138	138	137	136	136	135	137	1225
	Média	75,958	75,850	75,704	76,018	75,923	76,935	76,527	77,841	78,292	76,560
	Desvio Padrão	28,511	28,789	28,656	28,640	28,852	28,434	28,592	28,382	28,230	28,487
	Mediana	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	Mínimo	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649	33,649
	Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
W_EP_CON	Observações	130	137	138	137	137	136	136	134	137	1222
	Média	48,570	49,071	47,714	47,085	47,919	47,928	48,765	47,791	47,618	48,048
	Desvio Padrão	24,808	25,300	24,725	24,904	25,267	25,159	25,484	25,891	25,499	25,153
	Mediana	50,483	50,472	46,933	44,735	46,097	46,490	48,458	45,653	45,482	46,980
	Mínimo	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584	14,584
	Máximo	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211	93,211
RE_PAR	Observações	128	138	138	137	136	134	133	134	137	1215
	Média	0,484	0,500	0,507	0,526	0,537	0,545	0,556	0,530	0,533	0,524
	Desvio Padrão	0,502	0,502	0,502	0,501	0,500	0,500	0,499	0,501	0,501	0,500
	Mediana	0,000	0,500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

Quanto aos mecanismos internos, em média, no período analisado, as companhias brasileiras possuem 8 membros no conselho de administração (*W\_AD\_TAM*), tendo este quantitativo variado de 4 a 15 integrantes. Com base nisso, verifica-se que, no período avaliado, de modo geral, as empresas atenderam ou superaram o limite legal da lei n. 6.404 (1976), de no mínimo três membros, assim como observado em Martins e Ventura (2020). Ademais, o tamanho médio anual elucidado na Tabela 14 segue o preconizado como composição ideal de um conselho de administração, de 5 a 9 membros (Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992; Weisbach, 1988), pressupondo conselhos mais eficazes e com

facilidade de expressar ideias (Lipton & Lorsch, 1992), sendo mais envolvidos com a estratégia da empresa (Goodstein *et al.*, 1994; Weisbach, 1988) e indo ao encontro dos preceitos da Teoria da Agência (Lipton & Lorsch, 1992).

Por outro lado, em 74% das empresas brasileiras analisadas, o presidente do conselho de administração e o CEO são pessoas distintas (*AD\_CEO*), apresentando uma evolução de adoção dessa dualidade ao longo do tempo. Tal achado corrobora Silva e Leal (2005), Silveira e Barros (2007), Silva (2015) e Martins e Ventura (2020), que identificaram que mais de 65% das organizações dispoñdo de membros distintos na função de CEO e de presidente do conselho. Essa diversidade é um dos pressupostos da Teoria da Agência, visto que propicia imparcialidade na tomada de decisões (Dutra & Saito, 2002; Jensen, 1993). Nesse contexto, com base em Coelho (2016), pressupõe-se que essa independência e diversidade de poder seja benéfica a não ocorrência de *financial distress*.

No que se refere às ações com direito a voto (*W\_EP\_PON*), verificou-se que, em média, 76,56% das companhias têm suas ações negociadas com poder de voto, sendo crescente ao longo do tempo. Com base nisso, observa-se que a maioria das companhias amostradas apresentam uma alta propensão a expropriação dos acionistas minoritários com poder sobre os fluxos de caixa (Silveira & Barros, 2008), podendo gerar maior conflito de interesses entre minoritários e majoritários.

Contudo, o percentual de ações com direito a voto em poder do maior acionista ordinário (*W\_EP\_CON*), em média, foi de 48%. Essas constatações também foram denotadas em Coelho (2016), contemplando aproximadamente 50% das ações com direito a voto em posse do investidor majoritário, o que implica em uma possível exclusão dos minoritários das decisões estratégicas da empresa e, por consequência, aumentando a probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários (Silveira & Barros, 2008).

Ainda, identificou-se que, em média, 52% das organizações mantém um programa de participação dos administradores em seus lucros (*RE\_PAR*). Essa evidência corrobora o estudo de Coelho (2016) que verificou o mesmo percentual para as empresas brasileiras. Entretanto, de forma geral, mostra melhora do mercado brasileiro na implementação dessa prática, visto que Silva (2015) analisou o período de 2010 a 2013 e identificou menos de 50% das companhias dispoñdo de um programa que remunere seus administradores com base no lucro. A pouca variabilidade desse quantitativo, segundo preceitos de Jensen e Murphy (1990), é atribuída aos incentivos ao melhoramento do desempenho organizacional para uma tomada de decisão mais eficiente.

Com relação à estatística descritiva dos mecanismos externos de governança corporativa, tem-se a Tabela 15.

Tabela 15

**Estatística Descritiva Anual dos Mecanismos Externos de GC**

Variável	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Geral	
W_PR_FFL	Observações	127	138	138	137	137	136	136	136	1221	
	Média	57,926	51,664	52,383	52,865	52,135	52,861	52,456	54,601	53,435	53,330
	Desvio Padrão	28,873	23,840	24,133	24,182	24,598	25,511	25,561	26,228	26,431	25,471
	Mediana	52,560	47,631	47,886	48,553	48,510	47,592	48,014	49,241	47,872	48,380
	Mínimo	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799	19,799
	Máximo	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200	99,200
QA_BIG	Observações	131	138	138	137	136	135	135	136	137	1223
	Média	0,817	0,855	0,826	0,796	0,794	0,793	0,793	0,765	0,745	0,798
	Desvio Padrão	0,388	0,353	0,380	0,405	0,406	0,407	0,407	0,426	0,438	0,402
	Mediana	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
AI_NME	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493	0,493
	Desvio Padrão	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,502	0,500
	Mediana	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Máximo	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

No que diz respeito aos mecanismos externos, conforme Tabela 15, verifica-se que 80% das companhias foram auditadas por firmas líderes da área de auditoria, denominadas de *Big Four* (*QA\_BIG*). Essa constatação ratifica os achados de Silva e Leal (2005) e Silva (2015) e, na visão de Archambault e Archambault (2003) e Coelho (2016), pode ser oriunda das estratégias das companhias brasileiras, a fim de denotarem maior credibilidade às suas demonstrações financeiras, visto que as firmas *big four* são qualificadas no mercado financeiro, como sinônimo de *expertise* em auditoria. Além do mais, como no relatório de auditoria há menção sobre os pressupostos de continuidade do negócio (Segal, 2017), o fato dessa análise ser realizada por uma *big four* alude maior confiabilidade quando se trata especificamente de compreender as probabilidades de *financial distress*. Logo, de forma geral, a opinião das *big four* é compreendida como de maior qualidade, contribuindo para garantia de uma melhor saúde financeira das companhias.

Além disso, detectou-se que 49% das empresas da amostra pertencem ao nível de mercado denominado de Novo Mercado (*AI\_NME*) e 53,33% possuem ações em circulação (*W\_PR\_FFL*). Com base nestes achados, relativamente ao fato da empresa pertencer ao novo mercado, entende-se que, requisitos foram cumpridos para ser

classificada neste estrato, e conseqüentemente pressupõem-se melhor governança (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014, Martins & Ventura, 2020) e riscos reduzidos de *financial distress*. No que tange, ao percentual de ações em circulação, essa pulverização do capital denota proteção dos acionistas minoritários (Coelho, 2016), pois evita concentração de poder e decisões unilaterais, fazendo com que a governança corporativa eleve sua qualidade (Wang & Xu, 2004).

A fim de compreender as idiosincrasias da governança corporativa para amostra, as Tabelas 16 e 17, respectivamente, elucidam a estatística descritiva dos mecanismos internos e externos sob a ótica de cada uma das etapas do ciclo de vida.

Tabela 16

**Mecanismos Internos por Etapa do Ciclo de Vida**

	Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Kruskal-Wallis
W_AD_TAM	Nascimento	126	7,738	2,766	7,000	4,000	15,000	32.164***
	Crescimento	325	9,043	3,507	9,000	4,000	15,000	
	Maturidade	605	8,711	3,392	8,000	4,000	15,000	
	Turbulência	101	7,604	2,654	7,000	4,000	15,000	
	Declínio	59	7,000	2,457	7,000	4,000	15,000	
AD_CEO	Nascimento	126	0,659	0,476	1,000	0,000	1,000	8.956*
	Crescimento	324	0,765	0,424	1,000	0,000	1,000	
	Maturidade	606	0,724	0,447	1,000	0,000	1,000	
	Turbulência	101	0,812	0,393	1,000	0,000	1,000	
	Declínio	59	0,763	0,429	1,000	0,000	1,000	
W_EP_PON	Nascimento	129	82,32	27,12	100,00	33,65	100,00	6.835
	Crescimento	324	76,54	27,84	100,00	33,65	100,00	
	Maturidade	608	75,11	28,80	100,00	33,65	100,00	
	Turbulência	102	77,86	29,01	100,00	33,65	100,00	
	Declínio	62	76,72	29,92	100,00	33,65	100,00	
W_EP_CON	Nascimento	129	50,44	25,97	49,94	14,58	93,21	0,731
	Crescimento	323	47,21	24,27	47,86	14,58	93,21	
	Maturidade	606	48,20	25,15	48,35	14,58	93,21	
	Turbulência	102	45,70	24,74	39,96	14,58	93,21	
	Declínio	62	49,80	28,74	44,59	14,58	93,21	
RE_PAR	Nascimento	126	0,476	0,501	0,000	0,000	1,000	2.025**
	Crescimento	325	0,492	0,501	0,000	0,000	1,000	
	Maturidade	604	0,550	0,498	1,000	0,000	1,000	
	Turbulência	101	0,614	0,489	1,000	0,000	1,000	
	Declínio	59	0,390	0,492	0,000	0,000	1,000	

**Nota.** \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para casos de Kruskal-Wallis com p-valor < 0,05, considera-se que a amostra apresenta resultados significativamente diferentes entre si.

Conforme apresentado na Tabela 16, ao longo do ciclo de vida da firma, os mecanismos internos de governança corporativa são apresentados de forma distinta, principalmente quando consideradas as variáveis de tamanho do conselho de administração (*W\_AD\_TAM*) e participação nos lucros (*RE\_PAR*), conforme constatação do teste de Kruskal-Wallis. Assim, pode-se inferir que, ao longo da sua vida, as empresas

adotam quantidades diferentes de mecanismos internos de governança corporativa (Filatotchev & Toms; O'Connor & Byrne, 2015; Wright, 2006), podendo ocorrer em virtude das características de cada etapa, bem como pela compreensão dos benefícios advindos de sua adoção ou por necessidade de cada estágio.

Tabela 17

**Mecanismos Externos por Etapa do Ciclo de Vida**

	Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Kruskal-Wallis
W_PR_FFL	Nascimento	125	49,96	24,95	45,91	19,80	99,20	18.393***
	Crescimento	323	51,43	24,43	46,80	19,80	99,20	
	Maturidade	610	53,01	25,26	48,70	19,80	99,20	
	Turbulência	102	58,26	25,10	57,82	19,80	99,20	
	Declínio	61	65,25	30,62	69,52	19,80	99,20	
QA_BIG	Nascimento	127	0,764	0,426	1,00	0,00	1,00	9.375**
	Crescimento	325	0,837	0,370	1,00	0,00	1,00	
	Maturidade	606	0,784	0,412	1,00	0,00	1,00	
	Turbulência	102	0,853	0,356	1,00	0,00	1,00	
	Declínio	63	0,714	0,455	1,00	0,00	1,00	
AI_NME	Nascimento	130	0,608	0,490	1,00	0,00	1,00	14.291***
	Crescimento	328	0,466	0,500	0,00	0,00	1,00	
	Maturidade	618	0,464	0,499	0,00	0,00	1,00	
	Turbulência	102	0,598	0,493	1,00	0,00	1,00	
	Declínio	64	0,500	0,504	0,50	0,00	1,00	

**Nota.** \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para casos de Kruskal-Wallis com p-valor < 0,05, considera-se que a amostra apresenta resultados significativamente diferentes entre si.

No que tange a análise dos mecanismos externos em relação às etapas do ciclo de vida, conforme a Tabela 17, assim como os mecanismos internos, essas práticas se mostram significativamente divergentes entre si. Essa associação estatística, com base na média, foi ratificada pelo teste de Kruskal-Wallis, que mensurou significância estatística em nível de 1% para “AI\_NME” e “W\_PR\_FFL” e em nível de 5% para “QA\_BIG”. Assim, esses resultados demonstram que mecanismos de governança corporativa podem sofrer alterações ao longo da vida da empresa, de acordo com as idiosincrasias de cada etapa vivida, indo ao encontro dos preceitos de Filatotchev *et al.* (2006) e O'Connor e Byrne (2015).

Nessa direção, a fim de constatar a diferença entre mecanismos internos e externos de governança ao longo de sua vida, realizou-se Teste de Dunn, cujos resultados expõem-se na Tabela 18.

Tabela 18

**Teste de Dunn – Ciclo de Vida e Mecanismos Internos e Externos de GC**

	Variável	Etapas	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência
Mecanismos Internos	W_AD_TAM	Crescimento	<b>-3,3556***</b>			
		Maturidade	<b>-2,7063***</b>	1,2670		
		Turbulência	0,2998	<b>3,4426***</b>	<b>2,8379***</b>	
		Declínio	1,5153*	<b>4,1776***</b>	<b>3,6956***</b>	1,2145
	RE_PAR	Crescimento	-0,3074			
		Maturidade	-1,5016*	<b>-1,6689**</b>		
		Turbulência	<b>-2,0632**</b>	<b>-2,1356**</b>	-1,1952	
		Declínio	1,0957	1,4495*	<b>2,3455***</b>	<b>2,7365***</b>
Mecanismos Externos	W_PR_FFL	Crescimento	-0,5551			
		Maturidade	-1,2584	-0,9456		
		Turbulência	<b>-2,5731***</b>	<b>-2,5080***</b>	<b>-2,0545**</b>	
		Declínio	<b>-3,4208***</b>	<b>-3,4082***</b>	<b>-3,0586***</b>	-1,1797
	QA_BIG	Crescimento	<b>-1,7403**</b>			
		Maturidade	-0,5115	<b>1,9228**</b>		
		Turbulência	<b>-1,6696**</b>	-0,3514	-1,608*	
		Declínio	0,7997	<b>2,2182**</b>	1,3080*	<b>2,1545**</b>
	AI_NME	Crescimento	<b>2,7246***</b>			
		Maturidade	<b>2,9692***</b>	0,06035		
		Turbulência	0,1459	<b>-2,324**</b>	<b>-2,500***</b>	
		Declínio	1,4100*	-0,4906	-0,542	1,22924

**Nota.** \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para casos de p-valor < 0,05, considera-se que a amostra apresenta resultados significativamente diferentes entre si.

As evidências constantes na Tabela 18 permitem inferir que a associação das etapas do ciclo de vida entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa apresenta resultados significativos, não elucidando comportamento homogêneo entre as variáveis da pesquisa. Assim, pode-se inferir que, as etapas do ciclo de vida empresarial afetam os mecanismos internos e externos de governança corporativa de forma significativamente distinta às companhias brasileiras no período de 2010 a 2018.

#### 4.1.3 Variáveis de Controle

No que diz respeito às variáveis de controle utilizadas na pesquisa, a Tabela 19 evidencia a evolução anual da estatística descritiva do tamanho ( $W\_TAM$ ), retorno sobre o ativo ( $W\_ROA$ ), retorno das ações ( $W\_RET$ ) e oportunidade de crescimento ( $W\_OPO$ ) das companhias que compõe a análise.

Tabela 19  
**Estatística Descritiva Anual das Variáveis de Controle**

	Variável	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Geral
W TAM	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	14,943	15,049	15,113	15,160	15,226	15,271	15,258	15,276	15,318	15,179
	Desvio Padrão	1,377	1,393	1,401	1,388	1,413	1,436	1,446	1,475	1,497	1,426
	Mediana	14,922	15,040	15,135	15,248	15,317	15,437	15,404	15,356	15,380	15,181
	Mínimo	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999	12,999
	Máximo	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402	17,402
W ROA	Observações	138	138	138	138	138	138	138	138	138	1242
	Média	8,334	7,137	6,809	6,791	6,318	4,977	4,963	6,141	6,765	6,471
	Desvio Padrão	4,985	5,418	5,377	5,401	5,384	5,329	5,357	5,528	5,531	5,444
	Mediana	8,344	7,774	6,434	6,938	6,198	4,553	4,726	6,120	7,538	6,454
	Mínimo	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995	-2,995
	Máximo	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834	14,834
W RET	Observações	133	134	135	135	135	136	136	136	138	1218
	Média	0,916	0,699	0,936	0,773	0,691	0,723	1,089	1,186	1,000	0,891
	Desvio Padrão	0,327	0,264	0,369	0,272	0,288	0,313	0,337	0,286	0,299	0,351
	Mediana	0,87	0,67	0,91	0,76	0,61	0,62	1,08	1,21	0,97	0,84
	Mínimo	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,569	0,415	0,415
	Máximo	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
W OPO	Observações	138	138	137	137	137	138	138	138	138	1239
	Média	6,308	18,935	10,960	9,275	7,126	7,152	3,388	-2,261	5,465	7,368
	Desvio Padrão	17,358	13,424	13,325	13,130	13,914	14,751	15,288	12,835	13,970	15,236
	Mediana	6,872	19,132	12,518	10,204	8,532	6,731	3,667	-2,821	5,487	7,944
	Mínimo	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26	-18,26
	Máximo	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583	33,583

Ao se examinar a Tabela 19, relativamente ao tamanho das companhias ( $W\_TAM$ ), após a winsorização, pode-se considerá-las com comportamento homogêneo, visto que o desvio padrão foi de 1,43 e os valores mínimo e máximo, respectivamente, foram de 13 e 17,40, corroborando Coelho (2016). Com isso, observa-se que o ativo total das companhias analisadas apresentaram pouca alteração ao longo do tempo, característico de companhias maiores (Klapper & Love, 2002).

Com relação aos indicadores de desempenho financeiro, o retorno sobre o ativo ( $W\_ROA$ ) evidencia valor médio positivo de 6,47. Logo, esses valores denotam que as empresas estudadas, em sua maioria, apresentam rentabilidade positiva e, por consequência, maior capacidade gerar resultados com base nos seus ativos. Já para a variável retorno das ações ( $W\_RET$ ) observou-se média positiva de 0,89, ou seja, o capital dos acionistas é remunerado de forma superior ao capital investido. Tal fato denota que as empresas avaliadas possuem, em média, os valores das suas ações mensurados de forma superior aos seus valores patrimoniais.

Nessa direção, a oportunidade de crescimento ( $W\_OPO$ ) também possui média positiva de 7,37, posto que o aumento das receitas possibilita uma maior oportunidade de

crescimento empresarial, bem como uma melhora no desempenho do negócio (Coelho, 2016; Udin *et al.*, 2017).

#### 4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Em prol da análise da correlação entre as variáveis da pesquisa, utilizou-se duas matrizes de correlação, uma vez que os dados apresentam características normais e anormais. Para tanto, a Tabela 20 apresenta a Matriz de Correlação de *Spearman* e de *Pearson*, denotando os coeficientes entre as variáveis da pesquisa e sua significância estatística.

Conforme os resultados demonstrados na Tabela, bem como nos correlogramas analisados (Apêndice B e C), o maior grau de correlação positiva observada na pesquisa, tanto para a estimação não-paramétrica, quanto para a paramétrica, é entre as variáveis relacionadas ao percentual das ações com direito a voto (*W\_EP\_PON*) e sua classificação nos níveis diferenciados, representada no estudo pelas companhias constantes no Novo Mercado (*AI\_NME*), com relação significativa a nível de 1%. Nesse contexto, pode-se inferir que companhias constantes no Novo Mercado tendem a apresentar um maior o percentual de ações ordinárias, posto que companhias com maior *disclosure* e, por consequência, que visam minimizar a assimetria informacional entre as partes interessadas (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014), tendem a aumentar a quantidade de ações com direito a voto visando minimizar a chance dos gestores agirem em prol de si mesmos (La Porta *et al.*, 2000).

No que diz respeito à maior correlação com sinal negativo, evidencia-se a relação entre o percentual das ações com direito a voto (*W\_EP\_PON*) e a concentração dessas ações em posse do seu acionista majoritário (*W\_EP\_CON*), apresentando nível de significância de 1% entre as variáveis. Tal fato demonstra que, quanto maior a quantidade de ações com direito a voto, menor a é sua concentração em posse do acionista majoritário da empresa, possibilitando menor chance de expropriação dos minoritários advinda de conflitos de interesses e ações enviesadas (La Porta *et al.*, 2000; Silveira & Barros, 2008).

Tabela 20

**Matriz de Correlação de Spearman e de Pearson**

	<i>Spearman (não-paramétrica)</i>															
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)W_FD_A68	1															
(2)W_FD_ABR	-0,389***	1														
(3)W_FD_B1Y	0,003	0,398***	1													
(4)W_FD_B5Y	-0,153***	0,494***	0,362***	1												
(5)W_AD_TAM	-0,171***	0,045	-0,317***	0,078***	1											
(6)AD_CEO	0,018	-0,023	0,059**	-0,073**	0,058**	1										
(7)W_EP_PON	-0,054*	-0,135***	-0,076***	0,010	0,095***	0,147***	1									
(8)W_EP_CON	-0,036	0,231***	0,058**	0,045	-0,024	-0,117***	-0,564***	1								
(9)RE_PAR	-0,111***	-0,075***	-0,201***	0,002	0,133***	0,075***	0,065**	-0,038	1							
(10)W_PR_FFL	-0,066**	0,044	0,085***	0,105***	0,026	-0,023	-0,001	-0,351***	0,039	1						
(11)QA_BIG	-0,068**	-0,144***	-0,317***	-0,061**	0,220***	0,159***	0,271***	-0,112***	0,173***	-0,030	1					
(12)AI_NME	-0,075**	-0,188***	-0,086***	-0,034	0,095***	0,128***	0,835***	-0,517***	0,14***	0,115***	0,283***	1				
(13)W_TAM	-0,296***	0,075**	-0,456***	0,281***	0,589***	0,019	0,131***	-0,025	0,232***	0,020	0,350***	0,138***	1			
(14)W_ROA	0,264***	-0,523***	-0,499***	-0,358***	0,104***	-0,014	0,075***	-0,063**	0,071**	-0,139***	0,150***	0,057*	0,099***	1		
(15)W_RET	0,101***	-0,129***	-0,186***	-0,135***	-0,026	0,029	0,070**	-0,041	0,007	-0,014	-0,017	0,058**	0,054*	0,170***	1	
(16)W_OPO	0,088***	-0,151***	-0,178***	-0,075***	0,104***	-0,036	0,079***	-0,064**	-0,018	-0,007	0,085***	0,075**	0,124***	0,219***	-0,057**	1

	<i>Pearson (paramétrica)</i>															
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)W_FD_A68	1															
(2)W_FD_ABR	-0,347***	1														
(3)W_FD_B1Y	0,030	0,481***	1													
(4)W_FD_B5Y	-0,092***	0,522***	0,599***	1												
(5)W_AD_TAM	-0,195***	-0,002	-0,281***	0,015	1											
(6)AD_CEO	0,022	-0,038	-0,032	-0,075***	0,061**	1										
(7)W_EP_PON	-0,016	-0,130***	-0,054*	-0,052*	0,023	0,138***	1									
(8)W_EP_CON	-0,016	0,202***	0,064**	0,102***	0,011	-0,102***	-0,568***	1								
(9)RE_PAR	-0,123***	-0,089***	-0,187***	-0,038	0,110***	0,093***	0,036	-0,029	1							
(10)W_PR_FFL	-0,044	0,076***	0,112***	0,070**	-0,035	-0,036	-0,033	-0,332***	0	1						
(11)QA_BIG	-0,073**	-0,196***	-0,330***	-0,138***	0,203***	0,174***	0,240***	-0,101***	0,183***	-0,045	1					
(12)AI_NME	-0,051*	-0,203***	-0,093***	-0,099***	0,028	0,124***	0,769***	-0,516***	0,143***	0,103***	0,282***	1				
(13)W_TAM	-0,295***	-0,045	-0,420***	0,101***	0,573***	0,037	0,098***	-0,044	0,233***	-0,034	0,357***	0,161***	1			
(14)W_ROA	0,258***	-0,574***	-0,465***	-0,396***	0,098***	-0,004	0,078***	-0,067**	0,065**	-0,142***	0,152***	0,058**	0,129***	1		
(15)W_RET	0,102***	-0,108***	-0,145***	-0,110***	-0,053*	0,021	0,058**	-0,039	0,001	-0,02	-0,019	0,044	0,021	0,147***	1	
(16)W_OPO	0,084***	-0,185***	-0,195***	-0,101***	0,092***	-0,033	0,083***	-0,057**	-0,018	-0,029	0,088***	0,097***	0,143***	0,242***	-0,059**	1

**Nota.** \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Em busca de elucidar uma síntese dos resultados advindos das correlações entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e as *proxies* de *financial distress*, elaborou-se a Tabela 21, a qual apresenta o sinal esperado de cada uma das variáveis de governança em relação às de *financial distress*, juntamente com o resultado evidenciado pela Tabela 20, o qual foi denominado de realizado.

Tabela 21

**Síntese das Correlações entre Mecanismos de GC e *Financial Distress***

Mecanismos de GC	Mat. Corr.	W_FD_A68		W_FD_ABR		W_FD_B1Y		W_FD_B5Y	
		Espe.	Real.	Espe.	Real.	Espe.	Real.	Espe.	Real.
W_AD_TAM	(S)	+/-	(-) <sup>***</sup>	+/-	(+)	+/-	(-) <sup>***</sup>	+/-	(+) <sup>***</sup>
AD_CEO	(P)	+	(+)	-	(-)	-	(-)	-	(-) <sup>***</sup>
Internos W_EP_PON	(S)	+/-	(-) <sup>*</sup>	+/-	(-) <sup>***</sup>	+/-	(-) <sup>***</sup>	+/-	(+)
W_EP_CON	(S)	-	(-)	+	(+) <sup>***</sup>	+	(+) <sup>**</sup>	+	(+)
RE_PAR	(P)	+	(-) <sup>***</sup>	-	(-) <sup>***</sup>	-	(-) <sup>***</sup>	-	(-)
Externos W_PR_FFL	(S)	+	(-) <sup>**</sup>	-	(+)	-	(+) <sup>***</sup>	-	(+) <sup>***</sup>
QA_BIG	(S)	+	(-) <sup>**</sup>	-	(-) <sup>***</sup>	-	(-) <sup>***</sup>	-	(-) <sup>**</sup>
AI_NME	(P)	+	(-) <sup>*</sup>	-	(-) <sup>***</sup>	-	(-) <sup>***</sup>	-	(-) <sup>***</sup>

**Nota.** Mat. Corr. = Matriz de Correlação; (S) = Spearman; (P) = Pearson; Espe. = Esperado; Real. = Realizado. <sup>\*\*\*</sup>, <sup>\*\*</sup>, <sup>\*</sup> é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

No tocante à análise dos mecanismos internos de governança corporativa para com o *financial distress*, o tamanho do conselho de administração (*W\_AD\_TAM*) mostrou-se significativamente (1%) relacionado com ao *financial distress*, quando analisado o *Z-score* clássico de Altman (*W\_FD\_A68*) e os indicadores de *default* financeiro para os próximos 1 (*W\_FD\_B1Y*) e 5 (*W\_FD\_B5Y*) anos, denotando a relevância da composição do conselho para a prevenção de possível sofrimento financeiro da companhia (Elloumi & Gueyié, 2001; Simpson & Gleason, 1999). Ademais, salienta-se a alta correlação entre “*W\_AD\_TAM*” e o tamanho da companhia (*W\_TAM*), levando a crer que empresas maiores, com elevado valor de ativos totais em seu balanço, tendem a apresentar maiores conselhos de administração.

A não dualidade do cargo de presidente do conselho de administração e diretor executivo (*AD\_CEO*) apresentou sinal esperado em relação às *proxies* de *financial distress* (Manzaneque *et al.*, 2016; Martins & Ventura, 2020; Simpson & Gleason, 1999), de forma que a separação dos gestores nesses cargos se mostra benéfica na mitigação da probabilidade de sofrimento financeiro, principalmente no caso de inadimplência a longo prazo (*W\_FD\_B5Y*). Isso pode ser explicado em virtude da maior descentralização do poder, permitindo um processo decisório livre de viés (Dutra & Saito, 2002).

Os resultados da correlação entre as variáveis demonstraram, ainda, que o

percentual de ações ordinárias ( $W_{EP\_PON}$ ) das companhias analisadas afetam significativamente a probabilidade de *financial distress* empresarial. No entanto, os sinais elucidados pela correlação não possibilitaram com que houvesse uma sequência lógica entre as *proxies* de *financial distress* e o percentual de ações com direito a voto. Para “ $W_{FD\_A68}$ ” e “ $W_{FD\_B5Y}$ ”, quanto maior é o percentual de “ $W_{EP\_PON}$ ”, maior é a possibilidade de *financial distress*, podendo estar relacionado com o fato dos controladores aumentarem o poder de capital votante visando seus próprios interesses, com maior propensão de expropriação dos acionistas minoritários (Silveira & Barros, 2008). Já para “ $W_{FD\_ABR}$ ” e “ $W_{FD\_BIY}$ ”, a lógica se mostrou inversa, onde empresas com mais ações ordinárias apresentam menor possibilidade de apresentar *financial distress*. Nesse caso, uma maior quantidade de ações com direito a voto pressupõe menor concentração de controle e menor chance dos gestores agirem em prol de si mesmos (La Porta *et al.*, 2000).

Sob esse mesmo enfoque, estão os achados elucidados a respeito da concentração do controle das ações ordinárias em posse do acionista majoritário ( $W_{EP\_CON}$ ), a qual destaca sinais esperados em todas as correlações com as *proxies* de *financial distress*. Ademais, evidenciou-se relevância de 1% e 5% em relação ao Z-score atualizado para a realidade brasileira ( $W_{FD\_ABR}$ ) e para a probabilidade de a companhia entrar em inadimplência no próximo ano ( $W_{FD\_BIY}$ ), respectivamente.

No que tange aos incentivos relacionados a remuneração executiva, como participação nos lucros da companhia ( $RE\_PAR$ ), apenas a sua correlação com  $W_{FD\_A68}$  apresentou sinal divergente do esperado. Ainda, em geral, a variável se mostrou significativamente relacionada ao *financial distress*, levando a crer que os incentivos aos gestores possibilitam uma otimização do processo decisório para maximizar o desempenho do negócio (Jensen & Murphy, 1990), e, por consequência, minimizar a probabilidade de sofrimento financeiro (Coelho, 2016).

Sob o enfoque dos mecanismos externos de governança corporativa, verificou-se que quanto maior é o percentual de ações em circulação ( $W_{PR\_FFL}$ ), maior é a probabilidade de *financial distress*, para todas as *proxies* analisadas. Uma das possíveis explicações para esse resultado é que empresas em *financial distress* precisam de maior capital de terceiros quando estão em sofrimento financeiro, possibilitando a continuidade de suas operações e honrar com os credores e partes relacionadas do negócios (Miller & Friesen, 1984), e uma das formas de conseguir esse capital é aumentando o percentual de ações em circulação.

A qualidade da auditoria, representada pela prestação do serviço de auditoria pelas

empresas auditoras líderes no mundo (*QA\_BIG*), apresenta sinal divergente esperado apenas para o *Z-score* clássico de Altman, sendo significativo para todas as *proxies* de *financial distress* analisadas na pesquisa. Essa relevância é ressaltada na literatura pelo fato de que a qualidade da auditoria possibilita mitigar a assimetria da informação (Chen *et al.*, 2017), por meio da emissão de opinião imparcial e de credibilidade a respeito das operações do negócio e sua continuidade (Santana *et al.*, 2014; Segal, 2017).

Observou-se, ainda, que a classificação das companhias analisadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, em especial no Novo Mercado (*AI\_NME*), apresentou relação significativa com todas as variáveis tratadas indicativos de *financial distress*, reforçando a importância da mitigação da assimetria informacional (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014) para a saúde financeira das companhias brasileiras de capital aberto.

Nesse contexto, de modo geral, os mecanismos internos de governança corporativa apresentaram uma associação negativa entre esses mecanismos e o sofrimento financeiro, indo ao encontro da literatura (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Já os mecanismos externos de governança corporativa, se mostram significantes em relação às *proxies* de *financial distress*, o que vai ao encontro da literatura corrente (Coelho, 2016; Silva, 2015; Silva & Leal, 2005), porém com sinais divergentes do esperado.

### 4.3 REGRESSÃO DOS DADOS

Partindo-se dos dados da pesquisa, efetuou-se as regressões dos dados em painel buscando analisar a influência dos mecanismos de governança corporativa no *financial distress* das companhias abertas brasileiras, bem como de que forma essa relação é afetada pelas etapas do ciclo de vida em que se encontram.

#### 4.3.1 Governança Corporativa e *Financial Distress*

A fim de analisar a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no *financial distress*, efetuou-se, primeiramente, uma regressão de dados em painel à média (Tabela 22), por meio dos dados com tratamento para outliers (Winsorização a 1%).

Tabela 22  
**Mecanismos de GC e Financial Distress**

Variável	Sinal Esp.	(1)	Sinal Esp.	(2)	(3)	(4)
	(1)	W FD A68	(2, 3 e 4)	W FD ABR	W FD B1Y	W FD B5Y
<i>Constant</i>		2,050329***		0,287231***	0,001032	-0,013852
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
W_AD_TAM	+/-	0,001074 (0,002028)	+/-	0,000331 (0,000479)	0,00008 (0,000348)	0,000135 (0,00023)
AD_CEO	+	<b>-0,019119*</b> (0,011467)	-	0,002184 (0,002701)	<b>0,003417*</b> (0,001966)	0,00206 (0,001284)
W_EP_PON	+/-	0,000668 (0,00057)	+/-	<b>0,00042***</b> (0,000124)	<b>0,000231**</b> (0,000091)	<b>0,000115**</b> (0,000052)
W_EP_CON	-	0,000212 (0,000404)	+	<b>0,000215**</b> (0,000091)	0,000041 (0,000067)	0,000047 (0,000041)
RE_PAR	+	-0,003113 (0,014431)	-	-0,000149 (0,003261)	-0,003562 (0,002383)	-0,000042 (0,001454)
W_PR_FFL	+	-0,000323 (0,000251)	-	0,000002 (0,000059)	-0,00004 (0,000043)	-0,000009 (0,000027)
QA_BIG	+	0,001877 (0,013332)	-	<b>-0,008351***</b> (0,003151)	<b>-0,009877***</b> (0,002293)	<b>-0,006721***</b> (0,001515)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
W_TAM	+/-	<b>-0,085345***</b> (0,010782)	+/-	<b>-0,007244***</b> (0,002461)	0,001451 (0,001796)	<b>0,002151*</b> (0,001132)
W_ROA	+	<b>0,007175***</b> (0,000795)	-	<b>-0,005025***</b> (0,000192)	<b>-0,001006***</b> (0,000139)	<b>-0,000768***</b> (0,000096)
W_RET	+	0,004471 (0,009075)	-	0,00104 (0,002194)	<b>-0,008496***</b> (0,001593)	<b>-0,004888***</b> (0,001101)
W_OPO	+/-	<b>0,001263***</b> (0,000213)	+/-	<b>-0,0002***</b> (0,000051)	-0,000029 (0,000037)	-0,000012 (0,000026)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>						
AI_NME	+	-0,064963 (0,056523)	-	<b>-0,019164**</b> (0,008834)	<b>-0,015844**</b> (0,006589)	<b>-0,006655**</b> (0,003169)
Bens Industriais		-0,122289 (0,143517)		0,022927 (0,019892)	0,020151 (0,014978)	-0,000369 (0,006309)
Comunicações		-0,15097 (0,210239)		<b>0,08024***</b> (0,029541)	-0,003796 (0,022212)	-0,000982 (0,00961)
Consumo Cíclico		-0,144625 (0,139443)		0,019004 (0,019303)	<b>0,025032*</b> (0,014535)	0,004751 (0,00611)
Consumo Não Cíclico		0,022719 (0,151386)		<b>0,043963**</b> (0,020937)	0,012732 (0,015766)	-0,002032 (0,006649)
Materiais Básicos		-0,116273 (0,153683)		0,036323 (0,021372)	0,008555 (0,016087)	0,002241 (0,006816)
Petróleo Gás e Biocombustíveis		-0,092186 (0,191943)		<b>0,055675**</b> (0,026642)	0,012824 (0,020054)	0,007198 (0,008514)
Tecnologia da Informação		0,151258 (0,236841)		-0,000567 (0,032796)	0,025307 (0,024693)	0,003568 (0,010425)
Utilidade Pública		<b>-0,249798*</b> (0,1454363)		<b>0,067768***</b> (0,0202188)	0,006296 (0,0152176)	0,001983 (0,006473)
Observações		1.175		1.175	1.175	1.175
Firmas		138		138	138	138
Breusch-Pagan (Pooling X RE)		0,0000		0,0000	0,0000	0,0000
Hausman (FE X RE)		0,0454		0,1073	0,0000	0,0007
Hausman (HT X RE)		-		0,9999	-	-
Hausman (FE X HT)		0,9077		-	0,0027	0,1432
Estimação Seleccionada		HT		HT	HT†	HT

**Nota.** RE, FE e HT correspondem às estimações por efeitos aleatórios, efeitos fixos e Hausman-Taylor, respectivamente. \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. † Embora, pelos testes, a estimação mais adequada ao modelo 3 ser FE, utilizou-se HT para fins de comparação com os demais modelos analisados.

No que tange ao modelo 1, de “*W\_FD\_A68*”, pode-se evidenciar que apenas a não dualidade dos cargos de presidente e CEO (*AD\_CEO*) se mostrou significativa (10%) na análise dos mecanismos de governança corporativa em relação ao *financial distress*, reforçando a importância da separação dos cargos na probabilidade de sofrimento financeiro (Manzaneque *et al.*, 2016). Entretanto, diferentemente do esperado, os sinais se mostram distintos ao preconizado pela literatura (Dutra & Saito, 2002; Simpson & Gleason 1999), podendo ser um indício de que grandes acionistas tendem a apresentar um comportamento passivo em relação ao monitoramento da gestão, não tendo incentivos suficientes para conter o *financial distress* (Manzaneque *et al.*, 2016). Ademais, “*W\_EP\_CON*”, “*RE\_PAR*”, “*W\_PR\_FFL*” e “*AI\_NME*” também elucidaram sinal divergente do esperado, o que pode ser ocasionado pelo fato da métrica se basear em fatores internos e externos de companhias pertencentes a um mercado desenvolvido, como o americano. Ressalta-se que sinal divergindo do esperado, também são observados na literatura corrente (Coelho, 2016; Shleifer & Vishny, 1997; Silva, 2015; Martins & Ventura, 2020).

Com relação aos resultados auferidos pelo modelo 2, que aborda a relação entre os mecanismos de governança e *financial distress* sob a perspectiva do *Z-score* atualizado por Martins e Ventura (2020), é possível afirmar que os mecanismos internos que apresentaram maior representatividade, em termos de significância, foi o percentual de ações ordinárias das companhias da amostra (*W\_EP\_PON*) e a concentrações dessas ações nos acionistas majoritários (*W\_EP\_CON*), positivamente a nível de 1% e 5%, respectivamente. Isso leva a crer que uma maior quantidade de ações com direito a voto pressupõe maior possibilidade de *financial distress*, visto que o aumento de capital votante poderia aumentar o conflito de interesses entre minoritários e majoritários (Silveira & Barros, 2008). Ainda, a concentração dessas ações em posse dos majoritários oportuniza situações de conflitos de interesses na tomada de decisão, viabilizando situações de expropriação dos minoritários (La Porta *et al.*, 2000) com decisões enviesadas e podendo levar a empresa a uma situação de sofrimento financeiro.

Analisando os mecanismos externos de governança corporativa para o modelo 2, assim como esperado, apresenta relação negativa e significativa entre a qualidade de auditoria (*QA\_BIG*) e companhias com nível diferenciado de governança corporativa (*AI\_NME*) para com o *financial distress*, a nível de 1% e 5%, respectivamente. Nesse interim, os resultados da Tabela 24 reforçam que a qualidade da auditoria e a classificação nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, em especial no Novo Mercado, permitem mitigar a possibilidade de sofrimento financeiro das companhias analisadas por meio da diminuição da

assimetria da informacional (Chen *et al.*, 2017; Coelho, 2016).

No que diz respeito ao modelo 3, que retrata o *financial distress* sob o enfoque da possibilidade de *default* empresarial no próximo ano, por meio de risco de inadimplência das companhias analisadas, verificou-se que “*AD\_CEO*” e “*W\_EP\_PON*” apresentaram significância de 10% e 5% respectivamente, ambas positivamente relacionadas à variável “*W\_FD\_B1Y*”. Assim como evidenciado nas demais regressões, a não dualidade do cargo de presidente e CEO apresentou sinal diferente do esperado, indo de encontro com os preceitos de Jensen (1993) e Dutra e Saito (2002). Ainda, quanto aos mecanismos externos, também foi evidenciado resultados semelhantes aos auferidos nos modelos com as outras *proxies* de *financial distress*: “*QA\_BIG*” e “*AI\_NME*” apresentaram significância negativa a nível de 1% e 5%, respectivamente. Similarmente a esses resultados, o modelo 4, o qual retrata a realidade para a possibilidade de *default* nos próximos 5 anos, evidenciou apenas “*W\_EP\_PON*” como mecanismo interno de governança significativa (5%) na análise de “*W\_FD\_B5Y*”, bem como “*QA\_BIG*” (1%) e “*AI\_NME*” (5%). Salienta-se, que para todas as variáveis, os coeficientes apresentados se mostram menores do que as de “*W\_FD\_B1Y*”, o que pode indicar que os mecanismos de governança corporativa são mais relevantes na análise do *financial distress* a curto prazo.

Quanto as variáveis de controle, em sua maioria, se mostraram significantes, demonstrando a relevância da análise das variáveis de desempenho organizacional quando relacionada a probabilidade de *financial distress* empresarial, corroborando a literatura (Coelho, 2016; Manzanque *et al.*, 2016; Udin *et al.*, 2017). Salienta-se, ainda, que o tamanho apresentou sinal distinto do esperado, tanto para “*W\_FD\_A68*”, quanto para “*W\_FD\_B1Y*”, ao passo que companhias maiores tenderiam a apresentar mais propensão ao sofrimento financeiro, o que pode ser explicado pelo aumento dos conflitos de agência advindo de problemas no monitoramento e controle das operações da companhia (Greiner, 1998). Ademais, ressalta-se que os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos e Tecnologia da Informação não apresentaram significância estatística para nenhuma das *proxies* de *financial distress*, demonstrando que mais de 30% da amostra, a qual faz parte desses setores, não é considerada como relevante para a análise de sofrimento financeiro.

Objetivando analisar essa influência não somente em relação à média, mas para cada *quantil* do *financial distress*, utilizou-se de regressões quantílicas para cada uma das variáveis dependentes para fins de robustez da análise. A regressão quantílica se faz pertinente para a pesquisa, tendo em vista que a distribuição das variáveis independentes para cada *quantil* das variáveis dependentes se mostra distinta, assim como elucidado pelos apêndices “D”, “E”, “F”

e “G”, que apresentam as distribuições das variáveis graficamente. Nesse contexto, as Tabela 23, 24, 25 e 26 apresentam as regressões quantílicas para a análise da relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa para cada uma das *proxies* de *financial distress* empresarial (*W\_FD\_A68*, *W\_FD\_ABR*, *W\_FD\_B1Y* e *W\_FD\_B5Y*, respectivamente).

Tabela 23

**Mecanismos de GC e Financial Distress por Quantil (*W\_FD\_A68*)**

<i>W_FD_A68</i>	(5) 0,05	(6) 0,10	(7) 0,25	(8) 0,50	(9) 0,75	(10) 0,90	(11) 0,95
<i>Constant</i>	0,493366***	0,696126***	1,097212***	1,724015***	2,112236***	2,215032***	1,995972***
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
<i>W_AD_TAM</i>	0,001463 (0,0021769)	0,004059 (0,0030233)	0,003464 (0,0043799)	0,004163 (0,0040513)	-0,002136 (0,0028031)	0,000123 (0,0043951)	-0,003161 (0,0041619)
<i>AD_CEO</i>	<b>-0,069353***</b> (0,0135915)	<b>-0,074643***</b> (0,0176748)	-0,02466 (0,0170288)	<b>0,066186**</b> (0,0275859)	<b>0,128331***</b> (0,0207059)	<b>0,071681***</b> (0,0266784)	0,013516 (0,0350247)
<i>W_EP_PON</i>	<b>0,000997**</b> (0,0003868)	<b>0,001055**</b> (0,0004203)	-0,000072 (0,0005916)	-0,000238 (0,0006342)	<b>-0,001187*</b> (0,0006108)	-0,00082 (0,0008851)	-0,001033 (0,0012476)
<i>W_EP_CON</i>	0,000294 (0,0004219)	0,000482 (0,0005991)	-0,000709 (0,000597)	<b>0,001262*</b> (0,0006827)	<b>0,001377**</b> (0,0005068)	<b>0,001758***</b> (0,0005643)	0,001175 (0,0010375)
<i>RE_PAR</i>	<b>0,030544**</b> (0,0171417)	<b>0,046966***</b> (0,012116)	-0,006618 (0,0219348)	<b>-0,071592***</b> (0,0237599)	<b>-0,079072***</b> (0,0174278)	<b>-0,050731**</b> (0,0194588)	-0,020768 (0,0166234)
<i>W_PR_FFL</i>	0,000501 (0,0002908)	<b>0,000815***</b> (0,0003558)	0,00008 (0,0004437)	-0,00071 (0,0005847)	-0,000609 (0,0004225)	<b>-0,001337***</b> (0,0004891)	-0,000933 (0,0004811)
<i>QA_BIG</i>	-0,009351 (0,0242977)	-0,007369 (0,0199147)	0,042796 (0,021567)	<b>0,069443**</b> (0,0439242)	<b>0,051211*</b> (0,0255118)	0,025192 (0,0372847)	0,002729 (0,0283641)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>							
<i>W_TAM</i>	<b>-0,019714***</b> (0,0095685)	<b>-0,034291***</b> (0,0101982)	<b>-0,052576***</b> (0,0105683)	<b>-0,063392***</b> (0,015145)	<b>-0,071577***</b> (0,0112296)	<b>-0,068936***</b> (0,0148381)	<b>-0,045030***</b> (0,0186866)
<i>W_ROA</i>	<b>0,007858***</b> (0,0022534)	<b>0,012273***</b> (0,0015885)	<b>0,015911***</b> (0,0017693)	<b>0,018949***</b> (0,0022819)	<b>0,015914***</b> (0,0020917)	<b>0,012877***</b> (0,0014775)	<b>0,008592***</b> (0,0027664)
<i>W_RET</i>	<b>0,035950*</b> (0,0164366)	0,029579 (0,023804)	<b>0,089287***</b> (0,0314538)	0,049463 (0,0273965)	0,005485 (0,0203658)	-0,034288 (0,0128984)	-0,041218 (0,0233571)
<i>W_OPO</i>	0,00058 (0,00021)	0,000403 (0,0003362)	<b>0,001088*</b> (0,000448)	<b>0,001722**</b> (0,0008167)	<b>0,001267*</b> (0,0008034)	0,000112 (0,0008264)	0,000473 (0,0005986)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
<i>AI_NME</i>	<b>-0,071023***</b> (0,0310757)	<b>-0,104428***</b> (0,0278871)	<b>-0,107142***</b> (0,0270769)	-0,078686* (0,0403553)	0,04049 (0,027844)	0,052094 (0,0484828)	0,059491 (0,0807627)
Bens Industriais	0,044293 (0,0252196)	0,046699 (0,0260842)	<b>0,129840**</b> (0,0744552)	<b>-0,301711***</b> (0,1393544)	<b>-0,314914***</b> (0,0293647)	<b>-0,261719***</b> (0,0424548)	<b>-0,184588**</b> (0,0402505)
Comunicações	0,069981 (0,0168187)	0,036963 (0,0256828)	0,021258 (0,0816064)	<b>-0,336094***</b> (0,1694458)	<b>-0,377694***</b> (0,0491279)	<b>-0,448014***</b> (0,0606316)	<b>-0,499555***</b> (0,0746255)
Consumo Cíclico	-0,00969 (0,0275109)	-0,001797 (0,0308367)	0,048764 (0,076353)	<b>-0,307584***</b> (0,1437801)	<b>-0,273395***</b> (0,0215835)	<b>-0,171300***</b> (0,02944)	<b>-0,127347*</b> (0,0319451)
Consumo Não Cíclico	-0,015531 (0,0354095)	0,000703 (0,037597)	0,024711 (0,084438)	-0,058742 (0,1311083)	-0,023651 (0,0548935)	0,093008 (0,0783828)	0,057831 (0,0632931)
Materiais Básicos	-0,021118 (0,0344656)	-0,015941 (0,0342131)	0,026239 (0,073907)	<b>-0,393541***</b> (0,1557295)	<b>-0,293000***</b> (0,0596712)	<b>-0,170373***</b> (0,055368)	-0,09999 (0,0521878)
Petróleo Gás e Biocombustíveis	-0,003399 (0,022311)	-0,031158 (0,029268)	0,014958 (0,0833775)	<b>-0,403134***</b> (0,1608378)	<b>-0,289308***</b> (0,247791)	0,127129 (0,0494177)	0,101572 (0,0568334)
Tecnologia da Informação	<b>0,308811***</b> (0,0395449)	<b>0,262697***</b> (0,0704658)	<b>0,340981***</b> (0,1430853)	0,071149 (0,1506051)	-0,080871 (0,0529421)	-0,075096 (0,0498731)	-0,024051 (0,0494826)
Utilidade Pública	<b>-0,095567**</b> (0,0318185)	<b>-0,142879***</b> (0,0277407)	<b>-0,044344</b> (0,0840664)	<b>-0,487413***</b> (0,1596683)	<b>-0,495285***</b> (0,0309446)	<b>-0,463156***</b> (0,0486431)	<b>-0,377803***</b> (0,0573748)
Observações	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175
Pseud. R <sup>2</sup>	0,0702	0,1289	0,1664	0,2119	0,2437	0,2213	0,1358

**Nota.** \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Analisando-se os resultados da Tabela 24, é possível destacar que os mecanismos de governança, tanto internos, quanto externos, não apresentaram significância quando analisado o *quantil* mais alto (0,95) de “W\_FD\_A68”, remetendo ao fato de que as companhias que apresentam os resultados financeiros mais saudáveis da amostra, não apresentam influência relevante dos mecanismos de governança corporativa para essa variável. Tal fato diverge do esperado, tendo em vista que, de acordo com Coelho (2016), empresas que utilizam mecanismos de governança corporativa tendem a apresentar resultados mais saudáveis. Contudo, os demais *quantis* superiores (0,75 e 0,90) a influência significativa, tanto de mecanismos internos, quanto de externos, já pode ser evidenciada. Quando analisados os *quantis* mais baixos da variável dependente (0,05 e 0,10), pode-se verificar a influência significativa dos mecanismos de governança corporativa, evidenciando que, para firmas com maior probabilidade de *financial distress*, os mecanismos de governança corporativa passam a ser mais relevantes, indo ao encontro dos resultados auferidos pelos estudos de anteriores (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Martins & Ventura, 2020; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

No que tange aos internos, as variáveis que se mostram significantes são “AD\_CEO” (1%), “W\_EP\_PON” (5%) e “RE\_PAR” (5%), ao passo que a não dualidade de cargos demonstrou resultado consistente com o do modelo 1, reforçando o sinal negativo não esperado. A variável de ações ordinárias, se mostra significativa e positiva, tendo em vista que o aumento de ações com direito a voto pressupõe um menor poder sobre os fluxos de caixa da empresa por parte dos controladores, adotando mais práticas para melhorar sua governança e, por consequência, menor a tendência do negócio apresentarem *financial distress* (Silveira & Barros, 2008). Porém, vale ressaltar que o coeficiente de ambos *quantis* se mostra consideravelmente baixo, principalmente o do primeiro *quantil*, o que pode ser um indício de que o mecanismo influencia a saúde financeira, não de forma exclusiva, mas sim como parte de um conjunto de outros fatores. Ademais, evidenciou-se que, em casos de maior possibilidade de sofrimento financeiro, os incentivos aos executivos, por meio de remuneração com participação nos lucros, se mostram relevante e positivamente relacionado, indo ao encontro com os preceitos de Jensen e Murphy (1990), os quais afirmam que os incentivos financeiros dos executivos possibilita um processo decisório mais eficiente, tornando a continuidade e saúde financeira do negócio e sua prioridade.

Com relação aos mecanismos externos, pode-se inferir que empresas classificadas no Novo Mercado (AI\_NME), apresentam significância de 1% para *quantis* mais baixos do Z-score clássico de Altman (1968), sendo que quanto maior a probabilidade de *financial distress*,

mais significativa é a influência desse mecanismo de mitigação de assimetria informacional, tendo em vista que visa assegurar os direitos e garantias dos seus investidores (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014). Ainda, a proteção dos acionistas, tratada pelo *free float* ( $W\_PR\_FFL$ ) se mostra significativa (1%) e positiva em relação à saúde financeira da organização, mesmo apresentando um coeficiente baixo, corroborando os preceitos da literatura (Coelho, 2016; Wang & Xu, 2004), tendo em vista a maior a garantia de descentralização das decisões do negócio.

Quanto à regressão quantílica para a *proxy* “ $W\_FD\_ABR$ ”, tem-se a Tabela 25.

Tabela 24

**Mecanismos de GC e Financial Distress por Quantil ( $W\_FD\_ABR$ )**

$W\_FD\_ABR$	(12) 0,05	(13) 0,10	(14) 0,25	(15) 0,50	(16) 0,75	(17) 0,90	(18) 0,95
<i>Constante</i>	0,112236***	0,120087***	0,154383***	0,259751***	0,268567***	0,335449***	0,415509***
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
W_AD_TAM	0,000298 (0,0004557)	-0,000031 (0,0002903)	-0,000384 (0,0004609)	<b>-0,001078*</b> (0,0006)	-0,000761 (0,0005966)	-0,000341 (0,0006731)	0,000259 (0,000953)
AD_CEO	-0,000609 (0,0033815)	-0,002442 (0,0030571)	-0,004078 (0,0024729)	-0,001864 (0,0030974)	<b>-0,009710**</b> (0,0038003)	-0,007448 (0,0052043)	-0,000573 (0,0075697)
W_EP_PON	<b>0,000197**</b> (0,0001374)	<b>0,000162**</b> (0,0000656)	<b>0,000146*</b> (0,0000883)	<b>0,000207**</b> (0,0000971)	<b>0,000364***</b> (0,0001627)	<b>0,000270*</b> (0,0001464)	0,000216 (0,0001718)
W_EP_CON	-0,000087 (0,0000817)	-0,00002 (0,0000593)	-0,000026 (0,0000749)	-0,00001 (0,000103)	0,00004 (0,0000949)	0,00007 (0,000141)	0,000188 (0,000182)
RE_PAR	-0,003568 (0,0032461)	-0,003463 (0,0026036)	<b>-0,005914**</b> (0,0027572)	<b>-0,005705*</b> (0,0029769)	-0,002609 (0,0048246)	-0,00067 (0,0046096)	-0,003959 (0,0067016)
W_PR_FFL	0,000021 (0,0000931)	<b>0,000101**</b> (0,0000766)	<b>0,000117**</b> (0,0000685)	<b>0,000184***</b> (0,0000709)	<b>0,000198**</b> (0,0000873)	0,000048 (0,0000634)	0,000113 (0,0001021)
QA_BIG	<b>0,007519**</b> (0,0027381)	0,001846 (0,0040081)	0,00521 (0,0033169)	-0,00589 (0,0060057)	<b>-0,023923***</b> (0,0075689)	<b>-0,017230**</b> (0,0090464)	<b>-0,030015***</b> (0,01288)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>							
W_TAM	<b>0,002457*</b> (0,0019139)	<b>0,002400**</b> (0,0017676)	0,001328 (0,0017389)	<b>-0,004109**</b> (0,0025127)	-0,001484 (0,0022439)	-0,003664 (0,0032776)	<b>-0,008883***</b> (0,0036317)
W_ROA	<b>-0,003243***</b> (0,0002754)	<b>-0,003390***</b> (0,0002988)	<b>-0,004469***</b> (0,0002692)	<b>-0,005631***</b> (0,0002445)	<b>-0,006866***</b> (0,0003659)	<b>-0,006220***</b> (0,0005331)	<b>-0,005245***</b> (0,0005818)
W_RET	0,001731 (0,0032305)	-0,000302 (0,0034496)	0,003257 (0,0044738)	0,000615 (0,0039277)	-0,005434 (0,0043773)	-0,010726 (0,0054947)	-0,010895 (0,0070716)
W_OPO	-0,000012 (0,0000884)	-0,000083 (0,000075)	-0,000084 (0,0000753)	-0,000101 (0,0000943)	<b>-0,000277**</b> (0,0001112)	<b>-0,000295*</b> (0,0001402)	<b>-0,00027</b> (0,000137)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
AI_NME	<b>-0,018970***</b> (0,005732)	<b>-0,015591***</b> (0,0033976)	<b>-0,010886**</b> (0,0046957)	<b>-0,009503*</b> (0,0050984)	<b>-0,013055**</b> (0,0061955)	<b>-0,017211**</b> (0,0045083)	-0,008528 (0,0091212)
Bens Industriais	0,00693 (0,0064114)	<b>0,011639*</b> (0,005782)	0,00913 (0,0067305)	<b>0,016155*</b> (0,0087296)	<b>0,039486***</b> (0,0105973)	<b>0,043728***</b> (0,0135838)	<b>0,068181***</b> (0,0128703)
Comunicações	<b>0,068098***</b> (0,0105564)	<b>0,076376***</b> (0,0096857)	<b>0,068956***</b> (0,0104475)	<b>0,092606***</b> (0,0164128)	<b>0,071326***</b> (0,0158921)	<b>0,041682*</b> (0,0171401)	<b>0,053846**</b> (0,0145001)
Consumo Cíclico	0,002469 (0,0056869)	0,008128 (0,0045949)	0,006288 (0,0066798)	<b>0,016211*</b> (0,0088327)	<b>0,025910**</b> (0,0077483)	<b>0,032064**</b> (0,0096543)	<b>0,035772**</b> (0,007361)
Consumo Não Cíclico	<b>0,026119***</b> (0,0081207)	<b>0,031136***</b> (0,0070453)	<b>0,036574***</b> (0,0081262)	<b>0,051849***</b> (0,0111959)	<b>0,044715***</b> (0,0084521)	<b>0,038142***</b> (0,0132759)	<b>0,035647*</b> (0,0138625)
Materiais Básicos	0,009709 (0,0081568)	<b>0,014111**</b> (0,0102777)	<b>0,027955***</b> (0,0097398)	<b>0,049348***</b> (0,0107003)	<b>0,048166***</b> (0,0089839)	<b>0,036392**</b> (0,0122783)	<b>0,041805**</b> (0,0101509)
Petróleo Gás e Biocombustíveis	0,007178 (0,0099261)	0,011732 (0,011614)	<b>0,056572***</b> (0,0304129)	<b>0,077586***</b> (0,0127181)	<b>0,050757***</b> (0,0100069)	<b>0,038236**</b> (0,0116702)	<b>0,036057</b> (0,009179)
Tecnologia da Informação	-0,000471 (0,0108604)	0,005353 (0,0110521)	0,006031 (0,0116246)	0,013606 (0,0142852)	-0,005412 (0,008347)	-0,02584 (0,0160988)	-0,024583 (0,0140273)
Utilidade Pública	<b>0,055495***</b> (0,0073277)	<b>0,065492***</b> (0,0066738)	<b>0,069793***</b> (0,0084501)	<b>0,086688***</b> (0,0094969)	<b>0,070704***</b> (0,0081658)	<b>0,052845***</b> (0,0089505)	<b>0,052963***</b> (0,0075647)

<b>W_FD_ABR</b>	<b>(12)</b>	<b>(13)</b>	<b>(14)</b>	<b>(15)</b>	<b>(16)</b>	<b>(17)</b>	<b>(18)</b>
	<b>0,05</b>	<b>0,10</b>	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>0,90</b>	<b>0,95</b>
Observações	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175
Pseud. R <sup>2</sup>	0,1928	0,2638	0,3361	0,3345	0,3423	0,3618	0,2559

**Nota.** \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Com base na Tabela 25, verifica-se que os mecanismos de governança internos e externos, assim como na Tabela 24, não apresentaram significância quando analisado o *quantil* mais alto (0,95) de “*W\_FD\_ABR*”, reafirmando que resultados financeiros mais saudáveis não apresentam influencia relevante dos mecanismos de governança corporativa na amostra analisada. Já os demais *quantis* superiores (0,75 e 0,90) demonstraram influência significativa, tanto de mecanismos internos, quanto de externos, já pode ser evidenciada, corroborando Coelho (2016).

No que tange aos *quantis* mais baixos da variável de “*W\_FD\_ABR*” (0,05 e 0,10), assim como evidenciado para “*W\_FD\_A68*”, existe uma influência significativa dos mecanismos de governança corporativa, representando sua relevância para com a maior probabilidade de *financial distress*, indo ao encontro da literatura corrente (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Martins & Ventura, 2020; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

Com relação aos mecanismos internos, apenas “*W\_EP\_PON*” se mostrou significativa e positivamente relacionada ao *financial distress*. Tal resultado vai de encontro ao evidenciado na análise do *Z-score* clássico, demonstrando que, em um modelo adaptado para a realidade brasileira, o aumento das ações com direito a voto faz com que haja uma maior possibilidade de haver conflito de interesses entre acionistas com direito de capital votante e acionistas com direito de sobre os fluxos de caixa (Silveira & Barros, 2008), mesmo o coeficiente se mostrando consideravelmente baixo nesses *quantis* em relação às demais variáveis.

No que diz respeito aos mecanismos externos de governança corporativa nesses *quantis* mais baixos (0,05 e 0,10), evidenciou-se que os mais significativos em relação ao *financial distress* são a qualidade de auditoria (*QA\_BIG*) e a classificação no Novo Mercado (*AI\_NME*), com significância de 5% e 1%, respectivamente. Esses achados reforçam a importância da credibilidade nas companhias de auditoria e sua opinião emitida a respeito da continuidade das operações das companhias (Archambault & Archambault, 2003; Coelho, 2016; Segal, 2017), principalmente em casos com maior possibilidade de sofrimento financeiro. Além disso, reafirma a importância das firmas apresentarem informações ao mercado as quais auxiliem a mitigar possíveis problemas advindos da assimetria informacional entre as partes interessadas do negócio, possibilitando, assim, que os direitos e garantias dos investidores dessas empresas sejam assegurados (Coelho, 2016; Martins & Paulo, 2014).

No que se trata da análise do *default* por *quantil* das companhias amostradas, a Tabela 25 elucida a regressão quantílica a *proxy* “*W\_FD\_BIY*”, a qual refere-se à possibilidade das firmas entrarem em inadimplência no ano subsequente.

Tabela 25  
**Mecanismos de GC e Financial Distress por Quantil (*W\_FD\_BIY*)**

<i>W_FD_BIY</i>	(19) 0,05	(20) 0,10	(21) 0,25	(22) 0,50	(23) 0,75	(24) 0,90	(25) 0,95
<i>Constant</i>	0,010541***	0,021381***	0,057728***	0,120979***	0,194494***	0,258608***	0,308890***
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
<i>W_AD_TAM</i>	0,000013 (0,000034)	-0,000064 (0,0000492)	-0,000206 (0,0001555)	-0,000455 (0,0002789)	-0,000731 (0,0005073)	0,000186 (0,0006768)	0,000702 (0,0011035)
<i>AD_CEO</i>	0,00044 (0,0004338)	0,001001 (0,0004491)	0,001403 (0,0008365)	-0,000429 (0,0014209)	0,002967 (0,0033163)	0,005673 (0,0063801)	0,001161 (0,0067781)
<i>W_EP_PON</i>	<b>0,000033***</b> (0,000015)	<b>0,000048***</b> (0,0000186)	0,000041 (0,0000263)	0,000068 (0,0000628)	<b>0,000211**</b> (0,0000647)	0,000151 (0,0000823)	0,000023 (0,0001294)
<i>W_EP_CON</i>	-0,000006 (0,00000755)	-0,00001 (0,0000102)	0,00002 (0,0000198)	0,000064 (0,0000345)	0,000017 (0,0000825)	0,000086 (0,0000834)	0,000019 (0,0001221)
<i>RE_PAR</i>	<b>-0,000822***</b> (0,0003719)	-0,000631 (0,0005184)	-0,001285 (0,0007145)	-0,003414 (0,0011754)	<b>-0,006900**</b> (0,0037552)	<b>-0,009322**</b> (0,0037489)	<b>-0,008325*</b> (0,0060746)
<i>W_PR_FFL</i>	0,000006 (0,00000482)	0,000013 (0,0000079)	<b>0,000036*</b> (0,000018)	<b>0,000101**</b> (0,0000279)	0,000009 (0,0000439)	-0,000108 (0,0000642)	-0,000104 (0,0000904)
<i>QA_BIG</i>	-0,00038 (0,000686)	-0,000909 (0,0013424)	<b>-0,005652***</b> (0,0016816)	<b>-0,016641***</b> (0,0045265)	<b>-0,023358***</b> (0,005216)	<b>-0,025469***</b> (0,0065611)	<b>-0,014601**</b> (0,0080581)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>							
<i>W_TAM</i>	<b>-0,000806***</b> (0,0002321)	<b>-0,001429***</b> (0,0002661)	<b>-0,003093***</b> (0,0003285)	<b>-0,005552***</b> (0,0007527)	<b>-0,008458***</b> (0,0015731)	<b>-0,011346***</b> (0,0019135)	<b>-0,014276***</b> (0,0029828)
<i>W_ROA</i>	<b>-0,000163***</b> (0,0000408)	<b>-0,000319***</b> (0,0000511)	<b>-0,000876***</b> (0,0000773)	<b>-0,001738***</b> (0,0001333)	<b>-0,003064***</b> (0,0001569)	<b>-0,003654***</b> (0,0003058)	<b>-0,003174***</b> (0,0003652)
<i>W_RET</i>	-0,000437 (0,000386)	-0,001069 (0,0006904)	<b>-0,002876**</b> (0,0012475)	-0,004915 (0,0015012)	<b>-0,011570***</b> (0,0044343)	<b>-0,015570***</b> (0,0038921)	<b>-0,023211***</b> (0,003562)
<i>W_OPO</i>	-0,000003 (0,00000916)	-0,000009 (0,0000119)	-0,00003 (0,0000193)	-0,00007 (0,0000408)	<b>-0,000158*</b> (0,0000931)	-0,000105 (0,0000897)	-0,000102 (0,0001553)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
<i>AI_NME</i>	<b>-0,001258**</b> (0,0005911)	<b>-0,002475**</b> (0,0007415)	-0,001382 (0,001666)	-0,001515 (0,0030879)	-0,00595 (0,0039068)	-0,002367 (0,0045783)	0,0045 (0,0067296)
Bens Industriais	<b>0,002628***</b> (0,0007424)	<b>0,004602***</b> (0,0008518)	<b>0,007651***</b> (0,0013906)	0,005567 (0,003287)	0,012132 (0,0055639)	<b>0,018455*</b> (0,0055573)	<b>0,025713*</b> (0,0082641)
Comunicações	<b>0,003063**</b> (0,0014488)	<b>0,005346**</b> (0,0014099)	0,005446 (0,0023702)	0,004233 (0,0045749)	0,018886 (0,0116565)	<b>0,029346*</b> (0,0236679)	<b>0,060989***</b> (0,0181663)
Consumo Cíclico	<b>0,001602*</b> (0,0008885)	<b>0,003020*</b> (0,00069)	<b>0,005690**</b> (0,0015684)	0,005945 (0,0035847)	<b>0,018514**</b> (0,005394)	<b>0,027878***</b> (0,0062123)	<b>0,035845***</b> (0,0099983)
Consumo Não Cíclico	<b>0,003030***</b> (0,0008582)	<b>0,005204***</b> (0,0007242)	<b>0,007891***</b> (0,001754)	0,008865 (0,0031336)	<b>0,020801**</b> (0,0057246)	<b>0,022180**</b> (0,0046645)	<b>0,029998**</b> (0,0103763)
Materiais Básicos	<b>0,003018***</b> (0,0008236)	<b>0,003901**</b> (0,0005741)	<b>0,005815*</b> (0,0016261)	0,004299 (0,0040351)	<b>0,023607***</b> (0,0067925)	<b>0,028839**</b> (0,0063227)	<b>0,034173**</b> (0,0122313)
Petróleo Gás e Biocombustíveis	<b>0,003512***</b> (0,0009731)	<b>0,005151**</b> (0,0007153)	<b>0,007580*</b> (0,0018471)	0,007655 (0,0033715)	<b>0,020936*</b> (0,0064428)	0,019996 (0,0057104)	0,017652 (0,0085766)
Tecnologia da Informação	0,000826 (0,0007783)	0,001858 (0,0011754)	0,004255 (0,0028442)	0,002820 (0,0078836)	0,020089 (0,0116227)	0,014000 (0,0149675)	0,02563 (0,0131719)
Utilidade Pública	<b>0,002717***</b> (0,0009038)	<b>0,004012**</b> (0,00064)	<b>0,005869**</b> (0,0014565)	0,008358 (0,0031518)	<b>0,022305***</b> (0,0067936)	<b>0,026523**</b> (0,0058469)	<b>0,045916***</b> (0,0123114)
Observações	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175
Pseud. R <sup>2</sup>	0,0115	0,0312	0,1224	0,2487	0,3396	0,3045	0,1784

**Nota.** \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A partir da Tabela 25, nota-se que os mecanismos internos se mostram mais significantes (1%) para companhias com menor possibilidade de inadimplência a curto prazo, quando analisados “*W\_EP\_PON*” e “*RE\_PAR*”, assim como apresentado nas *proxies*

“*W\_FD\_A68*” e “*W\_FD\_ABR*”. Já para os *quantis* superiores (0,75 e 0,90), que representam maior probabilidade de inadimplência, apenas “*RE\_PAR*”, reafirmando a importância dos incentivos de remuneração executiva por meio de participação nos lucros na probabilidade de *financial distress* empresarial (Coelho, 2016; Jensen & Murphy, 1990).

No que tange aos mecanismos externos, evidencia-se relevância significativa para todos os *quantis* de “*W\_FD\_B1Y*”, reforçando a importância de tais mecanismos na saúde financeira das companhias analisadas (Coelho, 2016; Mendonça *et al.*, 2019; Wang & Xu, 2004). Apenas a qualidade da auditoria se mostra significativa (1%) e negativa ao *financial distress*, demonstrando que, assim como esperado, uma maior qualidade das companhias de auditoria, juntamente com a credibilidade da opinião do auditor, estão atreladas à continuidade dos negócios (Segal, 2017) e, por isso, menor é a possibilidade de *financial distress* (Coelho, 2016)

Tabela 26

**Mecanismos de GC e Financial Distress por Quantil (*W\_FD\_B5Y*)**

<i>W_FD_B5Y</i>	(26) 0,05	(27) 0,10	(28) 0,25	(29) 0,50	(30) 0,75	(31) 0,90	(32) 0,95
<i>Constant</i>	-0,008326***	-0,012187***	-0,027092***	-0,042560***	-0,020809	0,003345	0,009451
<i>Time Variant (Exógenas)</i>							
<i>W_AD_TAM</i>	<b>-0,000056*</b> (0,0000377)	-0,000071 (0,000047)	0,000048 (0,0000942)	-0,000178 (0,0001863)	-0,000125 (0,0003927)	-0,000188 (0,0003036)	-0,000693 (0,0004726)
<i>AD_CEO</i>	-0,000324 (0,0003476)	<b>-0,000549*</b> (0,0004038)	-0,000934 (0,0007926)	-0,001742 (0,0011576)	-0,001617 (0,0020477)	-0,003425 (0,0031877)	0,001308 (0,0034146)
<i>W_EP_PON</i>	0,000006 (0,00000583)	<b>0,000018**</b> (0,00000986)	<b>0,000061***</b> (0,0000129)	<b>0,000119***</b> (0,0000401)	<b>0,000207***</b> (0,0000509)	<b>0,000172**</b> (0,0000471)	0,000118 (0,0000533)
<i>W_EP_CON</i>	<b>-0,000009*</b> (0,00000587)	-0,000011 (0,00000705)	-0,000008 (0,0000106)	0,000037 (0,0000285)	0,000068 (0,0000505)	<b>0,000129**</b> (0,0000428)	<b>0,000152*</b> (0,0000423)
<i>RE_PAR</i>	0,000234 (0,0001916)	<b>0,000725***</b> (0,0003025)	0,000526 (0,0006518)	-0,001499 (0,0008922)	-0,001333 (0,0010749)	<b>-0,005764**</b> (0,0022203)	-0,005493 (0,0027432)
<i>W_PR_FFL</i>	0,000004 (0,00000323)	0,000005 (0,00000519)	<b>0,000020*</b> (0,0000125)	<b>0,000059**</b> (0,000024)	0,000049 (0,0000356)	-0,000025 (0,000037)	0,000008 (0,0000434)
<i>QA_BIG</i>	<b>-0,000552**</b> (0,0001869)	<b>-0,000600*</b> (0,0002742)	-0,000942 (0,0006759)	<b>-0,003717**</b> (0,0019067)	<b>-0,012477***</b> (0,003661)	<b>-0,011157***</b> (0,0024802)	-0,005372 (0,003178)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>							
<i>W_TAM</i>	<b>0,000716***</b> (0,000129)	<b>0,000981***</b> (0,0001872)	<b>0,002065***</b> (0,0003076)	<b>0,003486***</b> (0,000756)	<b>0,003180***</b> (0,0010344)	<b>0,002660**</b> (0,0011423)	0,001683 (0,0012551)
<i>W_ROA</i>	<b>-0,000090***</b> (0,0000217)	<b>-0,000145***</b> (0,0000268)	<b>-0,000338***</b> (0,0000708)	<b>-0,000746***</b> (0,0001418)	<b>-0,001824***</b> (0,0001982)	<b>-0,001835***</b> (0,0001692)	<b>-0,001298***</b> (0,000228)
<i>W_RET</i>	-0,000183 (0,0001641)	-0,000497 (0,0003235)	-0,000986 (0,0008344)	-0,001713 (0,0010691)	-0,003575 (0,0020452)	<b>-0,008617***</b> (0,0026583)	-0,007538 (0,0032324)
<i>W_OPO</i>	-0,000002 (0,00000557)	-0,000005 (0,0000074)	-0,000008 (0,0000114)	-0,000005 (0,0000224)	-0,000037 (0,000035)	0,000016 (0,0000573)	0,000064 (0,0000612)
<i>Time Invariant (Exógenas)</i>							
<i>AI_NME</i>	-0,000126 (0,0002236)	-0,000253 (0,000434)	<b>-0,002439***</b> (0,000862)	<b>-0,005694***</b> (0,0021697)	<b>-0,009626***</b> (0,0036741)	-0,006172 (0,0030834)	-0,004531 (0,0036937)
Bens Industriais	-0,000394 (0,0003527)	-0,000039 (0,0005338)	-0,000452 (0,000985)	0,001296 (0,0018596)	0,007082 (0,0025276)	<b>0,010848*</b> (0,0026657)	<b>0,020350**</b> (0,0041714)
Comunicações	0,000513 (0,0006598)	0,000567 (0,0012981)	-0,002846 (0,0012443)	-0,004644 (0,0028509)	-0,000385 (0,009964)	0,015963 (0,0103972)	<b>0,028786**</b> (0,006399)
Consumo Cíclico	-0,000173 (0,0002647)	0,00013 (0,0005152)	-0,000024 (0,0011145)	0,002828 (0,0017578)	<b>0,011805**</b> (0,0018941)	<b>0,017064***</b> (0,0040484)	<b>0,025747***</b> (0,0034393)
Consumo Não Cíclico	-0,000816 (0,0003651)	-0,000898 (0,0006558)	<b>-0,003691**</b> (0,0011799)	-0,002231 (0,0028338)	0,005916 (0,0028662)	<b>0,011701*</b> (0,0031345)	<b>0,017980*</b> (0,0048618)
Materiais Básicos	0,000048 (0,0004526)	0,000761 (0,0005881)	0,000651 (0,0011656)	0,002219 (0,0015407)	0,008372 (0,0030537)	<b>0,014369**</b> (0,0052918)	<b>0,023996**</b> (0,0048066)
Petróleo Gás e	<b>0,001783**</b>	<b>0,002648***</b>	0,000807	0,003829	0,007268	<b>0,019399**</b>	<b>0,026544**</b>

<b>W_FD_B5Y</b>	<b>(26)</b> <b>0,05</b>	<b>(27)</b> <b>0,10</b>	<b>(28)</b> <b>0,25</b>	<b>(29)</b> <b>0,50</b>	<b>(30)</b> <b>0,75</b>	<b>(31)</b> <b>0,90</b>	<b>(32)</b> <b>0,95</b>
Biocombustíveis	(0,0010937)	(0,0011407)	(0,0028684)	(0,0040731)	(0,0074775)	(0,0064106)	(0,0055592)
Tecnologia da	0,000195	0,001181	0,001353	0,003995	0,010454	0,009346	0,019645
Informação	(0,0013225)	(0,0012992)	(0,0017744)	(0,0020037)	(0,004477)	(0,0047121)	(0,0066142)
Utilidade Pública	0,000308	0,001145	0,000042	0,002691	<b>0,009410*</b>	<b>0,012988*</b>	<b>0,020750**</b>
	(0,0004876)	(0,0007259)	(0,0012218)	(0,0023366)	(0,0029521)	(0,004267)	(0,0051245)
Observações	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175	1.175
Pseud. R <sup>2</sup>	0,0261	0,0466	0,0947	0,1408	0,2362	0,2105	0,0769

**Nota.** \*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Ao que se refere à análise do *financial distress* sob o enfoque do *default* a longo prazo (*W\_FD\_B5Y*), evidencia-se que, geralmente, os mecanismos internos de governança corporativa se mostram mais significantes do que quando comparados à análise de curto prazo. Ademais, ressalta-se que todos os mecanismos analisados gerados internamente pela organização demonstram significância em relação a probabilidade do sofrimento financeiro nos *quantis* objeto de estudo. Isso reafirma os achados elucidados pelas outras *proxies* da pesquisa, corroborando a importância dos mecanismos para a análise do *financial distress* (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Vale salientar, ainda, que o tamanho do conselho de administração (*W\_AD\_TAM*) apenas se mostrou relevante (10%) para as companhias que apresentaram resultados mais saudáveis financeiramente perante aos seus credores, demonstrando a importância da composição da administração no planejamento a longo prazo em prol da continuidade empresarial.

No que diz respeito aos mecanismos externos, diferentemente do *default* de curto prazo (*W\_FD\_B1Y*), a Tabela 26 demonstra que nenhum dos mecanismos externos examinados no estudo se mostram significante em relação a probabilidade de inadimplência a longo prazo para o quantil 0,95. Tais mecanismos não apresentam relevância significativa quando da maior propensão ao *financial distress* a longo prazo. Esse resultado pode acontecer em virtude desses mecanismos não serem inerentes à companhia, mas a externalidades como políticas, leis, condutas, jurisprudência do ambiente externo (Mendonça *et al.*, 2019). Assim, a empresa não detém de total controle sobre esses aspectos, principalmente a longo prazo e, por isso, devem ser constantemente revisitados pelas firmas para sua tomada de decisão.

Com base nos resultados auferidos, efetuou-se na Tabela 27 uma síntese das hipóteses 1, 1<sub>a</sub> e 1<sub>b</sub>, denotando os produtos da análise das regressões de dados em painel à média, com estimação de Hausman-Taylor (HT), assim como da regressão quantílica.

Tabela 27

**Síntese das Hipóteses dos Mecanismos de GC e *Financial Distress***

Hipóteses		Regressão				
		W_FD_A68	W_FD_ABR	W_FD_B1Y	W_FD_B5Y	
H1	Os mecanismos internos e externos de governança corporativa são significativamente distintos entre si quando relacionados ao <i>financial distress</i> das empresas abertas brasileiras.	HT à média	√	X	√	√
		Quantílica	√	√	√	√
H1 <sub>a</sub>	Os mecanismos internos de governança corporativa são significativamente relacionados ao <i>financial distress</i> das empresas abertas brasileiras.	HT à média	√	√	√	√
		Quantílica	√	√	√	√
H1 <sub>b</sub>	Os mecanismos externos de governança corporativa são significativamente relacionados ao <i>financial distress</i> das empresas abertas brasileiras.	HT à média	X	√	√	√
		Quantílica	√	√	√	√

**Nota.** √ e X correspondem a “Não pode ser rejeitada” e “Rejeitada”, respectivamente.

Com base nos resultados da pesquisa é possível evidenciar que a relação entre os mecanismos internos para com as métricas de *financial distress*, em geral, apresenta uma associação negativa ( $W\_FD\_ABR$ ,  $W\_FD\_B1Y$  e  $W\_FD\_B5Y$ ). Esse achado simboliza que uma elevação da qualidade da governança corporativa da companhia implica na redução da probabilidade de *financial distress* do seu negócio. Além disso, de acordo com a Tabela 27, quase todos os mecanismos internos apresentaram nível de significância de, pelo menos, 10%. Tal resultado vai ao encontro da literatura (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanique *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), demonstrando que práticas que partem de dentro da organização, para monitoramento e controle dos gestores em prol de uma tomada de decisão mais eficaz, assim como iniciativas para mitigar os conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários, se mostram fatores positivamente relacionados com uma maior saúde financeira da firma. Nesse interim, a Hipótese 1<sub>a</sub> (H1<sub>a</sub>) não pode ser rejeitada.

Sob o enfoque dos mecanismos externos de governança corporativa, é possível verificar que a sua utilização se faz importante para minimizar ou, até mesmo, evitar um possível *financial distress* empresarial, o que vai ao encontro da literatura corrente (Coelho, 2016; Silva, 2015; Silva & Leal, 2005). Isso ocorre em virtude de tais mecanismos ligados à fatores externos da organização serem utilizados como forma de combate ao oportunismo gerencial em conjunto com os mecanismos internos (Aguilera *et al.*, 2015; Cremers & Nair, 2005) e, por isso, possibilitar um melhor processo decisório, que auxilie na saúde financeira do negócio. Ressalta-se que apenas para a regressão à média com a variável depende “ $W\_FD\_A68$ ”, não foi apresentado nenhum resultado significativo para os mecanismos externos, salientando que a Hipótese 1<sub>b</sub> (H1<sub>b</sub>) não pode ser rejeitada.

Nesse contexto, acredita-se que Hipótese 1 não pode ser rejeitada, tendo em vista que, para a maioria das regressões, a significância das variáveis analisadas se mostrou distinta

quando comparada os mecanismos internos e externos de governança corporativa. Logo, elucida-se que os mecanismos de governança se mostram relevantes para a análise do *financial distress* como forma de minimizá-lo, como também evidenciado em estudos anteriores (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanique *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), indo ao encontro dos pressupostos da Teoria da Agência. Ademais, a segregação entre os mecanismos analisados em internos e externos propiciou uma melhor análise de sua influência no *financial distress*, corroborando a concepção de que cada mecanismo oferece enfoques distintos para o gerenciamento do negócio, afetando diferentemente a saúde financeira da entidade.

#### 4.3.2 Ciclo de Vida na Relação entre Governança Corporativa e *Financial Distress*

Para a análise da influência do ciclo de vida na relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress*, efetuou-se as regressões para cada proxie da pesquisa (*W\_FD\_A68*, *W\_FD\_ABR*, *W\_FD\_B1Y* e *W\_FD\_B5Y*).

Tabela 28

#### Influência das Etapas do Ciclo de Vida (*W\_FD\_A68*)

<i>W_FD_A68</i>	(33) Amostra	(34) NAC	(35) CRE	(36) MAT	(37) TUR	(38) DEC
<i>Constant</i>	2,050329***	2,980519***	2,208299***	2,338477***	1,38998	1,34644
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
<i>W_AD_TAM</i>	0,001074 (0,002028)	0,004248 (0,008872)	0,003125 (0,0034903)	-0,001339 (0,0028649)	<b>0,027080**</b> (0,011336)	0,025088 (0,0190751)
<i>AD_CEO</i>	<b>-0,019119*</b> (0,011467)	-0,017583 (0,0414894)	-0,019521 (0,0204604)	0,024311 (0,0164715)	-0,035074 (0,0736747)	<b>-0,156361*</b> (0,0865998)
<i>W_EP_PON</i>	0,000668 (0,00057)	-0,000297 (0,0017444)	0,000518 (0,0011129)	-0,000206 (0,0007165)	-0,001944 (0,0063313)	0,003161 (0,0040808)
<i>W_EP_CON</i>	0,000212 (0,000404)	-0,002702 (0,0019841)	-0,000003 (0,0006167)	0,000264 (0,0005579)	-0,002412 (0,002212)	<b>0,004446*</b> (0,0026036)
<i>RE_PAR</i>	-0,003113 (0,014431)	-0,018806 (0,0835686)	-0,023722 (0,0311713)	-0,016641 (0,0178391)	0,015407 (0,0671507)	-0,039666 (0,0742584)
<i>W_PR_FFL</i>	-0,000323 (0,000251)	<b>-0,001859*</b> (0,0011205)	-0,000727 (0,000576)	-0,000147 (0,000314)	0,002633 (0,001621)	0,000971 (0,0023137)
<i>QA_BIG</i>	0,001877 (0,013332)	-0,081314 (0,0510837)	-0,012773 (0,0307289)	-0,007437 (0,0186114)	-0,049744 (0,0492095)	<b>0,124090**</b> (0,0553002)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
<i>W_TAM</i>	<b>-0,085345***</b> (0,010782)	<b>-0,116092**</b> (0,0498543)	<b>-0,084094***</b> (0,01942)	<b>-0,099602***</b> (0,0170354)	-0,06423 (0,0449708)	-0,103965 (0,0794259)
<i>W_ROA</i>	<b>0,007175***</b> (0,000795)	0,005654 (0,0045636)	<b>0,007192***</b> (0,0017618)	<b>0,007167***</b> (0,0011082)	<b>0,014817***</b> (0,0035577)	0,003726 (0,005139)
<i>W_RET</i>	0,004471 (0,009075)	-0,001611 (0,0400382)	0,01293 (0,0164341)	0,00542 (0,0123931)	-0,046887 (0,035219)	0,065678 (0,0660114)
<i>W_OPO</i>	<b>0,001263***</b> (0,000213)	<b>0,002647***</b> (0,0008898)	0,000575 (0,0004055)	<b>0,000998***</b> (0,000323)	-0,000814 (0,0005671)	<b>0,003129**</b> (0,0012514)
<i>Time Invariant</i>						
<i>AI_NME</i>	-0,064963 (0,056523)	-0,16573 (0,1487747)	-0,090948 (0,0762779)	0,016178 (0,0670811)	-0,108885 (0,3453153)	0,011682 (0,2472018)
Bens Industriais	-0,122289 (0,143517)	-0,232677 (0,3364395)	-0,277664 (0,1751123)	-0,186282 (0,1721046)	0,270742 (0,6114036)	0,231606 (0,6341818)
Comunicações	-0,15097 (0,210239)		-0,316957 (0,2488475)	-0,147536 (0,2407939)		

W_FD_A68	(33) Amostra	(34) NAC	(35) CRE	(36) MAT	(37) TUR	(38) DEC
Consumo Cíclico	-0,144625 (0,139443)	-0,220121 (0,31365)	-0,220995 (0,1751695)	-0,182845 (0,1699788)	0,153596 (0,5886184)	-0,12103 (0,6227277)
Consumo Não Cíclico	0,022719 (0,151386)	-0,019111 (0,3371416)	-0,021203 (0,1863427)	-0,000682 (0,1769483)	0,216272 (0,6216488)	-0,044357 (0,666834)
Materiais Básicos	-0,116273 (0,153683)	-0,064986 (0,3744492)	-0,255628 (0,1896317)	-0,156216 (0,1797883)	0,211785 (0,6325082)	0,341396 (0,6900657)
Petróleo Gás e Biocombustíveis	-0,092186 (0,191943)	-0,397236 (0,5041189)	-0,119758 (0,2260586)	-0,058505 (0,2249933)	0,077719 (0,6613712)	-0,229469 (0,7724866)
Tecnologia da Informação	0,151258 (0,236841)	0,200239 (0,486969)	0,061107 (0,271381)	0,047275 (0,2689016)		
Utilidade Pública	<b>-0,249798*</b> (0,1454363)	-0,288194 (0,3448612)	<b>-0,322235*</b> (0,1779163)	-0,275695 (0,1723498)	-0,013803 (0,603216)	-0,260735 (0,654096)
Observações	1.175	125	305	587	100	58
Estimação Seleccionada				HT		

**Nota.** HT = Hausman-Taylor, \*\*\*, \*\*, \* é significante ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Com base nos resultados ilustrados na Tabela 28, é possível verificar regressões de dados para cada uma das etapas do ciclo de vida, considerando a regressão do *financial distress* e os mecanismos internos e externos de governança corporativa para as companhias constantes em cada uma das etapas, separadamente, como subamostras da pesquisa. Para tanto, o modelo 33 corresponde à regressão para a amostra de 138 companhias, totalizando em 1.175 observações. Já os demais modelos presentes nessa dizem respeito às firmas pertencentes na respetiva etapa, sendo o modelo 34 para o nascimento (*NASC*), 35 para o crescimento (*CRE*), 36 para a maturidade (*MAT*), 37 para a turbulência (*TUR*) e 38 para o declínio (*DEC*),

Nesse sentido, a Tabela 28 revela que, de modo geral, nas fases de nascimento (*NASC*), crescimento (*CRE*) e maturidade (*MAT*) os mecanismos internos e externos não demonstram significância ao *financial distress*, apresentando sinais distintos do esperado, quando analisado o *Z-score* clássico de Altman (1968). Esse fato pode ocorrer em virtude das companhias em nascimento apresentarem um processo decisório ousado e intuitivo (Miller & Friesen, 1984), e, por vezes, decisões precipitadas que podem vir acarretar *financial distress* antes mesmo da sua chegada na maturidade (Adizes, 1979).

A maior necessidade de utilização de recursos para alavancar o crescimento do negócio (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972), ocorre em virtude da velocidade das inovações tecnológicas para acompanhar o mercado (Gort & Klepper, 1982), podendo acarretar em problemas de *financial distress*. Dessa forma, entende-se que negócios que ainda estão em fase introdutória apresentam mecanismos de governança em estágios iniciais e, conseqüentemente, com pouca força para mitigar possíveis problemas relacionados a *financial distress*.

No crescimento, a adoção dos mecanismos de governança corporativa passa a ser mais oportunizada na busca de uma tomada de decisão mais consciente e eficiente (Miller & Friesen, 1984), indo ao encontro dos resultados evidenciados pelo aumento no valor dos coeficientes dos mecanismos nessa etapa em relação ao nascimento, mesmo que ainda não se mostre significativo. No entanto, ressalta-se que os sinais ainda se mostram divergentes do esperado para a variável dependente, demonstrando que mesmo os fluxos de caixa atribuindo que as companhias estão em fase de crescimento, o negócio ainda está em processo de aprimoração de seus produtos/serviços, necessitando de investimentos para melhor atenderem ao mercado (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984).

Analisando as companhias maduras, diferentemente do esperado, os resultados tendem a apresentar menor utilização dos mecanismos internos de governança corporativa para mitigar um possível *financial distress* quando comparadas às demais etapas. Tal achado corrobora a estatística descritiva constante nas Tabelas 16 e 17, que embora denote que a maioria das empresas da amostra se encontra na etapa de maturidade, os maiores níveis de governança corporativa são demonstrados no crescimento. Outro fato que pode explicar o motivo pelo qual as empresas maduras não apresentam significância dos mecanismos de governança corporativa na explicação de “*W\_FD\_A68*” refere-se a não adequação da variável utilizada como *proxy* de *financial distress* para a realidade brasileira, também pode se mostrar como fator menos explicativo quando analisadas as companhias de capital aberto do Brasil.

Por outro lado, quando analisada a etapa de turbulência financeira, é possível evidenciar que os mecanismos internos de governança corporativa passam a se mostrar significantes (5%) e positivamente relacionados a “*W\_FD\_A68*”, no que diz respeito à composição do Conselho de Administração das companhias analisadas, assim como ratifica as pesquisas Manzanque *et al.* (2016) e Martins e Ventura (2020). Com isso, acredita-se que conselhos maiores tendem a se mostrar mais significantes em relação ao *financial distress* em momentos de turbulência, o que pode ser explicado pela diversidade da composição do conselho de administração nas reuniões (Lipton & Lorsch, 1992), proporcionando uma melhor tomada de decisão (Coelho, 2016) e, por conseguinte, auxiliando a mitigar ou, até prever, situações de *financial distress*.

No que diz respeito a etapa de declínio empresarial, tanto mecanismos internos, quanto externos apresentaram significância em relação ao *Z-score* clássico, demonstrando que a importância dos mecanismos de governança corporativa para as companhias em declínio a fim de se tornarem mais saudáveis financeiramente, assim como elucidado por

“AD\_CEO” (10%) e “W\_EP\_CON” (10%), bem como “QA\_BIG” (5%). Entretanto, salienta-se sinal diferente do esperado para, tanto para a não dualidade dos cargos de CEO e presidente do conselho, quanto para a concentração de capital votante em posse do majoritário. Isso vai ao encontro do preconizados por Miller e Friesen (1984), que afirmam que companhias em declínio tendem a apresentar decisões extremamente conservadoras para preservar seus recursos, o que pode explicar a concentração de ações ordinárias no controlador e a dualidade de cargos, visando uma tomada de decisão mais rígida, aumentando possíveis problemas de agência advindos de conflitos de interesses.

Quando analisadas as variáveis de controle da pesquisa, é possível verificar que apenas o retorno das ações (*W\_RET*) não apresentou significância em nenhuma das etapas do ciclo de vida, não se mostrando relevante para explicar o *financial distress* por meio de “W\_FD\_A68”. Além disso, o único setor que se mostrou significativo em relação a variável dependente foi o de Utilidade Pública, o qual representa quase 20% da amostra (Tabelas 2), tanto quando analisada a amostra geral, quanto às companhias em crescimento.

Relativamente à análise que utiliza como *proxy* de *financial distress* o Z-score de Martins e Ventura (2020), o qual fora adaptado para a realidade brasileira atual por meio de Altman *et al.* (1979), é elucidada a Tabela 29.

Tabela 29

**Influência das Etapas do Ciclo de Vida (*W\_FD\_ABR*)**

<i>W_FD_ABR</i>	(39) Amostra	(40) NAC	(41) CRE	(42) MAT	(43) TUR	(44) DEC
<i>Constant</i>	0,287231***	0,340746**	0,04635	0,290287***	1,159063***	1,036100**
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
W_AD_TAM	0,000331 (0,000479)	0,000655 (0,0017788)	<b>-0,001481*</b> (0,0007703)	0,000637 (0,0006082)	<b>0,007811**</b> (0,0036098)	-0,004121 (0,0038268)
AD_CEO	0,002184 (0,002701)	-0,003372 (0,0081442)	-0,00172 (0,0044458)	-0,005721 (0,0034831)	0,006592 (0,0231926)	-0,014963 (0,0185146)
W_EP_PON	<b>0,00042***</b> (0,000124)	<b>0,000691**</b> (0,0003424)	<b>0,000661***</b> (0,0002225)	<b>0,000475***</b> (0,000148)	<b>-0,003406*</b> (0,0018105)	0,002818 (0,0018782)
W_EP_CON	<b>0,000215**</b> (0,000091)	-0,000274 (0,0003511)	<b>0,000463***</b> (0,0001342)	<b>0,000308***</b> (0,0001165)	<b>-0,001634**</b> (0,0007054)	0,000634 (0,0006315)
RE_PAR	-0,000149 (0,003261)	-0,008362 (0,0138458)	-0,004182 (0,006192)	-0,001943 (0,0037061)	-0,016491 (0,0211696)	0,018702 (0,0155684)
W_PR_FFL	0,000002 (0,000059)	<b>0,000456**</b> (0,0002252)	0,000016 (0,0001229)	-0,000074 (0,0000668)	-0,000538 (0,0005078)	<b>-0,001792***</b> (0,0006658)
QA_BIG	<b>-0,008351***</b> (0,003151)	0,012199 (0,0102042)	<b>-0,017786***</b> (0,0067109)	<b>-0,006817*</b> (0,003953)	-0,024368 (0,0156936)	<b>-0,029024***</b> (0,0106876)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
W_TAM	<b>-0,007244***</b> (0,002461)	-0,014604 (0,009148)	<b>0,008133*</b> (0,0041711)	<b>-0,007589**</b> (0,0035103)	<b>-0,039073***</b> (0,0143189)	<b>-0,041964**</b> (0,020448)
W_ROA	<b>-0,005025***</b> (0,000192)	<b>-0,007323***</b> (0,0009409)	<b>-0,004568***</b> (0,0004034)	<b>-0,004766***</b> (0,0002391)	<b>-0,004814***</b> (0,0011416)	<b>-0,006494***</b> (0,0009701)
W_RET	0,00104 (0,002194)	0,012964 (0,0082365)	-0,001843 (0,0038191)	-0,00034 (0,0026832)	0,01592 (0,0114336)	-0,005239 (0,0123356)
W_OPO	<b>-0,0002***</b> (0,000051)	0,000241 (0,000187)	0,000004 (0,0000939)	<b>-0,000153**</b> (0,0000699)	-0,000014 (0,0001839)	<b>-0,000797***</b> (0,0002282)
<i>Time Invariant</i>						

W_FD_ABR	(39) Amostra	(40) NAC	(41) CRE	(42) MAT	(43) TUR	(44) DEC
AI_NME	<b>-0,019164**</b> (0,008834)	<b>-0,040975*</b> (0,0231918)	<b>-0,025286**</b> (0,0121404)	<b>-0,022254**</b> (0,0110556)	0,13878 (0,0971888)	-0,080504 (0,1225608)
Bens Industriais	0,022927 (0,019892)	0,062684 (0,0496537)	<b>0,042076*</b> (0,0250141)	0,027308 (0,026593)	-0,125152 (0,1688771)	-0,255245 (0,2884615)
Comunicações	<b>0,08024***</b> (0,029541)		0,058092 (0,0366891)	<b>0,079740**</b> (0,0371272)		
Consumo Cíclico	0,019004 (0,019303)	0,034335 (0,0461905)	0,016167 (0,025166)	0,030464 (0,0262574)	-0,104657 (0,1627085)	-0,207675 (0,2871649)
Consumo Não Cíclico	<b>0,043963**</b> (0,020937)	<b>0,082529*</b> (0,0495416)	0,03254 (0,0268465)	<b>0,051419*</b> (0,0271202)	-0,101327 (0,1714711)	-0,205577 (0,2988359)
Materiais Básicos	0,036323 (0,021372)	0,071113 (0,0556999)	0,028239 (0,0277522)	0,041997 (0,0276663)	-0,075871 (0,1741142)	-0,274597 (0,3095009)
Petróleo Gás e Biocombustíveis	<b>0,055675**</b> (0,026642)	0,089343 (0,0748185)	0,046949 (0,0321238)	0,046559 (0,0345223)	0,022254 (0,1814101)	-0,186552 (0,3605076)
Tecnologia da Informação	-0,000567 (0,032796)	0,012573 (0,0708555)	0,012304 (0,0385359)	0,004869 (0,0411393)		
Utilidade Pública	<b>0,067768***</b> (0,0202188)	<b>0,104078**</b> (0,0509182)	<b>0,055898**</b> (0,0256637)	<b>0,069003***</b> (0,0264582)	-0,044276 (0,1655642)	-0,158921 (0,3180689)
Observações	1.775	125	305	587	100	58
Estimação Seleccionada				HT		

**Nota.** HT = Hausman-Taylor. \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Quando analisado o “*W\_FD\_ABR*”, verifica-se diferentes sensibilidades dos mecanismos internos e externos de governança corporativa em relação ao *financial distress* empresarial. De acordo com a Tabela 29, observa-se que as companhias que apresentaram maiores níveis de significância, assim como valores econômicos dos coeficientes da análise, estão na etapa de crescimento, indo ao encontro dos achados da estatística descritiva da pesquisa. Isso indica que, nessa etapa, as companhias demonstram um aumento da utilização dos mecanismos de governança corporativa (Miller & Friesen, 1984), por meio de uma hierarquia mais estruturada e descentralizada (Greiner, 1998), visando uma tomada de decisão mais eficiente visando a continuidade do negócio e, com isso, mitigar um possível *financial distress*.

Na análise das firmas em nascimento, é possível ressaltar que somente o percentual de ações ordinárias (*W\_EP\_PON*) se mostrou significativamente (5%) e positivamente relacionado ao *financial distress* empresarial, no que tange aos mecanismos internos de governança. Tal achado vai ao encontro de que quanto maior o número dessas ações de capital votante, maior é a possibilidade da firma entrar em *financial distress* quando está na sua introdução, podendo ser ocasionado em virtude da etapa ser caracterizada por processos decisórios carregados de empolgação, ousadia para crescimento no mercado e intuição por parte da gestão centralizada (Adizes, 1979; Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984), demonstrando, assim, pouco interesse

em adotar mecanismos de governança complexos para minimizar possível situação de sofrimento financeiro.

Nessa etapa, ainda, evidencia-se que os mecanismos externos se mostram mais significantes perante a análise do *financial distress*, o que pode estar vinculado com o fato de que, por estar começando, as companhias precisam de capital de terceiros em busca de investimento em inovações tecnológicas para melhoramento dos produtos/servidos oferecidos pelo negócio (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984) e, para tal, os mecanismos externos de governança corporativa podem auxiliar com que a empresa passe maior credibilidade ao mercado, tendo em vista o maior monitoramento das potenciais falhas da gestão advindas de conflitos de interesses (Aguilera *et al.*, 2015; Cremers & Nair, 2005; Mendonça *et al.*, 2019).

Em adição, a fase de crescimento, compreendida como aquela em que as organizações dispõem de uma gestão mais sólida e eficiente (Miller & Friesen, 1984), revela-se como a de maior significância estatística em relação com o *financial distress*, contudo as práticas desta amostra não se revelam de forma semelhante. Isso, pode ser explicado pelo investimento necessário para aderir às boas práticas e ter um índice adequado de governança, visto que são fases de desenvolvimento do negócio e os recursos por si para subsidiar as atividades mostram-se escassos, ou seja, pouco fluxo de caixa livre para investimentos que não sejam referentes ao desenvolvimento das atividades da companhia (Grullon & Michaely, 2004; Miller & Friesen, 1984).

Outro fator a ser observado é que, para companhias maduras, assim como evidenciado auferido por O'Connor e Byrne (2015), os mecanismos, internos e externos, de governança corporativa apresentam significância (1%) para “*W\_EP\_PON*” e “*W\_EP\_CON*”, assim como de 5% e 10% quando analisadas “*AI\_NME*” e “*QA\_BIG*”, respectivamente. A relevância dessas variáveis para a análise do *financial distress* leva a crer que, ao encontro da literatura, as empresas maduras apresentam mais controles financeiros eficazes (Black, 1998; Miller & Friesen, 1984), com maior governança corporativa (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015), tendendo a apresentar uma menor propensão ao *financial distress* (Terreno *et al.*, 2017).

Diferentemente do demonstrado na Tabela 28, as companhias em declínio não apresentam um melhor poder explicativo da relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress*. Ademais, resultados relacionados as variáveis de controle apontam que, assim como elucidado na regressão de “*W\_FD\_A68*”, não foi possível verificar significância do retorno das ações (*W\_RET*)

para nenhuma etapa do ciclo de vida analisada. Além disso, a variável relacionada ao retorno do ativo se mostrou a mais representativa na análise, com significância negativa ao nível de 1% para todas as etapas do ciclo de vida englobadas nessa pesquisa.

Outro aspecto a ser retratado é que mais setores se mostraram significativos em relação ao *financial distress* adaptado para a realidade brasileira. No entanto, o setor que se mostrou significativo em relação a variável dependente continuou sendo a de Utilidade Pública, sendo mais representativo, nesse caso, na etapa de maturidade das firmas brasileiras.

Em busca de analisar como as etapas do ciclo de vida influenciam a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress* empresarial, também examinou-se as companhias que apresentam maior probabilidade de apresentar problemas relacionados à inadimplência de curto prazo, por meio da variável de *default* no próximo ano ( $W\_FD\_BIY$ ), conforme Tabela 30.

Tabela 30  
**Influência das Etapas do Ciclo de Vida ( $W\_FD\_BIY$ )**

$W\_FD\_BIY$	(45) Amostra	(46) NAC	(47) CRE	(48) MAT	(49) TUR	(50) DEC
<i>Constant</i>	0,001032	0,1762294	0,0584074	0,0585111	-0,1316236	-0,6854844**
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
W_AD_TAM	0,00008 (0,000348)	0,0020925 (0,0014717)	-0,000806 (0,0006266)	0,0002444 (0,0004551)	<b>-0,0039404**</b> (0,0018985)	-0,0039645 (0,0024447)
AD_CEO	<b>0,003417*</b> (0,001966)	0,0101621 (0,0066881)	0,005824 (0,003593)	0,0027641 (0,0025928)	-0,0080956 (0,0121971)	<b>-0,0278641**</b> (0,0118483)
W_EP_PON	<b>0,000231**</b> (0,000091)	0,0002512 (0,0002812)	-0,0000762 (0,0001751)	0,0000847 (0,0001084)	0,0004599 (0,000952)	0,0016096 (0,001365)
W_EP_CON	0,000041 (0,000067)	-0,0003213 (0,0002811)	-0,0000561 (0,0001083)	0,000097 (0,000086)	0,0002956 (0,000371)	-0,0005133 (0,0004101)
RE_PAR	-0,003562 (0,002383)	-0,0059728 (0,0108287)	<b>-0,0134954***</b> (0,0048559)	-0,0024422 (0,0027228)	-0,0074128 (0,0111332)	<b>0,0755513***</b> (0,00997)
W_PR_FFL	-0,00004 (0,000043)	-0,0002309 (0,0001863)	<b>-0,0002315**</b> (0,0000986)	-0,000041 (0,0000501)	0,0001547 (0,0002671)	<b>0,0011379***</b> (0,0004399)
QA_BIG	<b>-0,009877***</b> (0,002293)	<b>-0,026128***</b> (0,0084102)	<b>-0,0130897**</b> (0,0054414)	<b>-0,0124815***</b> (0,0029555)	0,0097809 (0,0082536)	<b>-0,0237516***</b> (0,0068358)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
W_TAM	0,001451 (0,001796)	-0,006579 (0,0073943)	0,001611 (0,0033729)	-0,0018421 (0,0025734)	0,0094976 (0,0075305)	<b>0,0383099***</b> (0,0134044)
W_ROA	<b>-0,001006***</b> (0,000139)	<b>-0,0031945***</b> (0,0007858)	<b>-0,0010834***</b> (0,0003328)	<b>-0,0010592***</b> (0,0001813)	<b>-0,0011754*</b> (0,0006004)	-0,0009442 (0,0006161)
W_RET	<b>-0,008496***</b> (0,001593)	<b>-0,0116267*</b> (0,0068729)	-0,0051997 (0,003163)	<b>-0,0048082**</b> (0,0020397)	<b>-0,0179182***</b> (0,0060134)	<b>-0,0362876***</b> (0,0077997)
W_OPO	-0,000029 (0,000037)	-0,0000738 (0,0001568)	-0,0000447 (0,0000776)	<b>-0,0000905*</b> (0,0000531)	0,00000197 (0,0000967)	-0,0001922 (0,000144)
<i>Time Invariant</i>						
AI_NME	<b>-0,015844**</b> (0,006589)	-0,0102515 (0,0179907)	-0,0037135 (0,0092003)	-0,0085207 (0,007298)	-0,0245225 (0,0511023)	<b>-0,15328*</b> (0,0915386)
Bens Industriais	0,020151 (0,014978)	0,0008338 (0,0381045)	-0,0008544 (0,0184852)	0,0139907 (0,0168412)	0,0367942 (0,088793)	0,1683814 (0,216127)
Comunicações	-0,003796 (0,022212)	0,0053582 (0,0354298)	-0,0312524 (0,0274179)	-0,004136 (0,0234589)		
Consumo Cíclico	<b>0,025032*</b>		-0,0033191	0,015401	0,0361906	0,1624719

W_FD_B1Y	(45) Amostra	(46) NAC	(47) CRE	(48) MAT	(49) TUR	(50) DEC
Consumo Não Cíclico	(0,014535) 0,012732	-0,0113017	(0,0186402) -0,0085787	(0,0166264) 0,0134956	(0,0855498) 0,0428736	(0,2156278) 0,2085089
Materiais Básicos	(0,015766) 0,008555	(0,0379269) -0,0238169	(0,0199292) -0,0164477	(0,0170676) 0,0056028	(0,0901567) 0,0140422	(0,2238135) 0,2156306
Petróleo Gás e Biocombustíveis	(0,016087) 0,012824	(0,0428651) -0,0053693	(0,0206783) 0,0021478	(0,0174588) -0,0002812	(0,091546) 0,0273737	(0,2312035) 0,1705106
Tecnologia da Informação	(0,020054) 0,025307	(0,0575571) 0,0041823	(0,02375) 0,0167454	(0,021739) 0,0137336	(0,0953813)	(0,2720952)
Utilidade Pública	(0,024693) 0,006296	(0,0541474) -0,0086578	(0,0285007) -0,003152	(0,0258554) 0,0028274	0,0161052	0,1329816
Observações	(0,0152176)	(0,039012)	(0,0190555)	(0,016664)	(0,0870501)	(0,2401728)
Estimação Seleccionada	1.175	125	305	587	100	58

HT<sup>†</sup>

**Nota.** HT = Hausman-Taylor. \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. † Para fins de comparação, utilizou-se HT em todos os modelos analisados, embora os testes apontassem a estimação por efeito fixo como a mais adequada ao modelo.

Com relação às variáveis *default* da *Bloomberg* no próximo ano, a qual avalia a inadimplência das companhias no curto prazo “*W\_FD\_B1Y*”, em todas as etapas do ciclo de vida foi possível evidenciar pelo menos uma influência significativa no *financial distress* empresarial. Isso fortalece os achados de que as etapas do ciclo de vida influenciam a tomada de decisão a ponto de utilizarem mecanismos internos e externos de governança corporativa com diferentes intensidades durante a vida da empresa (Filatotchev & Toms; O'Connor & Byrne, 2015; Wright, 2006) e, assim, explicando de forma distinta o *financial distress* das companhias analisadas (Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Terreno *et al.*, 2017).

No nascimento e na maturidade, evidenciou-se que apenas a qualidade da auditoria (*QA\_BIG*) se mostrou significativa (1%) e negativa em relação ao *financial distress*, denotando que uma maior credibilidade das informações da companhia reportadas ao mercado (Archambault & Archambault, 2003; Coelho, 2016; Segal, 2017), no que diz respeito à continuidade das operações da companhia, se faz relevante para que tais companhias apresentem maior capacidade de crédito a curto prazo e, assim, menor possibilidade de *default* no próximo ano.

Nesse cenário, ressalta-se as etapas de crescimento e declínio como sendo as que apresentam maiores significâncias para o *default* de curto prazo nas etapas do ciclo em relação à média das variáveis estimadas por Hausman-Taylor. No crescimento, elucidou-se a importância do incentivo dos executivos, por meio de remuneração baseada em plano de participação nos lucros (*RE\_PAR*) como forma de mecanismos de governança gerado internamente em prol da melhor tomada de decisão para o desempenho da companhia (Jensen & Murphy, 1990) e, por consequência, para sua continuidade financeira saudável.

Mecanismos externos como *free float* ( $W\_PR\_FFL$ ) e qualidade de auditoria ( $QA\_BIG$ ) também se mostram negativos e significativamente relacionados ao *default* no próximo ano, reforçando a importância dos mecanismos externos no crescimento. Nessa etapa, a empresa apresenta compromissos financeiros para o desenvolvimento do negócio, por meio de acordos formais e informais com credores e investidores, os quais, se não cumpridos, podem gerar *financial distress* (Baldwin & Scott, 1983; Parkinson, 2018), o que denota a importância da credibilidade do negócio perante seus credores e investidores.

Já no que diz respeito ao declínio “ $RE\_PAR$ ” e “ $W\_PR\_FFL$ ”, embora significativos a 1%, apresentam sinal diferente do esperado. Isso pode ocorrer em virtude dessa etapa se assemelhar a uma sinalização de que a companhia entrará *financial distress* (Platt & Platt, 2002). Assim, a participação nos lucros poderia vir a causar o efeito contrário do que se propõe (incentivo), se tornando um meio gerenciamento, o qual aumenta o conflito de interesses entre partes relacionadas, bem como a possibilidade de inadimplência a curto prazo, para que os gestores recebam um maior valor desse incentivo.

Ademais, a etapa de turbulência apresenta resultado relacionado ao tamanho do conselho de administração das companhias da amostra negativo e significativo ao nível de 1% para com o *financial distress*, levando a inferir que a composição bem pensada do conselho proporciona com que haja um melhor planejamento para a tomada de decisão e, por isso, eventuais situações de inadimplência a curto prazo se mostram mitigadas, indo ao encontro dos pressupostos da literatura (Coelho, 2016; Lipton & Lorsch, 1992; Weisbach, 1988).

No que tange à análise da influência das etapas do ciclo de vida na relação entre os mecanismos internos e externos de governança e o *default* de longo prazo ( $W\_FD\_B5Y$ ), tem-se a Tabela 31.

Tabela 31  
**Influência das Etapas do Ciclo de Vida ( $W\_FD\_B5Y$ )**

$W\_FD\_B5Y$	(51) Amostra	(52) NAC	(53) CRE	(54) MAT	(55) TUR	(56) DEC
<i>Constant</i>	-0,013287	-0,058856	-0,026863	0,009205	-0,138605	-0,169538
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
$W\_AD\_TAM$	0,000139 (0,0002283)	0,000437 (0,0009487)	-0,000407 (0,0004352)	0,000347 (0,0003034)	-0,001228 (0,0010528)	-0,001356 (0,0016136)
$AD\_CEO$	0,001944 (0,0012815)	0,006891 (0,0042599)	0,002743 (0,0024158)	-0,000925 (0,0017019)	0,00213 (0,0067346)	-0,007529 (0,007814)
$W\_EP\_PON$	<b>0,000112**</b> (0,0000516)	0,000044 (0,0001793)	-0,000053 (0,000105)	0,00006 (0,0000692)	0,000401 (0,000511)	<b>0,002060**</b> (0,0009992)
$W\_EP\_CON$	0,000046 (0,0000405)	-0,000114 (0,0001735)	-0,000039 (0,0000714)	0,000052 (0,0000556)	0,000262 (0,0002059)	-0,000385 (0,0002732)
$RE\_PAR$	0,000025 (0,0014508)	-0,003154 (0,0064586)	<b>-0,005196*</b> (0,0029007)	-0,000267 (0,0017454)	-0,000474 (0,006148)	<b>0,040260***</b> (0,0065826)
$W\_PR\_FFL$	-0,00001 (0,000027)	-0,000151 (0,0001199)	<b>-0,000127**</b> (0,0000638)	-0,000009 (0,0000334)	0,000193 (0,0001472)	0,000117 (0,0002965)
$QA\_BIG$	<b>-0,006678***</b>	<b>-0,013688**</b>	-0,003683	<b>-0,007580***</b>	0,006079	<b>-0,014389***</b>

W_FD_B5Y	(51) Amostra	(52) NAC	(53) CRE	(54) MAT	(55) TUR	(56) DEC
<i>Time Variant (Endógenas)</i>	(0,0015096)	(0,0053824)	(0,0037434)	(0,0019626)	(0,0045797)	(0,0045219)
W_TAM	<b>0,002479**</b> (0,0010984)	0,007145 (0,0046263)	<b>0,005406**</b> (0,0023318)	0,001084 (0,0016609)	0,006468 (0,0041775)	0,00485 (0,0089904)
W_ROA	<b>-0,000792***</b> (0,0000949)	<b>-0,002165***</b> (0,0005136)	<b>-0,000936***</b> (0,0002465)	<b>-0,000702***</b> (0,0001244)	<b>-0,000746**</b> (0,000334)	<b>-0,001025**</b> (0,0004044)
W_RET	<b>-0,004872***</b> (0,0010985)	-0,004518 (0,004487)	<b>-0,005517**</b> (0,0023742)	<b>-0,003215**</b> (0,0014053)	-0,002597 (0,0033597)	<b>-0,017210***</b> (0,0051005)
W_OPO	-0,000008 (0,0000259)	0,000074 (0,0001031)	-0,000012 (0,0000578)	-0,000055 (0,0000366)	0,000076 (0,000054)	-0,000147 (0,000094)
<i>Time Invariant</i>						
AI_NME	<b>-0,006808**</b> (0,0031659)	-0,008207 (0,0106508)	-0,002806 (0,0050796)	-0,005081 (0,0040859)	-0,01685 (0,0272668)	<b>-0,122672*</b> (0,0692895)
Bens Industriais	-0,000287 (0,0062209)	0,010685 (0,0222871)	-0,009823 (0,0094597)	-0,004086 (0,0088299)	0,019939 (0,047052)	0,048708 (0,1651186)
Comunicações	-0,002143 (0,0095041)		-0,020077 (0,014817)	-0,006092 (0,0122389)		
Consumo Cíclico	0,004226 (0,0060167)	0,006975 (0,0207086)	-0,006782 (0,0096329)	-0,002106 (0,0087154)	0,027519 (0,0453458)	0,069503 (0,1649281)
Consumo Não Cíclico	-0,002436 (0,0065601)	-0,009274 (0,0220864)	-0,01193 (0,0105011)	-0,003003 (0,0088442)	0,020834 (0,0477501)	0,058255 (0,1709705)
Materiais Básicos	0,001652 (0,0066677)	-0,00731 (0,0251792)	-0,013352 (0,0109891)	-0,001021 (0,0090866)	0,02008 (0,0484473)	0,070514 (0,1761502)
Petróleo Gás e Biocombustíveis	0,006448 (0,0084425)	0,000251 (0,0338082)	-0,005882 (0,0123887)	0,000326 (0,0112759)	0,027566 (0,0504019)	0,057123 (0,2091324)
Tecnologia da Informação	0,003607 (0,0103706)	-0,003143 (0,0314807)	0,00033 (0,014883)	-0,002547 (0,0133622)		
Utilidade Pública	0,001501 (0,0063637)	-0,001518 (0,022735)	-0,006665 (0,0100514)	-0,001842 (0,0086409)	0,0148 (0,0460144)	0,065083 (0,1844697)
Observações	1175	125	305	587	100	58
Estimação Seleccionada	HT					

**Nota.** HT = Hausman-Taylor. \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 31 possibilita verificar que, na análise do *default* de longo prazo (*W\_FD\_B5Y*), as etapas de nascimento, maturidade e turbulência, não apresentam influência significativa dos mecanismos internos de governança corporativa para com o *financial distress*, não se mostrando significativamente distintas para essas etapas, diferentemente do esperado. No que se refere aos mecanismos externos de governança corporativa, de modo geral, apresentaram resultados significativamente distintos, demonstrando a relevância da análise de ciclo de vida em virtude das idiosincrasias atreladas a cada processo decisório (Dickinson, 2011; Drake, 2012; Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015; Owen & Yawson, 2010).

Indo ao encontro dos resultados auferidos na análise do *default* de curto prazo, a Tabela 31 apresenta as etapas de crescimento e declínio como sendo as que apresentam maiores significâncias para os mecanismos internos, por meio do plano de participação nos lucros (*RE\_PAR*), significativa a 10% no crescimento e 1% no declínio, assim como esperado (Coelho, 2016; Jensen & Murphy, 1990).

No tocante aos mecanismos externos, os mesmos se mostram mais significantes para a qualidade de auditoria externa a que as empresas são submetidas, quando analisadas as etapas de nascimento, maturidade e declínio, dado que quando melhor a qualidade de auditoria, maior é a credibilidade atribuída as informações divulgadas sobre a companhia ao mercado (Archambault & Archambault, 2003; Coelho, 2016; Segal, 2017) e, com isso, menor é sua possibilidade de *financial distress* a longo prazo.

Cabe ressaltar, ainda, que o retorno sobre o ativo também apresenta relevância na análise da possibilidade de *financial distress* por inadimplência a longo prazo, nos próximos 5 anos, demonstrando a importância análise da utilização dos ativos da companhia para a geração do lucro na eficiência do processo decisório (Coelho, 2016) e, por consequência, na saúde financeira da companhia a longo prazo.

Objetivando uma maior robustez da análise para com o *default* financeiro a longo prazo (*W\_FD\_B5Y*), utilizou-se de regressão quantílica para as observações das companhias pertencentes à amostra. Sendo assim, a Tabela 32 apresenta os resultados da regressão segmentando a variável dependente em *quantis*.

Tabela 32  
Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (*W FD A68*)

W_FD_A68	(57)	(58)	(59)	(60)	(61)	(62)	(63)	(64)	(65)	(66)	(67)
	HT	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95
		NASC		CRE		MAT		TUR		DEC	
<i>Constante</i>	2,050329***	1,124181***	2,265168***	0,766370***	1,100629***	0,498793***	2,300258***	0,153219***	2,639983***	-0,619833	0,326019
<i>Time Variant (Exógenas)</i>											
W_AD_TAM	0,001074 (0,0020282)	-0,000863 (0,0024535)	<b>0,011953***</b> (0,0019564)	<b>0,006988*</b> (0,0041486)	<b>-0,011169*</b> (0,0066832)	0,004207 (0,0029225)	-0,00134 (0,0072477)	<b>0,013298***</b> (0,0002271)	<b>0,017102***</b> (0,0009757)	0,002009 (0,0483406)	-0,013563 (0,0343623)
AD_CEO	<b>-0,019119*</b> (0,011467)	<b>-0,115477***</b> (0,013039)	0,015642 (0,0103969)	<b>-0,050777*</b> (0,028778)	-0,011161 (0,0463598)	<b>-0,041057**</b> (0,0183196)	0,04124 (0,045432)	<b>-0,037607***</b> (0,0010898)	<b>0,139164***</b> (0,0046824)	-0,006351 (0,1977364)	<b>-0,370139**</b> (0,1595849)
W_EP_PON	0,000668 (0,0005695)	<b>-0,002576***</b> (0,0004205)	<b>-0,004070***</b> (0,0003353)	<b>-0,001904***</b> (0,0007205)	0,001858 (0,0011607)	<b>0,001808***</b> (0,0005071)	-0,000101 (0,0012577)	<b>0,004672***</b> (0,000048)	<b>-0,005345***</b> (0,000206)	<b>0,008399*</b> (0,0061472)	-0,002226 (0,0059638)
W_EP_CON	0,000212 (0,0004036)	<b>0,001034***</b> (0,0003488)	<b>-0,000484*</b> (0,0002781)	-0,000309 (0,0006467)	<b>0,004252***</b> (0,0010417)	<b>0,001500***</b> (0,0004506)	0,000644 (0,0011176)	<b>0,001067***</b> (0,0000283)	<b>0,000345***</b> (0,0001214)	0,0019 (0,0053083)	0,002348 (0,0034608)
RE_PAR	-0,003113 (0,0144309)	<b>-0,070689***</b> (0,012379)	<b>0,047662***</b> (0,0098707)	<b>0,102999***</b> (0,0244056)	-0,001534 (0,0393162)	<b>0,059465***</b> (0,0159722)	-0,054745 (0,0396106)	<b>0,096067***</b> (0,0009183)	<b>-0,085818***</b> (0,0039457)	-0,031803 (0,1885524)	0,017717 (0,0998915)
W_PR_FFL	-0,000323 (0,0002509)	-0,000505 (0,0003054)	<b>-0,003792***</b> (0,0002435)	<b>0,002472***</b> (0,0005419)	<b>0,003959***</b> (0,000873)	<b>0,001176***</b> (0,0003433)	-0,000943 (0,0008514)	<b>0,000823***</b> (0,0000197)	<b>0,000366***</b> (0,0000848)	0,00157 (0,0024486)	0,001249 (0,0036005)
QA_BIG	0,001877 (0,0133316)	<b>-0,057123***</b> (0,0154795)	<b>0,200067***</b> (0,012343)	-0,050314 (0,0369446)	0,04182 (0,0595158)	0,001879 (0,0219754)	0,014279 (0,0544983)	<b>0,143595***</b> (0,0013214)	<b>-0,161345***</b> (0,0056774)	0,014132 (0,1272095)	0,033266 (0,1982856)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>											
W_TAM	<b>-0,085345***</b> (0,0107815)	<b>-0,021128***</b> (0,0061583)	<b>-0,031444***</b> (0,0049105)	<b>-0,025324**</b> (0,0124821)	-0,022712 (0,0201081)	<b>-0,035076***</b> (0,0079234)	<b>-0,061245***</b> (0,0196498)	<b>-0,016252***</b> (0,0004771)	<b>-0,116219***</b> (0,0020498)	0,016202 (0,1100346)	0,009295 (0,1022281)
W_ROA	<b>0,007175***</b> (0,0007949)	<b>0,003512***</b> (0,0012429)	<b>0,022510***</b> (0,0009911)	<b>0,007008**</b> (0,0028703)	<b>0,014220***</b> (0,0046239)	<b>0,011970***</b> (0,0014584)	0,003772 (0,0036168)	<b>-0,000460***</b> (0,0000867)	<b>0,013896***</b> (0,0003727)	0,000845 (0,0159059)	0,009691 (0,0111263)
W_RET	0,00447 (0,0090752)	<b>0,029429*</b> (0,0161137)	<b>-0,077466***</b> (0,0128486)	-0,001146 (0,0351898)	-0,045579 (0,056689)	<b>0,042909*</b> (0,0219755)	-0,051876 (0,0544985)	<b>-0,054659***</b> (0,0013303)	<b>-0,078175***</b> (0,0057157)	0,034792 (0,1483074)	0,189099 (0,2306621)
W_OPO	<b>0,001263***</b> (0,0002128)	<b>0,001942***</b> (0,000377)	<b>-0,001935***</b> (0,0003006)	-0,000504 (0,000839)	-0,00007 (0,0013517)	0,000387 (0,0005713)	0,000133 (0,0014167)	<b>0,002289***</b> (0,0000246)	<b>0,000207*</b> (0,0001057)	0,000147 (0,0041781)	0,000434 (0,0022269)
<i>Time Invariant</i>											
AI_NME	-0,064963 (0,0565232)	<b>0,084900***</b> (0,0219307)	<b>-0,127016***</b> (0,017487)	<b>-0,110235***</b> (0,039237)	0,035935 (0,0632087)	<b>-0,091437***</b> (0,0268517)	-0,035158 (0,0665913)	<b>-0,468590***</b> (0,0025947)	0,009224 (0,0111486)	-0,403825 (0,3754861)	0,275676 (0,3514354)
Observações	1175	125	125	305	305	587	587	100	100	58	58
Pseud. R <sup>2</sup>		0,3036	0,2869	0,1785	0,279	0,1451	0,1576	0,1538	0,4982	0,247	0,7251

Nota. HT = Hausman-Taylor. \*\*\*, \*\*, \* é significante ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os setores foram controlados.

Partindo-se dos resultados auferidos na regressão quantílica para a *proxy* “*W\_FD\_A68*” (Tabela 32), é possível evidenciar que os mecanismos internos e externos de governança corporativa se mostram significativamente distintos ao longo da vida da empresa, assim como preconizado por Filatotchev *et al.* (2006) e O'Connor e Byrne (2015). Aliás, diferentemente do elucidado pela regressão à média, as etapas do ciclo de vida apresentam resultados significativos em relação aos mecanismos objeto de estudo para todas as etapas do ciclo de vida quando, no que tange aos extremos (0,05 e 0,95) de *financial distress* de cada um dos modelos estimados.

Quando analisadas as companhias no nascimento, pode-se evidenciar que quase todos os mecanismos internos selecionados, com exceção ao tamanho do conselho de administração (*W\_FD\_TAM*), expuseram resultados significativos ao nível de 1% para as firmas que apresentam maior probabilidade de *financial distress* (quantil 0,05). Assim, denota-se que os mecanismos internos de governança corporativa podem ser vistos como relevantes na introdução da empresa, auxiliando no seu processo decisório a fim mitigar a possibilidade de entrar em situações de *financial distress*. Tal resultado vai de encontro das concepções de Miller e Friesen (1984), as quais pressupõem que em companhias em nascimento tendem a demonstrar características mais impulsivas e intuitivas, o que faz com que os mecanismos de governança corporativos não sejam vistos como fatores essenciais para a saúde financeira do negócio.

Com relação aos mecanismos externos de governança, evidenciou-se a qualidade de auditoria (*QA\_BIG*) como uma importante variável para explicar o *financial distress* das companhias da amostra que estão em nascimento (1%), indicando, no entanto, sinal divergente do esperado. Isso pode ocorrer exatamente pelo fato dessas empresas buscarem auditoria de qualidade de forma a otimizar não apenas seus controles internos, mas também a sua credibilidade perante ao mercado (Archambault & Archambault, 2003; Coelho, 2016; Segal, 2017). Além de tudo, as companhias estarem classificadas no Novo Mercado também se revela como uma informação significativamente (1%) relacionada à análise do sofrimento financeiro.

No tocante às empresas em crescimento, nota-se que os mecanismos internos mais significantes na análise das companhias com maior probabilidade de *financial distress* são o percentual de ações com direito a voto (*W\_EP\_PON*) e os incentivos monetários relacionados à participação dos lucros da companhia por parte dos seus executivos (*RE\_PAR*). Nesse contexto, empresas com altos percentuais de ações ordinárias tendem a demonstrar uma maior propensão a apresentar conflitos de interesses entre principal e agente, em termos de

majoritários e minoritários, tendo em vista à possível expropriação dos acionistas minoritários (Silveira & Barros, 2008).

Não obstante, quando analisados os mecanismos externos de governança corporativa, verificou-se que o percentual de ações totais em circulação (*free float*) se mostra positiva e significativamente relacionado ao “*W\_FD\_A68*”, ao passo que quanto maior “*W\_PR\_FFL*” das firmas em crescimento, maior é a garantia aos acionistas minoritários de que um número mínimo de ações com direito a voto seja distribuído ao mercado e não concentrado em posse dos majoritários (Coelho, 2016; Wang & Xu, 2004). Nesse sentido, o negócio tende a ser melhor visto pelos participantes do mercado, crescendo ainda mais e prospectando mais investidores, melhorando, assim, sua saúde financeira.

As empresas maduras, assim como as constantes na etapa de nascimento, demonstram relação significativa (1%) para todos os mecanismos internos de governança corporativa, com exceção do número de componentes no conselho de administração. Todavia, sinais distintos podem ser elucidados para “*W\_EP\_PON*” e “*RE\_PAR*”, estando negativamente relacionados a “*W\_FD\_A68*” e, por consequência a medida que as companhias apresentam maior percentual de ações ordinárias e participação nos lucros nesse estágio, menor a possibilidade de vir a sofrer *financial distress*. Esse resultado está aliado com o fato de que empresas em maturidade tendem a apresentar controles financeiros mais eficazes (Black, 1998; Miller & Friesen, 1984), bem como maior governança corporativa (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015) e, com isso, uma menor propensão ao *financial distress* (Terreno *et al.*, 2017).

Na turbulência, é possível notar que todos os mecanismos, internos e externos de governança corporativa se mostraram significativos, tanto quando analisado os *quantis* mais altos (0,95), quanto os mais baixos da variável dependente. Já declínio empresarial, assim como esperado, as práticas de governança corporativa se mostram menos significativas em relação ao *financial distress*, dado que nessa etapa as decisões das companhias passam a ser muito conservadoras, em virtude dos recursos escassos (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984, fazendo com que o sistema de governança não se mostre suficiente para impedir o oportunismo gerencial nessa etapa (Filatotchev & Toms, 2003), levando a empresa ao *financial distress*.

A fim a analisar a influência das etapas do ciclo de vida, quando da análise do modelo de *Z-score* com estimação adaptada para a realidade brasileira (*W\_FD\_ABR*), considerando não apenas a regressão à média, mas também os extremos relacionados a cada etapa, tem-se a Tabela 32.

Tabela 33  
Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (*W FD ABR*)

W_FD_ABR	(68)	(69)	(70)	(71)	(72)	(73)	(74)	(75)	(76)	(77)	(78)
	HT	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95
	NASC		CRE		MAT		TUR		DEC		
<i>Constante</i>	0,287231***	0,127510***	0,140796***	0,086708***	0,149500*	0,069509**	0,272035***	0,259224***	0,396696***	0,431966	0,163533
<i>Time Variant (Exógenas)</i>											
W_AD_TAM	0,000331 (0,0004788)	<b>0,002423***</b> (0,0002186)	0,0005200 (0,0005591)	-0,000414 (0,0006252)	-0,001469 (0,0017126)	0,000008 (0,0007857)	0,000502 (0,0016007)	<b>0,001062***</b> (0,0002698)	0,001095 (0,0026467)	<b>0,016036**</b> (0,0075701)	-0,002822 (0,0083656)
AD_CEO	0,002184 (0,0027008)	<b>-0,015041***</b> (0,0011617)	<b>-0,019224***</b> (0,002971)	<b>-0,011034**</b> (0,0043366)	0,001984 (0,0118801)	-0,001371 (0,0049252)	0,004034 (0,0100341)	<b>0,003776***</b> (0,0012949)	<b>0,023557*</b> (0,0127019)	0,043386 (0,0441009)	-0,007806 (0,0375405)
W_EP_PON	<b>0,000420***</b> (0,0001238)	0,000047 (0,0000375)	<b>0,000980***</b> (0,0000958)	<b>0,000249**</b> (0,0001086)	<b>0,000921***</b> (0,0002974)	0,000031 (0,0001363)	0,000402 (0,0002778)	<b>-0,000211***</b> (0,000057)	-0,000543 (0,0005589)	-0,000378 (0,0010334)	0,000557 (0,0013048)
W_EP_CON	<b>0,000215**</b> (0,0000914)	<b>-0,000283***</b> (0,0000311)	<b>0,000186**</b> (0,0000795)	0,000015 (0,0000974)	<b>0,000530**</b> (0,000267)	-0,000197 (0,0001212)	0,000255 (0,0002468)	<b>-0,000377***</b> (0,0000336)	<b>0,001113***</b> (0,0003293)	-0,000463 (0,0009394)	0,001300 (0,0008787)
RE_PAR	-0,000149 (0,0032611)	<b>-0,005323***</b> (0,0011029)	<b>0,008677***</b> (0,0028206)	-0,004023 (0,0036777)	-0,007279 (0,0100751)	-0,002984 (0,0042941)	-0,006556 (0,0087484)	<b>-0,005640***</b> (0,0010912)	-0,008111 (0,0107035)	0,025714 (0,0385926)	0,016981 (0,0521492)
W_PR_FFL	0,000002 (0,0000585)	<b>-0,000208***</b> (0,0000272)	<b>0,001069***</b> (0,0000696)	0,000063 (0,0000817)	<b>0,000629***</b> (0,0002237)	0,000143 (0,0000923)	-0,000009 (0,000188)	0,000017 (0,0000235)	0,000343 (0,0002301)	0,000344 (0,0007784)	0,000464 (0,0005428)
QA_BIG	<b>-0,008351***</b> (0,0031514)	-0,00149 (0,0013791)	<b>-0,017346***</b> (0,0035271)	0,005245 (0,0055673)	-0,003927 (0,0152514)	-0,003453 (0,0059081)	<b>-0,026464**</b> (0,0120365)	0,001892 (0,0015701)	<b>-0,056011***</b> (0,0154011)	-0,04757 (0,0381237)	0,001772 (0,0357783)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>											
W_TAM	<b>-0,007244***</b> (0,0024607)	<b>0,002157***</b> (0,0019539)	-0,00052 (0,0049971)	<b>0,004294**</b> (0,0059127)	0,000481 (0,0161977)	<b>0,006314***</b> (0,0072191)	-0,001684 (0,0147074)	<b>-0,003457***</b> (0,0030831)	<b>-0,010818*</b> (0,0302428)	-0,031274 (0,0611304)	-0,004555 (0,0709852)
W_ROA	<b>-0,005025***</b> (0,0001917)	<b>-0,002700***</b> (0,0005487)	<b>-0,006988***</b> (0,0014032)	<b>-0,003869***</b> (0,001881)	<b>-0,005036***</b> (0,0051528)	<b>-0,002060***</b> (0,0021302)	<b>-0,004428***</b> (0,0043399)	<b>-0,003017***</b> (0,0005669)	<b>-0,005177***</b> (0,0055605)	-0,004064 (0,0249799)	<b>-0,008108***</b> (0,0197851)
W_RET	0,0010390 (0,0021943)	<b>0,016608***</b> (0,0001107)	<b>-0,006234*</b> (0,0002832)	-0,000742 (0,0004325)	<b>-0,031996**</b> (0,0011849)	0,0002990 (0,0003921)	0,000248 (0,0007988)	0,001645 (0,0001031)	<b>-0,034840**</b> (0,001011)	<b>0,112637***</b> (0,0026155)	<b>0,077546**</b> (0,0025345)
W_OPO	<b>-0,000200***</b> (0,0000514)	<b>-0,000428***</b> (0,0014356)	<b>-0,000254***</b> (0,0036716)	<b>0,000214*</b> (0,0053028)	-0,000196 (0,014527)	-0,0000760 (0,0059081)	0,000048 (0,0120365)	<b>-0,000227***</b> (0,0015807)	<b>-0,001459***</b> (0,0155051)	0,000261 (0,0402552)	-0,0012700 (0,0377644)
<i>Time Invariant</i>											
AI_NME	<b>-0,019163**</b> (0,0088343)	<b>-0,008830***</b> (0,0000336)	<b>-0,031788***</b> (0,0000859)	<b>-0,019778***</b> (0,0001264)	<b>-0,027597*</b> (0,0003464)	<b>-0,012685*</b> (0,0001536)	<b>-0,033142**</b> (0,0003129)	<b>-0,008348***</b> (0,0000292)	<b>0,113666***</b> (0,0002869)	-0,036038 (0,0008241)	-0,006079 (0,00079)
Observações	1175	125	125	305	305	587	587	100	100	58	58
Pseud. R <sup>2</sup>		0,4275	0,5063	0,2619	0,4067	0,2100	0,2909	0,3878	0,3547	0,5498	0,453

**Nota.** HT = Hausman-Taylor, \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os setores foram controlados.

Com base nas informações advindas das regressões quantílicas para cada etapa do ciclo de vida em que as companhias se encontram, quando abordado o *financial distress* por meio do *Z-score* de Martins e Ventura (2020) (Tabela 33), assim como para o caso da *proxy* “*W\_FD\_A68*”, pode-se notar que os mecanismos internos e externos de governança corporativa, de modo geral, se mostram significativamente diferente do esperado, corroborando com os resultados de Filatotchev *et al.* (2006) e O'Connor e Byrne (2015).

Na análise das companhias na etapa de nascimento, assim como evidenciado para o *Z-score* clássico, a maioria dos mecanismos internos selecionados se mostrou significativa ao nível de 1% para com o *financial distress*, indo de encontro com os pressupostos de Miller e Friesen (1984). Para os mecanismos externos de governança, nota-se que a maior quantidade de ações em circulação (*free float*) e a classificação no Novo Mercado são os mecanismos mais significantes, positiva e negativamente, respectivamente, na etapa para com o *financial distress* denotado pelo *Z-score* adaptado para a realidade brasileira. Esse resultado demonstra que, no Brasil, a emissão de títulos passa a ser menos atrativa aos investidores em virtude da alta concentração acionária, aumentando os conflitos entre os acionistas majoritários e minoritários (Mendonça, Martins & Terra, 2019; Young *et al.*, 2008).

No crescimento, as empresas analisadas apresentam percentual de ações com direito a voto (*W\_EP\_PON*), assim como concentração de controle (*W\_EP\_CON*), e a empresa estar classificada como Novo Mercado como variáveis significativamente relacionadas a maior possibilidade de *financial distress* (0,95), ao nível de 5%, 5% e 1%, respectivamente. Com relação à concentração, acredita-se que países com maior concentração acionária de sua estrutura de propriedade, mais baixa é a proteção aos acionistas minoritários (Mendonça, *et al.*, 2019; Young *et al.*, 2008), podendo apresentar maior propensão ao *financial distress*.

No tocante a etapa de maturidade, apenas os mecanismos externos apresentam significância em relação ao *financial distress*, relacionados a uma menor assimetria informacional (*AI\_NME*) e qualidade da auditoria para maior credibilidade no mercado (*QA\_BIG*), assim como esperado. Já a etapa de turbulência, evidencia que as maiores significâncias em relação sofrimento financeiro são demonstradas por “*AD\_CEO*”, assim como por “*W\_EP\_CON*”. Ademais, os mecanismos de governança corporativa não se mostraram significantes em relação ao *financial distress* quando analisadas as companhias em declínio empresarial em altos *quantis* (0,95), corroborando os preceitos da literatura (Filatotchev & Toms, 2003; Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984).

Analisou-se, ainda, a influência das etapas do ciclo para o caso em que o *financial distress* é representado pela inadimplência de curto prazo, como ilustrado na Tabela 34.

Tabela 34  
**Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (*W FD BIY*)**

W_FD_BIY	(57)	(58)	(59)	(60)	(61)	(62)	(63)	(64)	(65)	(66)	(67)
	HT	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95	0,05	0,95
		NASC		CRE		MAT		TUR		DEC	
<i>Constante</i>	0,001032	0,026853	0,147402***	0,017073***	0,316751***	0,014208***	0,261939***	0,048115***	0,093129***	-0,052514	0,169192
<i>Time Variant (Exógenas)</i>											
W_AD_TAM	0,00008 (0,000348)	0,000009 (0,000432)	0,000478 (0,000512)	-0,000123 (0,000089)	-0,000528 (0,001161)	0,000025 (0,000043)	0,001309 (0,001372)	0,000397 (0,000265)	<b>-0,002246***</b> (0,000291)	0,002435 (0,004310)	0,003244 (0,004884)
AD_CEO	<b>0,003417*</b> (0,001966)	0,003121 (0,002294)	<b>-0,016246***</b> (0,002722)	0,000063 (0,000620)	-0,005723 (0,008050)	0,000333 (0,000272)	0,010495 (0,008603)	<b>0,008208***</b> (0,001273)	<b>-0,003120**</b> (0,001396)	0,015331 (0,018967)	0,006221 (0,017261)
W_EP_PON	<b>0,000231**</b> (0,000091)	<b>-0,000191**</b> (0,000074)	<b>0,000499***</b> (0,000088)	<b>0,000057***</b> (0,000016)	0,000084 (0,000202)	<b>0,000035***</b> (0,000008)	0,000353 (0,000238)	-0,00003 (0,000056)	<b>0,000278***</b> (0,000061)	-0,000403 (0,000653)	<b>-0,001163*</b> (0,000601)
W_EP_CON	0,000041 (0,000067)	<b>0,000408***</b> (0,000061)	<b>-0,000282***</b> (0,000073)	0,000014 (0,000014)	<b>0,000303*</b> (0,000181)	-0,000009 (0,000007)	0,000304 (0,000212)	<b>-0,000083**</b> (0,000033)	0,000005 (0,000036)	0,000339 (0,000789)	-0,000393 (0,000569)
RE_PAR	-0,003562 (0,002383)	-0,001612 (0,002178)	<b>-0,016749***</b> (0,002584)	-0,000672 (0,000526)	0,00132 (0,006827)	<b>-0,000943***</b> (0,000237)	0,007735 (0,007500)	-0,001348 (0,001073)	<b>0,005400***</b> (0,001177)	0,00177 (0,029483)	0,018381 (0,018032)
W_PR_FFL	-0,00004 (0,000043)	<b>0,000181***</b> (0,000054)	-0,000003 (0,000064)	0,000015 (0,000012)	0,000143 (0,000152)	0,000004 (0,000005)	0,000145 (0,000161)	<b>0,000205***</b> (0,000023)	<b>0,000231***</b> (0,000025)	0,000679 (0,000464)	-0,000069 (0,000470)
AU_BIG	<b>-0,009877***</b> (0,002293)	<b>-0,011001***</b> (0,002724)	<b>-0,026014***</b> (0,003232)	<b>-0,003004***</b> (0,000796)	<b>-0,046601***</b> (0,010334)	-0,000093 (0,000326)	<b>-0,018019*</b> (0,010319)	<b>-0,015167***</b> (0,001544)	<b>-0,034949***</b> (0,001693)	-0,021054 (0,026826)	0,000611 (0,030032)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>											
W_TAM	0,001451 (0,001796)	-0,001154 (0,001084)	-0,000707 (0,001286)	<b>-0,001217***</b> (0,000269)	<b>-0,012157***</b> (0,003492)	<b>-0,001003***</b> (0,000118)	<b>-0,015635***</b> (0,003721)	<b>-0,002081***</b> (0,000557)	-0,000277 (0,000611)	-0,00223 (0,014115)	-0,00245 (0,013133)
W_ROA	<b>-0,001006***</b> (0,000139)	<b>0,000457**</b> (0,000219)	<b>-0,002227***</b> (0,000260)	<b>-0,000276***</b> (0,000062)	<b>-0,003160***</b> (0,000803)	<b>-0,000206***</b> (0,000022)	<b>-0,003131***</b> (0,000685)	<b>-0,001267***</b> (0,000101)	<b>-0,002787***</b> (0,000111)	0,00186 (0,001433)	-0,001663 (0,002047)
W_RET	<b>-0,008496***</b> (0,001593)	<b>-0,009752***</b> (0,002835)	<b>-0,036440***</b> (0,003364)	-0,000383 (0,000758)	<b>-0,030741***</b> (0,009844)	-0,00011 (0,000326)	-0,014132 (0,010319)	<b>-0,006059***</b> (0,001554)	<b>-0,038228***</b> (0,001704)	0,026672 (0,030033)	-0,013125 (0,017243)
W_OPO	-0,000029 (0,000037)	-0,000047 (0,000066)	<b>-0,000966***</b> (0,000079)	0,000029 (0,000018)	<b>-0,000656***</b> (0,000235)	-0,000004 (0,000008)	0,000065 (0,000268)	<b>-0,000142***</b> (0,000029)	<b>0,000261***</b> (0,000032)	-0,000546 (0,000442)	0,000084 (0,000373)
<i>Time Invariant</i>											
AI_NDI	<b>-0,015844**</b> (0,006589)	<b>0,023043***</b> (0,003859)	<b>-0,013507***</b> (0,004579)	<b>-0,002860***</b> (0,000845)	<b>0,007931</b> (0,010976)	<b>-0,000868**</b> (0,000398)	-0,020352 (0,012609)	-0,002757 (0,003031)	-0,001902 (0,003324)	0,03356 (0,021217)	0,006946 (0,034920)
Observações	1175	125	125	305	305	587	587	100	100	58	58
Pseudo R <sup>2</sup>		0,0838	0,194	0,0558	0,3706	0,0117	0,2747	0,2452	0,4732	0,5377	0,2695

**Nota.** HT = Hausman-Taylor, \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os setores foram controlados.

Com a Tabela 34, é reforçada a ideia de que os mecanismos internos e externos de governança corporativa denotam características relacionadas a sua significância distinta ao longo da vida da empresa para com a possibilidade de *financial distress* empresarial. Essa evidência se mostra mais significativa quando avaliadas os *quantis* extremos das etapas de nascimento e turbulência, diferentemente dos achados na regressão à média (HT), demonstrando que, nessas etapas, a governança corporativa se mostra relevante para casos de alta probabilidade de inadimplência a curto prazo (0,95) e baixa probabilidade (0,05).

Uma possível explicação para tais resultados está pautada no fato de que as firmas nessas etapas são mais propensas ao endividamento (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972), tendo em vista que no nascimento as organizações tendem a ser mais dependentes no capital de terceiros, visando seu desenvolvimento e continuidade, o que aumenta a expectativa em seu retorno e aumenta o risco de negócio (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972). Ainda, na turbulência, as empresas tendem a pecar pelo excesso de rigidez e formalidades para a preservação e continuidade do negócio (Greiner, 1998), ao ponto de tomar decisões extremamente conservadoras quando a potenciais dispêndios (Miller & Friesen, 1984), fazendo com que a utilização dos mecanismos de governança se mostrem mais necessários, porém se tornando menos eficazes frente ao *financial distress*.

No declínio, assim como esperado, os mecanismos de governança corporativa passam a ser menos relevantes frente ao *financial distress* empresarial, tendo em vista que o sistema de governança passa a ser insuficiente para impedir eventual situação relacionada a oportunismo gerencial (Filatotchev & Toms, 2003) causado em virtude de conflitos de interesses entre as partes relacionadas do negócio. Nessa etapa, as decisões apresentam elevado grau de conservadorismo para com seus dispêndios financeiros, tendo em vista que suas entradas líquidas passam a ser nulas (Gort & Klepper, 1982; Miller & Friesen, 1984), ocasionando, inclusive, problemas de inadimplência. Ademais, autores como Platt e Platt (2002) corroboram para esse pensamento, acreditando que o declínio empresarial tende a vir seguido de *financial distress*.

Quando examinadas as empresas constantes nas etapas de crescimento e maturidade, assim como esperado, as maiores significâncias relacionadas aos mecanismos de governança são evidenciadas para as companhias com menor possibilidade de inadimplência (quantil 0,05). Isso pode ocorrer em virtude de que companhias mais maduras tendem apresentar melhor governança corporativa (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015) e, por isso menor possibilidade de *financial distress* (Terreno *et al.*, 2017).

Por fim, analisa-se essa influência sob o enfoque do *default* em 5 anos (Tabela 35).

Tabela 35  
**Influência das Etapas do Ciclo de Vida em Quantis Extremos (*W FD B5Y*)**

<i>W_FD_B5Y</i>	(90) HT	(91) 0,05	(92) 0,95	(93) 0,05	(94) 0,95	(95) 0,05	(96) 0,95	(97) 0,05	(98) 0,95	(99) 0,05	(100) 0,95
	NASC		CRE		MAT		TUR		DEC		
<i>Constante</i>	-0,013852	-0,058661***	-0,095574***	-0,025991***	0,016456	-0,008137***	0,016348	-0,029026***	-0,065747***	-0,01241	0,025617
<i>Time Variant (Exógenas)</i>											
W_AD_TAM	0,000135 (0,0002303)	-0,000151 (0,0001459)	<b>-0,001976***</b> (0,0001567)	-0,000082 (0,0000597)	<b>-0,000973*</b> (0,0005275)	<b>-0,000076*</b> (0,0000443)	0,000038 (0,000792)	<b>0,000219***</b> (0,0000142)	<b>-0,001080***</b> (0,0001977)	0,002326 (0,0038208)	0,000456 (0,0024963)
AD_CEO	0,002060 (0,0012842)	0,000358 (0,0007754)	<b>-0,003380***</b> (0,0008327)	-0,000218 (0,0004139)	<b>0,006073*</b> (0,0036588)	-0,000179 (0,0002774)	0,000810 (0,0049646)	<b>-0,005162***</b> (0,0000679)	<b>-0,012176***</b> (0,0009488)	0,003334 (0,016613)	0,002577 (0,0098047)
W_EP_PON	<b>0,000115**</b> (0,0000521)	<b>0,000046*</b> (0,000025)	<b>0,000066**</b> (0,0000269)	<b>0,000045***</b> (0,0000104)	<b>0,000160*</b> (0,0000916)	0,000011 (0,00000768)	0,000217 (0,0001374)	<b>-0,000019***</b> (0,00000299)	<b>0,001137***</b> (0,0000417)	-0,00021 (0,0007383)	-0,000753 (0,0005015)
W_EP_CON	0,000047 (0,0000407)	<b>0,000060***</b> (0,0000207)	<b>0,000100***</b> (0,0000223)	-0,000011 (0,0000093)	<b>0,000164**</b> (0,0000822)	-0,000010 (0,00000682)	0,000151 (0,0001221)	<b>-0,000051***</b> (0,00000176)	<b>0,000127***</b> (0,0000246)	0,000292 (0,0005498)	-0,000100 (0,0005216)
RE_PAR	-0,000042 (0,00014543)	<b>-0,003117***</b> (0,0007362)	<b>-0,001599**</b> (0,0007906)	0,000264 (0,000351)	-0,000989 (0,0031029)	<b>0,000454*</b> (0,0002419)	<b>-0,008861**</b> (0,0043285)	<b>-0,001865***</b> (0,0000572)	-0,0006550 (0,0007996)	0,013555 (0,0143836)	<b>0,035667***</b> (0,0083227)
W_PR_FFL	-0,000009 (0,0000272)	<b>0,000036*</b> (0,0000182)	<b>-0,000172***</b> (0,0000195)	-0,000007 (0,00000779)	-0,000035 (0,0000689)	0,000006 (0,0000052)	0,000069 (0,000093)	<b>0,000037***</b> (0,0000012)	<b>0,000246***</b> (0,0000172)	0,000531 (0,000437)	0,000073 (0,0003068)
QA_BIG	<b>-0,006721***</b> (0,0015152)	<b>-0,003618***</b> (0,0009206)	<b>-0,019822***</b> (0,0009886)	0,000029 (0,0005314)	-0,007235 (0,0046971)	<b>-0,000834**</b> (0,0003328)	-0,007519 (0,0059554)	<b>-0,002303***</b> (0,0000824)	<b>-0,009665***</b> (0,0011505)	-0,004947 (0,0126153)	-0,000470 (0,0185536)
<i>Time Variant (Endógenas)</i>											
W_TAM	<b>0,002151*</b> (0,0011321)	<b>0,004085***</b> (0,0003662)	<b>0,010803***</b> (0,0003933)	<b>0,001713***</b> (0,0001795)	0,002575 (0,001587)	<b>0,000674***</b> (0,0001200)	0,000235 (0,0021473)	<b>0,003233***</b> (0,0000297)	<b>0,004392***</b> (0,0004154)	-0,005475 (0,0042733)	0,000978 (0,0072517)
W_ROA	<b>-0,000768***</b> (0,0000958)	<b>-0,000256***</b> (0,0000739)	<b>-0,001172***</b> (0,0000794)	<b>-0,000069*</b> (0,0000413)	<b>-0,001506***</b> (0,0003649)	<b>-0,000072***</b> (0,0000221)	<b>-0,001489***</b> (0,0003952)	<b>-0,000381***</b> (0,00000541)	<b>-0,001776***</b> (0,0000755)	0,001267 (0,0012386)	-0,000052 (0,0008471)
W_RET	<b>-0,004888***</b> (0,0011007)	-0,000055 (0,0009583)	<b>-0,008124***</b> (0,0010291)	-0,00013 (0,0005062)	<b>-0,019510***</b> (0,004474)	-0,0003890 (0,0003328)	-0,001505 (0,0059554)	<b>-0,007323***</b> (0,0000829)	<b>-0,010545***</b> (0,0011582)	0,018995 (0,0178076)	-0,001483 (0,014071)
W_OPO	-0,000012 (0,0000258)	-0,000023 (0,0000224)	0,000035 (0,0000241)	0,000006 (0,0000121)	0,00005 (0,0001067)	-0,000005 (0,00000865)	0,000036 (0,0001548)	<b>0,000042***</b> (0,00000153)	0,00001 (0,0000214)	-0,000234 (0,000324)	0,000105 (0,0002725)
<i>Time Invariant</i>											
AI_NME	<b>-0,006655**</b> (0,0031693)	0,000255 (0,0013042)	-0,001248 (0,0014006)	<b>-0,003102***</b> (0,0005644)	<b>-0,012479**</b> (0,0049886)	-0,000035 (0,0004066)	-0,009277 (0,0072768)	<b>-0,000946***</b> (0,0001617)	<b>-0,067169***</b> (0,0022591)	0,016445 (0,0321884)	0,005976 (0,0169255)
Observações	1,175	125	125	305	305	587	587	100	100	58	58
Pseud. R <sup>2</sup>		0,1304	0,2771	0,0537	0,2453	0,031	0,1435	0,1769	0,3909	0,229	0,4208

**Nota.** HT = Hausman-Taylor, \*\*\*, \*\*, \* é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os setores foram controlados.

Assim como ressaltado para a possibilidade de *default* financeiro ocasionado por inadimplência a curto prazo, a Tabela 35 também destaca a importância da análise das idiosincrasias das etapas do ciclo quando da relação entre a governança corporativa e o *financial distress* das companhias da amostra. Além disso, diferentemente do resultado evidenciado pela regressão à média, as etapas de nascimento e turbulência apresentaram os resultados mais relevantes nos *quantis* extremos, quando analisada a alta probabilidade de *default* a longo prazo (0,95), assim como a baixa probabilidade dessa ocorrência (0,05), indo ao encontro da literatura corrente (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972).

As companhias constantes na etapa de crescimento, no geral, também se mostram mais influenciadas pelos mecanismos internos de governança corporativa, principalmente no que tange ao quantil 0,95. Nessa etapa, quanto maior a probabilidade de inadimplência a longo prazo, mais influente serão os seus mecanismos de governança gerados internamente. Segundo Miller e Friesen (1984), os mecanismos utilizados pela empresa passam a ser mais relevantes nessa etapa, tornando a tomada de decisão mais eficiente, otimizando seu planejamento a curto e longo prazo, podendo, assim, mitigar a possibilidade de *financial distress*.

Da mesma forma que no *default* de curto prazo (1 ano), o de longo prazo (5 anos), de modo geral, demonstrou resultados não significantes para a etapa de declínio, reafirmando a ideia de que a governança não se mostra suficiente no combate ao oportunismo dos gestores (Filatotchev & Toms, 2003). Salienta-se, no entanto, que os incentivos de remuneração para os gestores visando se mostra significativo, ao nível de 1%, em relação à probabilidade de inadimplência a longo prazo, levando a crer que os incentivos financeiros de remuneração aliados ao desempenho organizacional tendem a não se mostrar eficientes a longo prazo, suprindo apenas uma necessidade imediata dos gestores em melhorar seu resultado para receber tal incentivo.

Nesse contexto, considerando os resultados auferidos, elaborou-se uma síntese das hipóteses 2, 2<sub>a</sub> e 2<sub>b</sub>, a qual aborda os produtos da análise das regressões de dados em painel à média, com estimação de Hausman-Taylor (HT), assim como da regressão quantílica, elucidando o comportamento de cada uma das etapas do ciclo de vida para com as hipóteses desenvolvidas no estudo.

Tabela 36

**Síntese das Hipóteses dos Mecanismos de GC e *Financial Distress***

Hipóteses		Regressão	W_FD_A68	W_FD_ABR	W_FD_B1Y	W_FD_B5Y	
H2	O ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o <i>financial distress</i> de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida.	HT à média	NASC	√	√	√	√
			CRE	X	√	√	√
			MAT	X	√	√	√
			TUR	√	√	√	X
			DEC	√	√	√	√
		Quantílica	NASC	√	√	√	√
			CRE	√	√	√	√
			MAT	√	√	√	√
			TUR	√	√	√	X
			DEC	√	√	√	√
H2 <sub>a</sub>	O ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos internos de governança corporativa e o <i>financial distress</i> de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida.	HT à média	NASC	X	√	X	X
			CRE	X	√	√	√
			MAT	X	√	X	X
			TUR	√	√	√	X
			DEC	√	X	√	√
		Quantílica	NASC	√	√	√	√
			CRE	√	√	√	√
			MAT	√	X	√	√
			TUR	√	√	√	√
			DEC	√	√	√	X
H2 <sub>b</sub>	O ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos externos de governança corporativa e o <i>financial distress</i> de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida.	HT à média	NASC	√	√	√	√
			CRE	X	√	√	√
			MAT	X	√	√	√
			TUR	X	X	X	X
			DEC	√	√	√	√
		Quantílica	NASC	√	√	√	√
			CRE	√	√	√	X
			MAT	√	√	√	√
			TUR	√	√	√	√
			DEC	X	X	X	√

**Nota.** √ e X correspondem a “Não pode ser rejeitada” e “Rejeitada”, respectivamente.

Quando analisada a Hipótese 2<sub>a</sub> (H2<sub>a</sub>), a qual pressupõe que os mecanismos internos se mostram significativamente relacionados ao *financial distress*, de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida da firma, verificando-se resultados diferentes para cada uma das *proxies* analisadas. Nos modelos que examinam o *Z-score* clássico de Altman (1968), abordado como “*W\_FD\_A68*”, nota-se que as etapas de nascimento, crescimento e maturidade, na regressão à média, não apresentam influência significativa na utilização dos mecanismos internos analisados para com o sofrimento financeiro, diferentemente do esperado. Sob o mesmo enfoque, quando analisadas as demais *proxies* de *financial distress*, foi possível notar que, quando analisadas à média, nem todas as etapas de ciclo de vida apresentam significância para os mecanismos internos utilizados no estudo.

Entretanto, quando analisados os resultados advindos das regressões quantílicas para as mesmas variáveis, foi possível evidenciar influência significativa dos mecanismos de governança gerados internamente, corroborando a literatura corrente (Coelho, 2016;

Elloumi & Gueyié, 2001; Filatotchev *et al.*, 2006; Manzanque *et al.*, 2016; O'Connor & Byrne, 2015; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Com isso, explicitou-se que não é possível rejeitar a Hipótese de que a utilização desses mecanismos gerados internamente é relevante para mitigar um possível *financial distress* de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida (H2<sub>a</sub>).

No que diz respeito aos mecanismos externos de governança corporativa, é possível inferir que as etapas do ciclo de vida influenciam de forma significativamente distinta a relação entre os mesmos e o *financial distress* empresarial, para todas as *proxies* analisadas. Tal resultado, demonstra a relevância dos mecanismos externos de governança corporativa para cada etapa da vida empresarial, visando mitigar a assimetria informacional entre as partes interessadas ao negócio, bem como atribuir maior credibilidade às suas operações, auxiliando, assim, a saúde financeira da organização. Ao longo da vida da empresa, a visão frente ao risco, incertezas do futuro do negócio e necessidade do capital se mostra distinta (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984), o que enfatiza a relevância da utilização dos mecanismos externos para cada etapa em períodos de *financial distress*, tendo em vista que proporcionam maior captação de recursos frente a credores e investidores, se mostrem mais atraentes ao mercado (Parkinson, 2018). Nesse contexto, acredita-se que a Hipótese 2<sub>b</sub> (H2<sub>b</sub>) não pode ser rejeitada.

Por meio da análise dos resultados auferidos, evidencia-se com a Tabela 36 que a Hipótese 2 (H2), não pode ser rejeitada, sob nenhum dos enfoques de *financial distress* analisados, para todas as etapas do ciclo de vida empresarial. Isso denota relações distintas para os mecanismos internos e externos de governança corporativa, em termos de significância estatística, para com as *proxies* de *financial distress* em cada etapa do ciclo. Ademais, assim como esperado, para as variáveis da pesquisa, os mecanismos externos se mostraram mais relevantes quando analisado o *financial distress* ao longo do ciclo de vida empresarial, corroborando o preconizado por Parkinson (2018), de que um dos principais fatores que motivam as companhias a utilizarem mecanismos de governança corporativa em períodos de *financial distress* é a maior chance de captar recursos, sendo por meio de credores ou investidores, tendo em vista, com isso, se mostram mais atraentes ao mercado.

Nesse ínterim, as etapas do ciclo de vida empresarial podem ser vistas como um conjunto de características atribuídas às companhias que se mostram importantes na análise do processo decisório (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984), incluindo as idiossincrasias atreladas a adoção dos mecanismos internos e externos de governança corporativa (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015), mitigando possíveis situações de

*financial distress* (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

Finalmente, os resultados corroboram a Teoria da Agência, uma vez que propiciam um melhor entendimento da relação de agência por meio das características atribuídas a cada etapa do ciclo, visando a mitigar potenciais problemas relacionados a conflitos de interesses e assimetria informacional entre partes relacionadas do negócio.

## 5 CONCLUSÕES

No presente capítulo serão aludidos os resultados auferidos no estudo, juntamente com as considerações gerais e à luz da Teoria da Agência (5.1), visando com que o estudo contribua de forma teórica, empírica e prática (5.2). Ademais, serão elucidadas as limitações observadas na pesquisa e as sugestões de estudos futuros (5.3).

### 5.1 RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES

Considerando que os mecanismos de governança corporativa afetam o *financial distress* das companhias (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), bem como que as companhias demonstram diferentes estratégias e características de tomada de decisão ao longo de sua vida (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015; Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Terreno *et al.*, 2017), a presente pesquisa analisou a influência do ciclo de vida da firma na relação entre governança corporativa e *financial distress* nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018.

Por meio de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, com dados advindos dos bancos de dados da Economatica® e da Bloomberg®, além das informações contidas nos Formulários de Referência das 138 firmas objeto de análise, utilizou-se regressão de dados em painel, utilizando-se Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), com a estimação de Hausman-Taylor para tratar a endogeneidade das variáveis à média, além da regressão quantílica. Dessa forma, como mecanismos de governança corporativa, examinou-se, separadamente, os internos e externos, como variáveis independentes de interesse, afetando o *financial distress* empresarial, tanto para as empresas da amostra, quanto para as que se encontram em cada etapa do ciclo de vida separadamente, visando constatar se o comportamento da relação entre os mecanismos e o sofrimento financeiro se mostra distinto.

Inicialmente, analisou-se de que forma os mecanismos internos influenciam as *proxies* de *financial distress* da pesquisa. Verificou-se que, em sua maioria, esses mecanismos apresentam associação negativa e significativa em relação ao sofrimento financeiro, corroborando a literatura corrente (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzaneque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), de forma que  $H1_a$  não pode ser rejeitada. Tal resultado denota a relevância dos mecanismos de

governança corporativa gerados internamente para com a saúde financeira das companhias analisadas. Ou seja, trata-se do monitoramento e controle do agente em prol da otimização do processo decisório, a fim de mitigar os conflitos de interesses atrelados às operações do negócio, visando sua continuidade.

No tocante à relação entre os mecanismos externos de governança corporativa para com o *financial distress*, foi possível evidenciar que esses mecanismos se mostram importantes para mitigar ou, até mesmo, evitar uma possível situação de *financial distress* empresarial, corroborando pressupostos da literatura corrente (Coelho, 2016; Silva, 2015; Silva & Leal, 2005), de forma que H1<sub>b</sub> não pode ser rejeitada. Parkinson (2018) reforça a relevância de tais mecanismos, tendo em vista que, segundo a autora, um dos principais motivos relacionados à adoção de mecanismos de governança corporativa em períodos de sofrimento financeiro é a possibilidade de aumentar a captação de recursos, tendo em vista a maior credibilidade da empresa no mercado, se tornando mais atrativa a potenciais financiamentos e/ou novos investidores. Além disso, os mecanismos externos podem ser vistos como uma forma de combater o oportunismo gerencial quando os mecanismos internos falham (Aguilera *et al.*, 2015; Cremers & Nair, 2005), auxiliando a otimização da tomada de decisão e, por consequência, a saúde financeira da firma.

Dessa forma, tanto os mecanismos internos, quanto os externos, se mostraram relevantes na análise do *financial distress* empresarial, de modo a auxiliar à mitigá-lo. Com base nos resultados auferidos, quando comparados os mecanismos internos e externos, evidenciou-se que as variáveis analisadas se mostraram significativamente distintas para a maioria das regressões da pesquisa. É possível afirmar que, assim como preconizado na literatura corrente, os mecanismos de governança se mostram relevantes para a análise do *financial distress*, a fim de mitigá-lo (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanique *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

Com relação à análise de como as etapas do ciclo de vida empresarial afetam a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa para com o *financial distress*, a pesquisa verificou que mecanismos de governança gerados internamente apresentam, em sua maioria, relação significativamente distinta ao *financial distress* em cada etapa do ciclo de vida da firma. Esse resultado leva a crer que H2<sub>a</sub> não pode ser rejeitada, corroborando a literatura corrente (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Filatotchev *et al.*, 2006; Manzanique *et al.*, 2016; O'Connor & Byrne, 2015; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

No nascimento, os mecanismos internos de governança ainda se mostram embrionários (Adizes, 1979; Filatotchev *et al.*, 2006; Miller & Friesen, 1984), porém efetivos, de acordo com a presente pesquisa, se mostram relevantes para auxiliar na saúde financeira do negócio. À medida que vão crescendo, as empresas tendem a adotar mais mecanismos de governança corporativa, controles financeiros mais eficazes (Black, 1998; Miller & Friesen, 1984), apresentando ainda mais influência dos mecanismos internos, no *financial distress* empresarial. Esse resultado pode ser explicado em virtude de que, de acordo com a literatura (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015), os mecanismos de governança corporativa apresentam alterações ao longo da vida da empresa, considerando os diferentes posicionamentos estratégicos frente ao negócio para cada uma das etapas vividas.

No que concerne aos mecanismos externos de governança corporativa, as etapas do ciclo de vida apresentam influência significativa distinta entre esses mecanismos e o *financial distress* empresarial, quando analisadas cada etapa do ciclo de vida da firma, indo ao encontro de que H2<sub>b</sub> não pode ser rejeitada. Acredita-se, assim, que esse resultado está atribuído ao fato de que uma empresa pode demonstrar diferentes visões quanto ao risco, incertezas relacionadas ao negócio e necessidade de capital ao longo de sua vida (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984). Ademais, esses resultados reforçam os pressupostos que alicerçam H1<sub>b</sub>, de modo que os mecanismos externos são bem quistos perante aos participantes do mercado e, por isso, são vistos como prioridade quando da adoção de maior qualidade de governança para as companhias que estejam em situações de *financial distress* (Parkinson, 2018).

Ao que tudo indica, pode-se inferir que o ciclo de vida afeta a relação entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa e o *financial distress* de forma distinta em cada etapa do ciclo de vida, indo ao encontro de H2, para todas as *proxies* relacionadas ao sofrimento financeiro. Quando comparados entre si, os mecanismos internos e externos, verifica-se que as companhias tendem a priorizar a utilização dos mecanismos externos quando apresentam maior propensão ao *financial distress*, de modo a fornecer mais subsídios, em termos de informações, para que terceiros e partes interessadas venham a investir seu capital na firma (Parkinson, 2018).

Em geral, assim como preconizado por Adizes (1979) e Miller e Friesen (1984), as etapas do ciclo de vida podem ser tidas como características relevantes na tomada de decisão, as quais estão vinculadas, também, a qualidade de governança das companhias analisadas (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015), mitigando, dessa forma,

possíveis situações de *financial distress* (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017).

## 5.2 CONTRIBUIÇÕES E IMPLICAÇÕES DA PESQUISA

Com base nos resultados auferidos no estudo, do ponto de vista teórico, contribui-se para o enriquecimento da literatura e debate a respeito da forma com que os mecanismos internos e externos de governança corporativa afetam o *financial distress* para as companhias brasileiras, adicionando evidências de que tais mecanismos apresentam relações distintas em se tratando da saúde financeira das companhias e que, por isso, devem ser analisados separadamente para que se faça possível um exame com maior precisão e robustez das necessidades dos negócios, visando sua otimização e mitigação de potenciais conflitos de agência. Esses resultados auxiliam no melhor entendimento da importância de cada mecanismo abordado nesse estudo, diferentemente de pesquisas anteriores sobre a qualidade da governança corporativa na tomada de decisão (Coelho, 2016; Shahwan, 2015; Silva, 2015), as quais reconhecem a existência de mecanismos internos e externos, porém analisam de forma única, sem captar as diferenças atribuídas a cada âmbito.

Ademais, ressalta-se a importância da análise atribuída a cada etapa do ciclo de vida empresarial, sinalizando os diferentes enfoques das companhias objeto de estudo frente a sua tomada de decisão ao longo de sua vida. Dessa forma, acredita-se que a temática promova suporte teórico e empírico à análise das idiosincrasias de cada etapa do ciclo de vida empresarial, fomentando a discussão a respeito da importância dos mecanismos de governança, tanto internos quanto externos, para auxiliar a minimizar possíveis situações de *financial distress* em cada etapa do ciclo de vida de firmas situadas em um mercado emergente (Filatotchev *et al.*, 2006; Manzanque *et al.*, 2016; Udin *et al.*, 2017). Adicionalmente, à luz da Teoria da Agência, acredita-se que o estudo colabora para a análise de como os conflitos de interesses e assimetria da informação podem ser mitigados na relação contratual ao longo do ciclo de vida da empresa, por meio de mecanismos internos e externos de governança corporativa, de forma a minimizar probabilidade de *financial distress*.

Como contribuição empírica, denota-se que a segregação entre os mecanismos em internos e externos na pesquisa, de modo a analisar a influência de cada mecanismo separadamente, propiciou com que a análise se mostrasse mais robusta para com seus efeitos na possibilidade de *financial distress*, uma vez que cada mecanismo oferece

enfoques distintos para o gerenciamento do negócio, afetando de forma distinta sua continuidade. Ainda, acredita-se que a análise por meio da estimação de Hausman-Taylor possibilita tratar de forma robusta os problemas de endogeneidade apontados pela literatura (Klapper & Love, 2002), adicionando ao estudo de Coelho (2016).

Sob o ponto de vista prático, a pesquisa contribui para uma melhor análise da importância de cada mecanismo abordado no estudo para com possíveis problemas relacionados a *financial distress*, evidenciando seu potencial em auxiliar a mitigar problemas de agência, em cada etapa da vida do negócio. Isso possibilita com que os tomadores de decisão analisem e maximizem a utilidade de cada mecanismo de governança corporativa e seu o potencial de auxílio direto na saúde financeira do negócio, de modo a otimizar o processo decisório com base em suas necessidades. Além disso, a presente pesquisa contribui para que os usuários externos da informação tenham ciência da importância da avaliação do ciclo de vida empresarial, denotando aspectos decisórios dos gestores característicos de cada etapa frente a uma possível situação de *financial distress* enfrentadas pelas instituições.

Nesse contexto, a pesquisa auxilia os usuários da informação na análise crítica dos mecanismos internos e externos de governança em cada etapa do ciclo de vida buscando prevenir situações de *financial distress* empresarial (Filatotchev *et al.*, 2006; Kordestani & Bakhtiar, 2011; Manzanique *et al.*, 2016; O'Connor & Byrne, 2015; Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Udin *et al.*, 2017). Com isso, contribui para uma melhor fundamentação do planejamento econômico e financeiro das firmas, revisitando estratégias de governança que mitiguem conflitos de interesses e assimetria informacional entre as partes interessadas do negócio, possibilitando com que iniciativas sejam tomadas de forma mais adequada à etapa do ciclo de vida em que se encontra, visando minimizar os riscos de continuidade do negócio.

### 5.3 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Essa dissertação tomou-se como *proxy* para definir as etapas do ciclo de vida empresarial, o modelo de sinais da Dickinson (2011), o qual se mostra um dos modelos mais disseminados nas pesquisas em contabilidade, por ter sua elaboração embasada somente na combinação dos sinais de fluxo de caixa das companhias. Entretanto, tal metodologia de classificação apresenta algumas limitações quanto ao controle das etapas ao longo do tempo, podendo ser classificada em um ano como madura e em outro em

crescimento. Ademais, o modelo da autora engloba cinco etapas do ciclo de vida, dispostas por meio de oito padrões de combinação de sinais dos fluxos de caixa, de forma que a quantidade de companhias em cada uma das etapas do ciclo se mostra desigual. Dessa forma, sugere-se ampliar o debate a respeito da classificação em cada etapa do ciclo de vida, evidenciando uma que melhor se aplique à realidade das companhias brasileiras de capital aberto.

Tendo em vista que ainda não se tem um consenso de qual seria a melhor métrica para estimar a possibilidade de *financial distress* para as companhias brasileiras, optou-se por analisar diferentes métricas as quais se mostrassem mais consolidadas na literatura internacional (Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017), bem como na nacional (Altman *et al.*, 1979; Coelho, 2016; Martins & Ventura, 2020). Nesse sentido, se faz pertinente que pesquisas futuras busquem analisar o *financial distress*, explorando as diferenças atribuídas a cada metodologia, de forma a sugerir a que mais se adequa a realidade brasileira.

Por fim, com relação aos mecanismos de governança corporativa, sugere-se uma análise aprofundada a respeito de cada mecanismo de governança corporativa ao longo do ciclo de vida, avaliando-se quais os mecanismos que se mostram mais efetivos para o desenvolvimento das companhias. Ademais, sugere-se a utilização de outras variáveis as quais não foram abordadas na pesquisa, como independência do conselho de administração, para mecanismos internos por exemplo, bem como proteção aos acionistas e credores para os mecanismos externos (Mendonça *et al.*, 2019).

## REFERÊNCIAS

- Abdullah, S. N. (2006). Directors' remuneration, firm's performance and corporate governance in Malaysia among distressed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 6(2), 162-174. doi:10.1108/14720700610655169
- Adizes, I. (1979). Organizational passages: Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics*, 8(1), 3-25. doi:10.1016/0090-2616(79)90001-9
- Almeida, M. A., Santos, J. F. dos, Ferreira, L. F. V. de M., & Torres, F. J. V. (2010). Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas Brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 907-924. doi:10.1590/S1415-65552010000500009
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. doi:10.2307/2978933
- Altman, E. I., Baydia, T. K. N., & Dias, L. M. R. (1979). Previsão de problemas financeiros em empresas. *Revista de Administração de Empresas*, 19(1), 17-28. doi:10.1590/S0034-75901979000100002
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171. doi:10.1111/jifm.12053
- Armitage, S., Hou, W., Sarkar, S., & Talaulicar, T. (2017). Corporate governance challenges in emerging economies. *Corporate Governance: An International Review*, 25(3), 148-154. doi:10.1111/corg.12209
- Baldwin, C. Y., & Mason, S. P. (1983). The Resolution of Claims in Financial Distress the Case of Massey Ferguson. *The Journal of Finance*, 38(2), 505. doi:10.2307/2327985
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4(1), p. 71-111. doi:10.2307/2490171
- Beaver, W. H. (1968). Alternative Accounting Measures as Predictors of Failure. *The Accounting Review*, 43(1), 113-122.
- Beuren, I. M., Nass, S., Theiss, V., & Cunha, P. R. da. (2013). Caracterização Proposta para o Comitê de Auditoria no Código de Governança Corporativa do Brasil e de

Outros Países. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(4), 407-423. doi:10.17524/repec.v7i4.989

- Bisquerra, R., Sarriera, J.C., & Martínez, F. (2004). *Introdução à estatística: enfoque informático com o pacote estatístico SPSS*. Porto Alegre: Artmed.
- Black, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 40-56.
- Borges, M. S. D., Nunes, S. C. D., & Alves, M. T. V. D. (2012). A demonstração dos fluxos de caixa e sua contribuição para uma tomada de decisão mais informada. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 141-158. doi:10.4270/RUC.2012109
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19. doi:10.1590/S1519-70772007000100002
- Bryman, A. (2012). *Social research methods*. (4th ed.). New York: Oxford University Press.
- Campa, D., & Camacho-Miñano, M.-M. (2015). The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Financial Analysis*, 42, 222-234. doi:10.1016/j.irfa.2015.07.004
- Chen, Y., Sadique, S., Srinidhi, B., & Veeraraghavan, M. (2017). Does High- Quality Auditing Mitigate or Encourage Private Information Collection?. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1622-1648. doi: 10.1111/1911-3846.12318
- Chu, W., Yang, N., & Yang, S. (2016). Corporate governance' impact on research and development. *Journal Of Business Research*, 69(6), 2239-2243. doi:10.1016/j.jbusres.2015.12.036
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. (2010). Corporate Governance and Liquidity. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291. doi:10.1017/S0022109010000104
- Coelho, É. G. (2016). *Financial distress e os mecanismos de governança corporativa: um estudo em companhias brasileiras de capital aberto* (Dissertação de mestrado). Programa de Pós-graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. Recuperado de <https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/43547/R%20-%20D%20-%20EVERTON%20GALHOTI%20COELHO.pdf?sequence=3&isAllowed=y>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. doi:10.1590/S1519-70772011000100004
- Cremers, K. J. M., & Nair, V. B. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00819.x

- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3), 371. doi:10.2307/30040727
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation. *The Academy of Management Annals*, 1(1), 1–64. doi:10.1080/078559806
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a *proxy* for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. doi:10.2139/ssrn.1268509
- Donker, H., Santen, B., & Zahir, S. (2009). Ownership structure and the likelihood of *financial distress* in the Netherlands. *Applied Financial Economics*, 19(21), 1687-1696. doi:10.1080/09603100802599647
- Dowell, G. W. S., Shackell, M. B., & Stuart, N. V. (2011). Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout. *Strategic Management Journal*, 32(10), 1025–1045. doi:10.1002/smj.923
- Drake, K. D. (2012). *Does firm life cycle explain the relation between book-tax differences and earnings persistence?* (Tese de Doutorado). Arizona State University, Tempe, AZ, USA. Recuperado de [https://repository.asu.edu/attachments/93930/content//tmp/package-y\\_bhRC/Drake\\_asu\\_0010E\\_11955.pdf](https://repository.asu.edu/attachments/93930/content//tmp/package-y_bhRC/Drake_asu_0010E_11955.pdf)
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: an Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. doi:10.5465/amr.1989.4279003
- Elloumi, F., & Gueyié, J. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance*, 1(1), 15–23. doi:10.1108/14720700110389548
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Filatotchev, I., & Toms, S. (2003). Corporate governance, strategy and survival in a declining industry: a study of UK cotton textile companies. *Journal of Management Studies*, 40(4), 895–920. doi:10.1111/1467-6486.00364
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life- cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279. doi:10.1108/17439130610705481
- Frentrop, P. (2002). *A history of corporate governance: 1602-2002*. Amsterdam: Deminor.
- Gil, A. C. (2011). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. (6a ed.). São Paulo: Atlas.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250. doi:10.2307/2486969

- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time paths in the diffusion of product innovations. *The Economic Journal*, 92(367), 630-653. doi:10.2307/2232554
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Greiner, L. E. (1998). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review*. Recuperado de <https://hbr.org/1998/05/evolution-and-revolution-as-organizations-grow>
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x
- Harris, M., & Raviv, A. (1978). Some Results on Incentive Contracts with Applications to Education and Employment, Health Insurance, and Law Enforcement. *The American Economic Review*, 68(1), 20-30. doi: 10.2307/1809684
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. (5a ed.). São Paulo: IBGC. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>
- Instrução Normativa n. 480, de 07 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Jackson, R. H. G., & Wood, A. (2013). The performance of insolvency prediction and credit risk models in the UK: A comparative study. *The British Accounting Review*, 45(3), 183–202. doi:10.1016/j.bar.2013.06.009
- 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. doi:10.1108/eb043411.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. doi:10.2307/2329018
- 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.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. doi:10.2307/2937665
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497–522. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2007.05.003

- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*. SSRN Electronic Journal. doi:10.2139/ssrn.303979
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27. doi:10.1016/s0304-405x(00)00065-9
- Lambert, R. A. (2006). Agency Theory and Management Accounting. *Handbooks of Management Accounting Research*, 247–268. doi:10.1016/s1751-3243(06)01008-x
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm)
- Lei n. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm)
- Liang, D., Lu, C.-C., Tsai, C.-F., & Shih, G.-A. (2016). Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study. *European Journal of Operational Research*, 252(2), 561–572. doi:10.1016/j.ejor.2016.01.012
- Lima, A. S. de, Carvalho, E. V. A. de, Paulo, E., & Girão, L. F. de A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418. doi:10.1590/1982-7849rac20151711
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77. doi: 10.2307/40687360
- Machado, V. N., Matts, J. S., Victor, F. G., & Silva, J. C. A. da Jr. (2018). Fluxo de Caixa como Indicador de Risco de Insolvência: uma Aplicação para Empresas Brasileiras Listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3). *Anais do International Finance Conference*, Porto Alegre, RS, Brasil, 18.
- Madeira, P. J. (2003). Falência ou recuperação empresarial como resultado do declínio organizacional: uma estrutura conceptual explicativa. *Revista da Escola Superior de Gestão*, 2(2), 191-206.
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111–121. doi:10.1016/j.rcsar.2015.04.001
- Mário, P. do C., & Aquino, A. C. B. de. (2012). Falências. In: Lopes, A. B., & Iudícibus, S. de (Orgs.), *Teoria Avançada da Contabilidade*. (2a ed., pp. 187-234). São Paulo: Atlas.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (2a ed.). São Paulo: Atlas.

- Martins, O. S., & Ventura R. Jr. (2020). Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. *Rev. Bras. Gest. Neg.*, 22(1), 65-84. doi:10.7819/rbgn.v22i1.4039
- Martins, O., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45. doi:10.1590/S1519-70772014000100004
- Mendes, I. O. D. V. (2014). *Variáveis discriminantes dos estágios de insolvência de empresas* (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. Recuperado de <https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/35681/R%20-%20D%20-%20IVAN%20OLIVEIRA%20DE%20VIEIRA%20MENDES.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Mendonça, F. F. P., Martins, H. C., & Terra, P. R. S. (2019). Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 765-785. doi:10.1590/1982-7849rac2019190109
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183. doi:10.2307/2631384
- Minichilli, A., Brogi, M., & Calabrò, A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 552-568. doi:10.1111/corg.12125
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241. doi:10.1016/s0304-405x(02)00076-4
- Moulton, W. N., & Thomas, H. (1993). Bankruptcy as a deliberate strategy: Theoretical considerations and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 14(2), 125-135. doi:10.1002/smj.4250140204
- Moura, G. D. D., Varela, P. S., & Beuren, I. M. (2014). Conformidade do disclosure obrigatório dos ativos intangíveis e práticas de governança corporativa. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(5), 140-170. doi:10.1590/1678-69712014/administracao.v15n5p140-170
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199-219. doi:10.2307/2098055
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho, A. F. de F., Costa, A. C. F. da, & Amaral, A. C. do. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85. doi: 10.1590/S1519-70772007000200007

- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23–43. doi:10.1108/ijmf-03-2013-0033
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 427–440. doi:10.1016/j.jbankfin.2009.08.003
- Parkinson, M. M. (2018). *Corporate Governance in Transition: Dealing with Financial Distress and Insolvency in UK Companies*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Paulo, E., Bianchi, M., Machado, V. N., & Venturini, L. D. B. (2018). Influência do ciclo de vida das firmas na relação entre fluxo de caixa operacional e EBITDA. *Anais do Encontro ANPAD*, Curitiba, PR, Brasil, 42. Recuperado de [http://www.anpad.org.br/eventos.php?cod\\_evento=1&cod\\_evento\\_edicao=93&cod\\_edicao\\_subsecao=1570&cod\\_edicao\\_trabalho=24783](http://www.anpad.org.br/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=93&cod_edicao_subsecao=1570&cod_edicao_trabalho=24783)
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research*, 30(4), 313–326. doi:10.1080/00014788.2000.9728949
- Polemis, D., & Gounopoulos, D. (2012). Prediction of distress and identification of potential M&As targets in UK. *Managerial Finance*, 38(11), 1085–1104. doi:10.1108/03074351211266801
- Santana, A. G., Teixeira, S. A., Cunha, P. R., & Bezerra, F. A. (2014). Auditoria Independente e a Qualidade da Informação na Divulgação das Demonstrações Contábeis: estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras Auditadas pelas Big Four e não Big Four. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(3), 70-87.
- Santos, A. R. S., Façanha, M. C., Vasconcelos, A. C. de, & Luca, M. M. M. de. (2018). Mecanismos Externos de Governança Corporativa e o Gerenciamento de Resultados por meio de Atividades Operacionais Reais: Uma Análise no Mercado Brasileiro. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 18. Recuperado de <https://congressousp.fipecafi.org/anais/Anais2018/ArtigosDownload/844.pdf>
- Santos, P. J. M. dos. (2002). Falência empresarial: modelo discriminante e logístico de previsão aplicados às PME do sector têxtil e do vestuário. *Revista da Escola Superior de Gestão*, 1(1), 135-151.
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), 641–662. doi:10.1108/cg-11-2014-0140
- Shamsudin, A., & Kamaluddin, A. (2015). Impending Bankruptcy: Examining Cash Flow Pattern of Distress and Healthy Firms. *Procedia Economics and Finance*, 31, 766–774. doi:10.1016/s2212-5671(15)01166-1
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

- Silva, A. L. C. (2006). *Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva.
- Silva, A. L. C. D., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18. doi:10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143
- Silva, C. C. D. S. (2015). *Análise do reflexo da qualidade de governança corporativa no processo de avaliação de empresas* (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal Da Paraíba, João Pessoa, PB, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufpb.br/jspui/bitstream/tede/7946/2/arquivototal.pdf>
- Silva, J. O. da, Wienhage, P., Souza, R. P. S. de, Bezerra, F. A., & Lyra, R. L. W. C. de. (2012). Capacidade Preditiva de Modelos de Insolvência com Base em Números Contábeis e Dados Descritivos. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade*, 6(3), 246-261. doi:10.17524/repec.v6i3.268
- Silveira, A. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil* (Tese de Doutorado). Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/publico/Tese\\_Doutorado\\_AlexandreDiMiceli\\_30Nov04.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/publico/Tese_Doutorado_AlexandreDiMiceli_30Nov04.pdf)
- Silveira, A. M., & Barros, L. A. B. de C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540.
- Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. C., & Carvalhal-da-silva, A. L. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração*, 44(3), 173-189.
- Silveira, A. M., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. doi:10.1590/S1415-65552008000300008
- Simpson, W. G., & Gleason, A. E. (1999). Board structure, ownership, and *financial distress* in banking firms. *International Review of Economics & Finance*, 8(3), 281–292. doi:10.1016/s1059-0560(99)00026-x
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2004). *Econometria*. São Paulo: Pearson Education.
- Subramaniam, N. (2018) Agency theory and accounting research: emergente conceptual and empirical issues. In: Hoque, S. *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods*. (2nd.). London: Spiramus Press.
- Terreno, D. D., Sattler, S. A., & Pérez, J. O. (2017). Las etapas del ciclo de vida de la empresa por los patrones del estado de flujo de efectivo y el riesgo de insolvencia

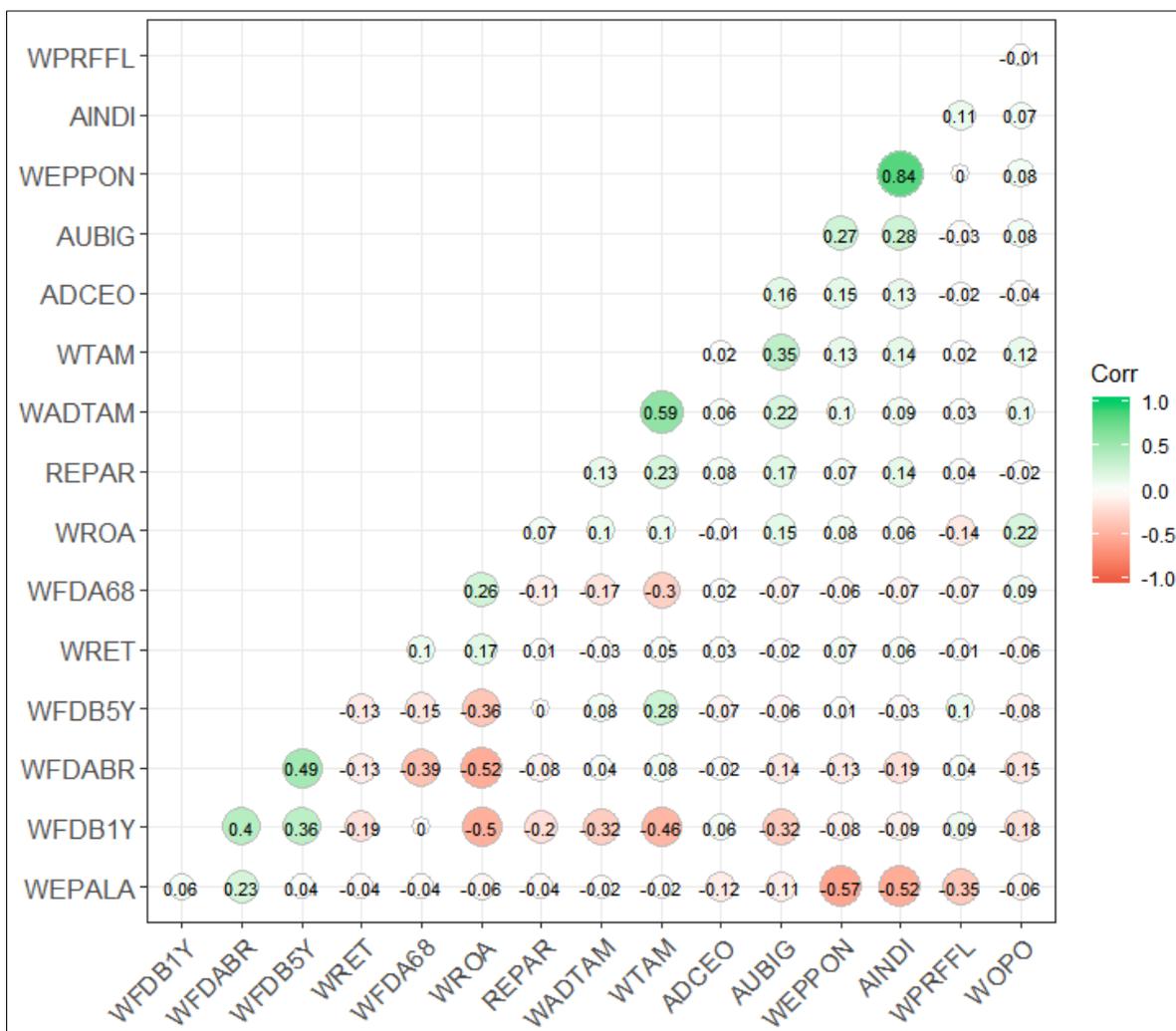
empresarial. *Contabilidad y Negocios*, 12(23), 22-37.  
doi:10.18800/contabilidad.201701.002

- Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). The effects of ownership structure on likelihood of *financial distress*: an empirical evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 589–612. doi:10.1108/cg-03-2016-0067.
- Victor, F. (2013). *Estrutura de propriedade e remuneração executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação* (Tese de Doutorado). Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil. Recuperado de <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/86849/000910250.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.  
doi:10.2307/258017
- Wang, F., & Xu, I. (2004). What Determines Chinese Stock Returns? *Financial Analysts Journal*, 60(6), 65-77. doi: 10.2139/ssrn.581801
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of *financial distress*. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–132. doi:10.1007/bf02745946
- Wilson, R. (1968). The Theory of Syndicates. *Econometrica*, 36(1), 119–132.  
doi:10.2307/1909607
- Yi, W. (2012). Z-score Model on Financial Crisis Early-Warning of Listed Real Estate Companies in China: a Financial Engineering Perspective. *Systems Engineering Procedia*, 3, 153–157. doi:10.1016/j.sepro.2011.11.021
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. doi:10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x

### APÊNDICE A - Estatística Descritiva - Sem tratamento para outliers

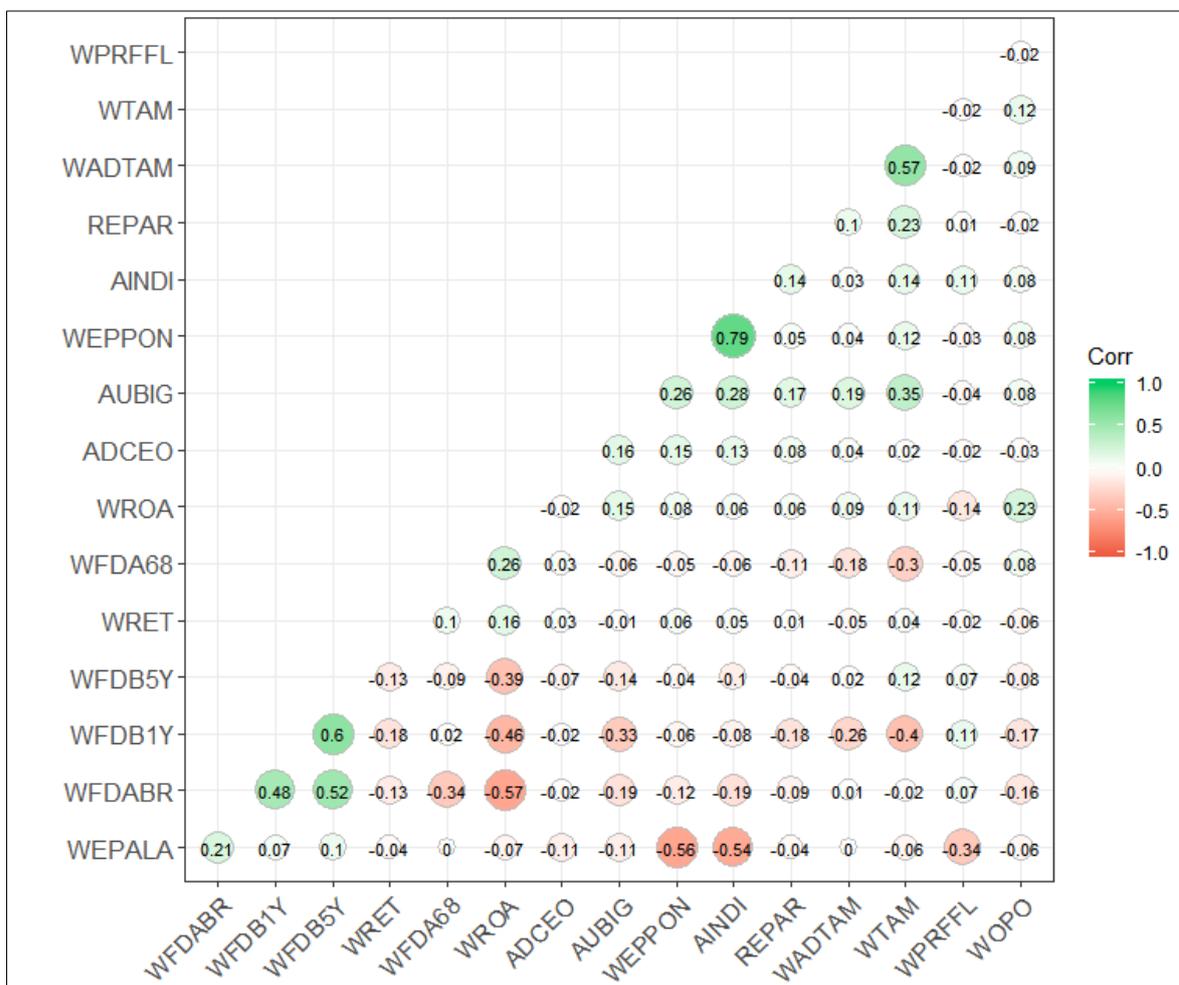
<b>Variável</b>	<b>Observações</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
FD_A68	1242	0,734	0,482	0,660	0,010	3,727
FD_ABR	1242	0,230	0,130	0,204	0,064	0,968
FD_B1Y	1242	0,031	0,045	0,012	0,000	0,367
FD_B5Y	1242	0,019	0,028	0,009	0,000	0,249
AD_TAM	1216	8,817	4,415	8,000	0,000	32,00
AD_CEO	1216	0,738	0,440	1,000	0,000	1,000
EP_PON	1225	76,51	28,58	100,0	0,27	100,0
EP_CON	1222	48,08	26,50	46,98	0,14	100,00
RE_PAR	1215	0,524	0,500	1,000	0,000	1,000
PR_FFL	1221	52,41	27,11	48,38	0,00	100,00
QA_BIG	1223	0,798	0,402	1,000	0,000	1,000
AI_NME	1242	0,493	0,500	0,000	0,000	1,000
TAM	1242	15,17	1,757	15,18	9,64	20,62
ROA	1242	6,096	9,690	6,454	-99,361	95,90
RET	1218	0,934	0,526	0,842	-0,080	4,487
OPO	1239	14,204	142,867	7,944	-133,06	4803,00

## APÊNDICE B – Correlograma da Matriz de Correlação de *Spearman*



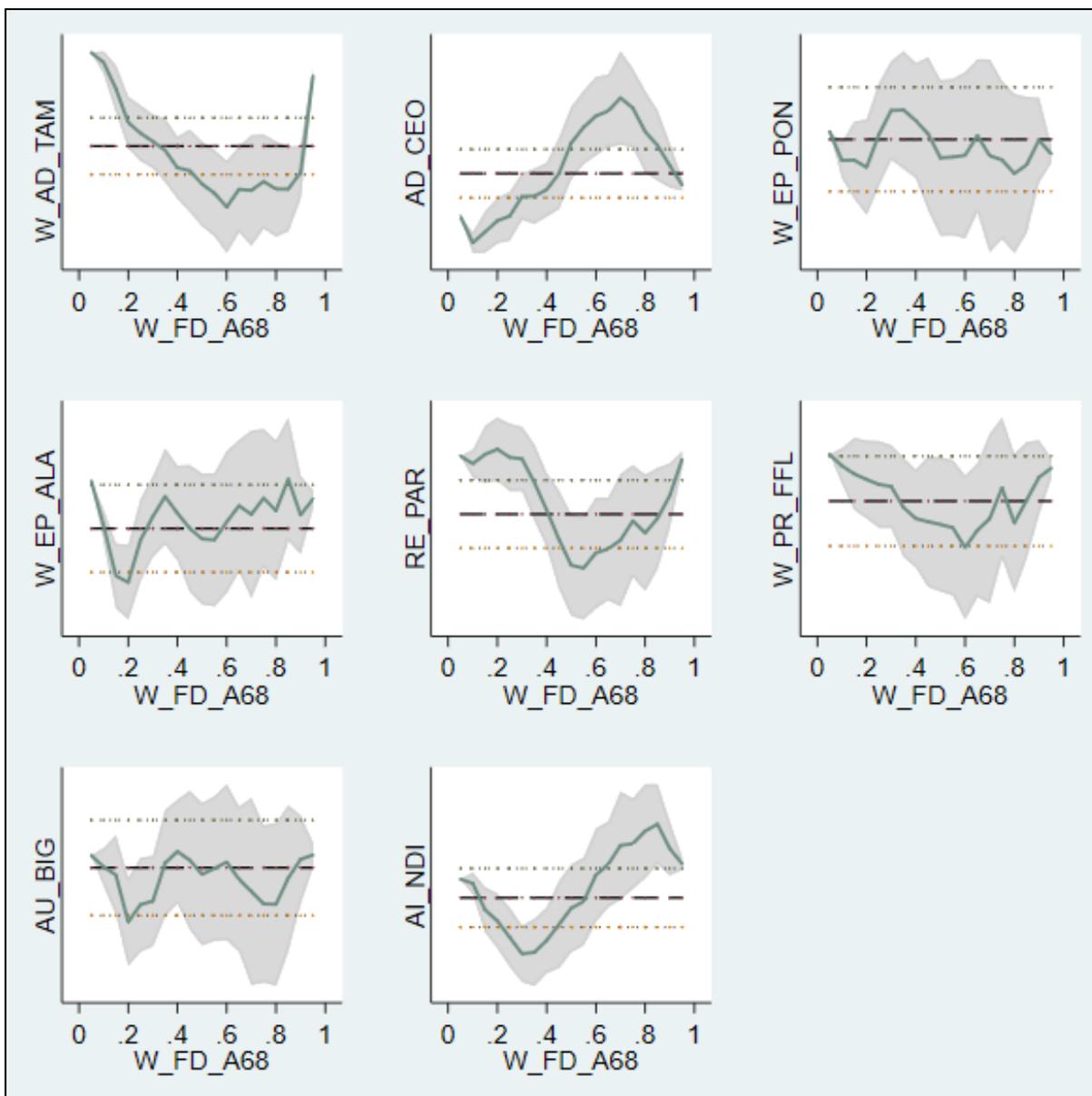
Nota. Correlograma da Matriz de Correlação de *Spearman* (não-paramétrica) gerado pelo software RStudio®.

### APÊNDICE C – Correlograma da Matriz de Correlação de *Pearson*



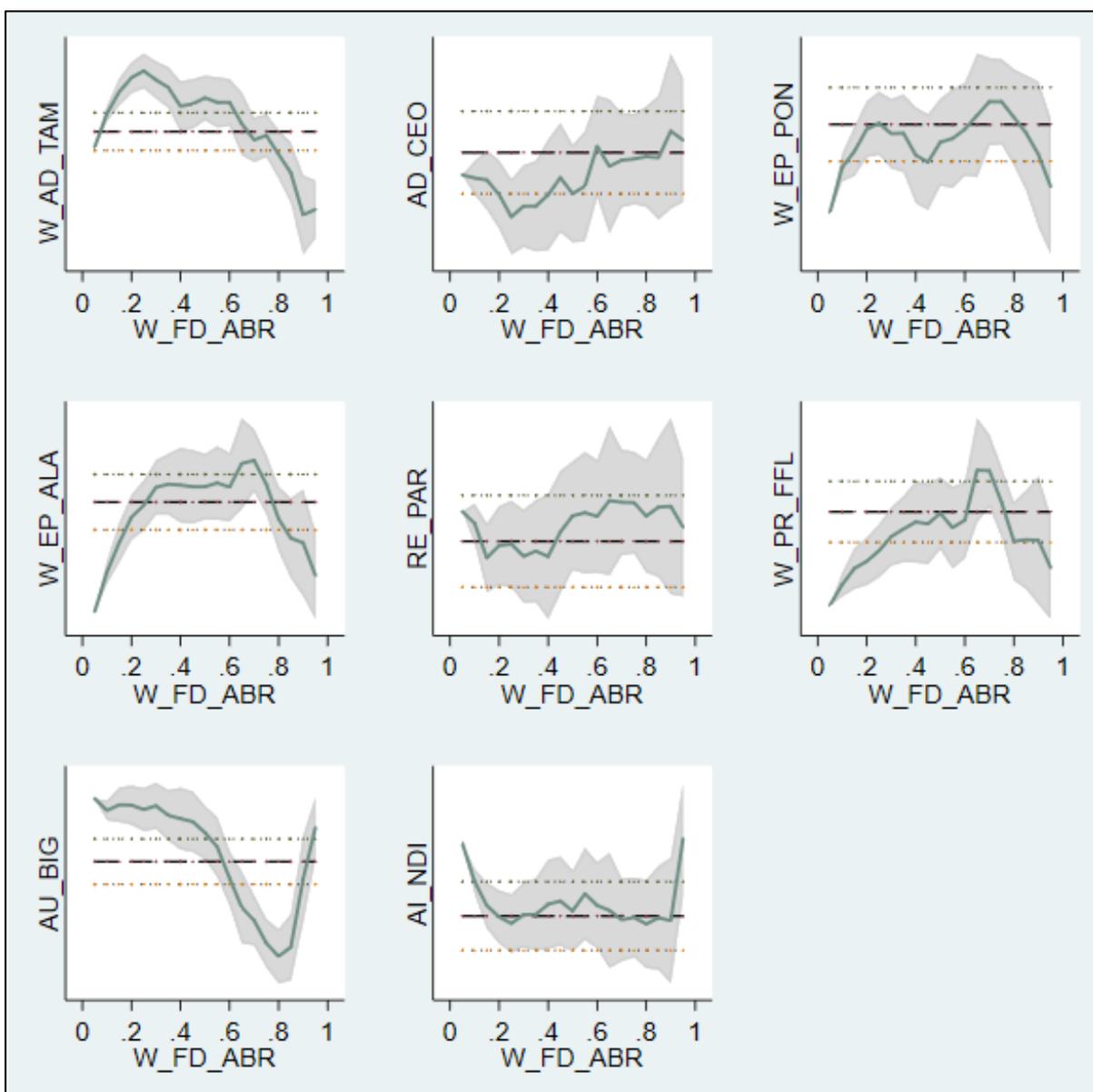
Nota. Correlograma da Matriz de Correlação de *Pearson* (paramétrica) gerado pelo software RStudio®.

### APÊNDICE D – Gráficos das distribuições quantílicas para $W\_FD\_A68$



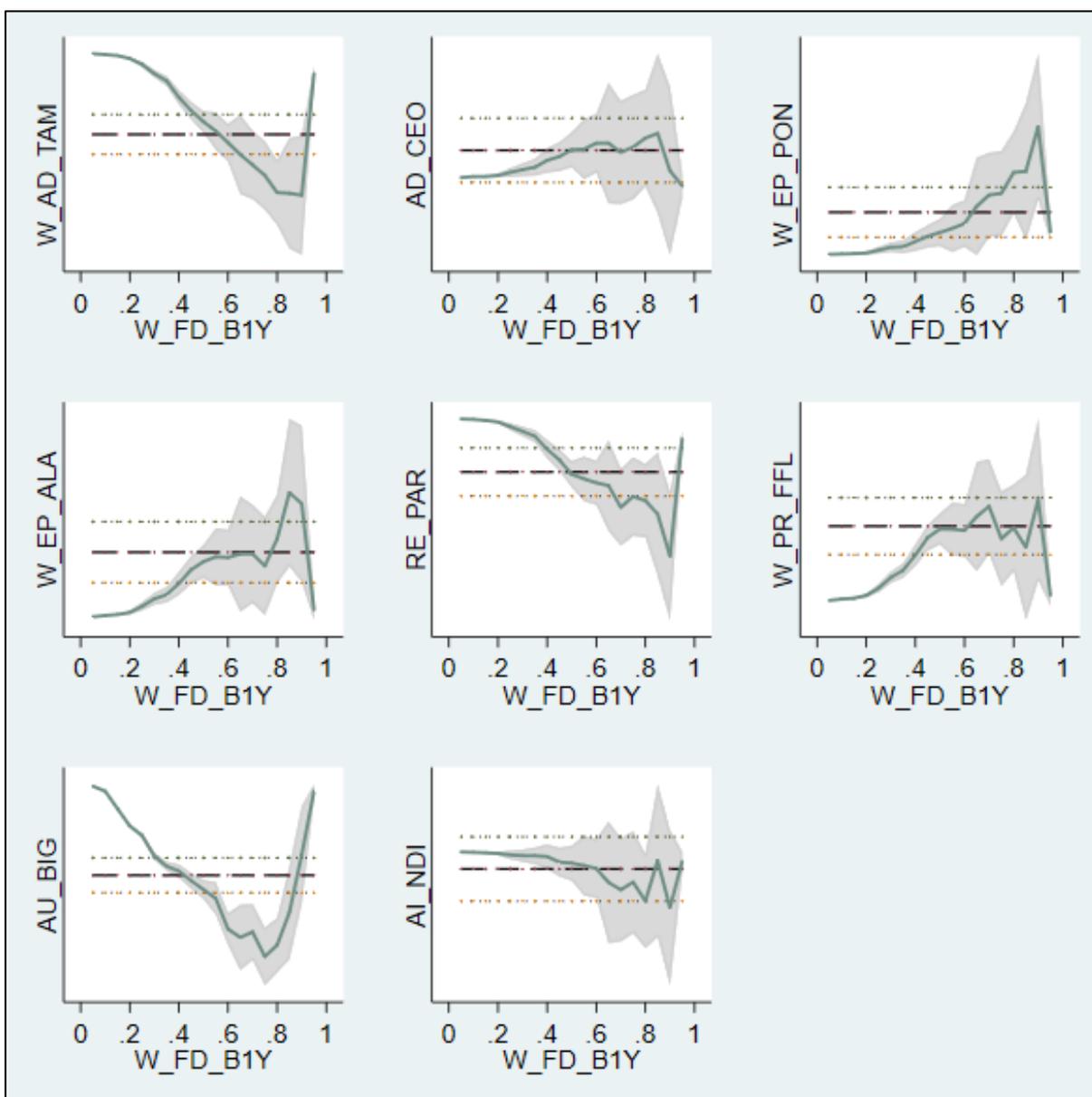
**Nota.** O intervalo em cinza corresponde ao intervalo de confiança; a linha pontilhada central e constante diz respeito a estimação OLS; as duas linhas pontilhadas paralelas a linha central referem-se ao intervalo de confiança do OLS; e os valores de 0, .2, .4, .6, .8 e 1 são os *quantis* da variável dependente.

### APÊNDICE E – Gráficos das distribuições quantílicas para $W\_FD\_ABR$



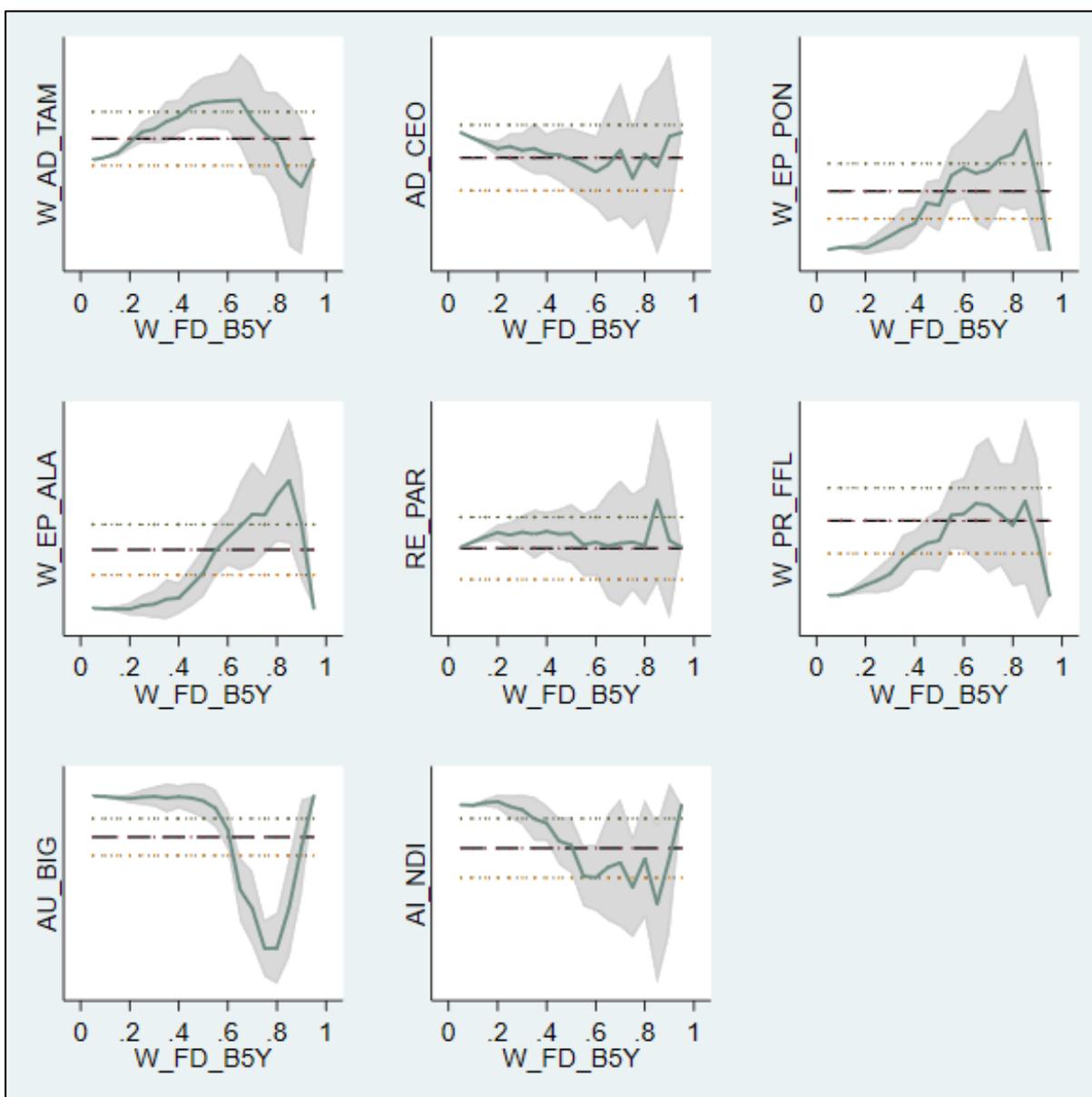
**Nota.** O intervalo em cinza corresponde ao intervalo de confiança; a linha pontilhada central e constante diz respeito a estimação OLS; as duas linhas pontilhadas paralelas a linha central referem-se ao intervalo de confiança do OLS; e os valores de 0, .2, .4, .6, .8 e 1 são os *quantis* da variável dependente.

APÊNDICE F – Gráficos das distribuições quantílicas para  $W\_FD\_B1Y$



**Nota.** O intervalo em cinza corresponde ao intervalo de confiança; a linha pontilhada central e constante diz respeito a estimação OLS; as duas linhas pontilhadas paralelas a linha central referem-se ao intervalo de confiança do OLS; e os valores de 0, .2, .4, .6, .8 e 1 são os *quantis* da variável dependente.

### APÊNDICE G – Gráficos das distribuições quantílicas para $W\_FD\_B5Y$



**Nota.** O intervalo em cinza corresponde ao intervalo de confiança; a linha pontilhada central e constante diz respeito a estimação OLS; as duas linhas pontilhadas paralelas a linha central referem-se ao intervalo de confiança do OLS; e os valores de 0, .2, .4, .6, .8 e 1 são os *quantis* da variável dependente.