

INFLUÊNCIA DO CICLO DE VIDA NA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAL DISTRESS**Vanessa Noguez Machado***Universidade Federal de Santa Catarina***Márcia Bianchi***Universidade Federal do Rio Grande do Sul***Carlos Schonewald***Universidade Federal do Rio Grande do Sul***Lauren Dal Bem Venturini***Universidade Federal de Santa Catarina***RESUMO**

O estudo 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. Utilizando-se de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, avaliaram-se as companhias não financeiras de capital aberto com informações disponíveis nos bancos de dados da Economatica® e da Bloomberg®, com fluxos de caixa não zerados. Efetuou-se regressão múltipla de dados em painel com a estimação de Hausman-Taylor, além da regressão quantílica para robustez dos resultados. Como achados, a pesquisa evidencia que há relações distintas entre os mecanismos de governança corporativa, internos e externos, com as *proxies* de *financial distress* ao longo da vida das companhias analisadas. Ademais, os mecanismos externos apresentaram maior influência em relação ao *financial distress* ao longo das etapas do ciclo de vida empresarial, o que pode estar aliado com a maior chance de captar recursos externos, por se mostrarem mais “atraentes” ao mercado. 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. Isso contribui para uma melhor fundamentação do planejamento econômico e financeiro das firmas, de modo a revisitar as estratégias de governança, 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.

Palavras-Chave: Ciclo de Vida da Firma; Governança Corporativa; *Financial Distress*; Mecanismos Internos; Mecanismos Externos.

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 está submetida (Dickinson, 2011; Parkinson, 2018). 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).

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 *et al.*, 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 ao negócio, considerando suas idiossincrasias e prioridades, de modo a proporcionar uma melhor tomada de decisão e, com isso, melhorar o emprego dos custos de agência em seu processo de monitoramento e controle (Dowell *et al.*, 2011).

A utilização desses mecanismos para otimização da tomada de decisão pode influenciar a continuidade da empresa e um potencial *financial distress* (Coelho, 2016; Elloumi & Gueyié, 2001; Manzanque *et al.*, 2016; Shahwan, 2015; Simpson & Gleason, 1999; Udin *et al.*, 2017). Em momentos de *financial distress*, os conflitos de interesses, tanto entre gestores e acionistas, quanto entre minoritários e majoritários (Mendonça *et al.*, 2019) são ainda mais graves, podendo gerar decisões enviesadas e que propiciem problemas financeiros a longo prazo (Donker *et al.*, 2009; Shahwan, 2015).

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)?*”. Assim, objetiva-se 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.

Assim, 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 influencia a tomada de decisão, deixando-a mais eficiente, se faz pertinente para as companhias brasileiras. 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).

Ademais, tendo em vista que a utilização de mecanismos de governança corporativa pode 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 influenciam a governança corporativa, que mitiga potenciais problemas de *financial distress*, uma vez que as companhias podem apresentar diferentes posições estratégicas e de negócio frente ao risco ao longo de sua vida (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984).

A temática promove 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 elucida 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. Além disso, os resultados do estudo contribuem para um melhor planejamento econômico e financeiro das companhias, através da minimização dos riscos do negócio e da assimetria informacional entre as partes interessadas, bem como para a continuidade da firma.

Nesse contexto, a presente pesquisa está pautada na Teoria da Agência, tendo em vista que analisa como a assimetria da informação entre as partes relacionadas das empresas pode ser mitigada na relação contratual (Jensen & Meckling, 1976), 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.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

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; Mueller, 1972). 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 a 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, não pode ser visto como uma tarefa fácil. 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).

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, visto que os parâmetros de governança podem estar ligados às transições de um estágio para o outro.

Corroborando com a pesquisa de Filatotchev *et al.* (2006), O'Connor e Byrne (2015), dissertaram 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 em desenvolvimento, os autores evidenciaram que, de modo geral, 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 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 para os anos 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.

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 Geral (HG).

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

H1: 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.

H2: 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 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, podendo acarretar no *financial distress* e, 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), dado que 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, assim, 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, demonstrando excesso de rigidez e formalidades no monitoramento e controle, o que pode ser 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 manifestar 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 apresentem um maior *financial distress*, bem como mecanismos de governança corporativa mais conservadores, de modo que o sistema não se mostre suficiente para impedir o oportunismo gerencial (Filatotchev & Toms, 2003).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Por meio de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, analisaram-se as companhias não financeiras listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2018, restrito àquelas com informações disponíveis nos bancos de dados da Economatica®, da Bloomberg®. Delimita-se a amostra às companhias não financeiras que não apresentaram inconsistências nos fluxos de caixa, resultados não zerados e possibilidade de mensuração do *financial distress* pelos modelos analisados, totalizando em 138 empresas analisadas. Ademais, a pesquisa limita-se ao período de 2010 a 2018 em virtude da Instrução Normativa n. 480 (2009) tornar obrigatório para as companhias de capital aberto a divulgação do Formulário de Referência a partir da competência de 2009.

Para a análise, utilizou-se de regressão múltipla em painel (a média), por meio de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), assim como de regressão quantílica, tendo em vista os diferentes comportamentos das variáveis independentes em cada quantil da dependente, sendo as variáveis elucidadas na Tabela 1.

Tabela 1
Variáveis da Pesquisa

Dimensão	Sigla	Métrica	Base	Sinal Esp.	
				Z68	Demais
DEPENDENTES - Financial Distress					
Z-Score de Altman (1968)	Z68 _{it}	Z-score de forma contínua	Economatica®		
Z-Score de Martins e Ventura (2020)	Z20 _{it}	Z-score de forma contínua.			
Default no próximo ano	D1Y _{it}	Risco de Default em 1 ano, de forma contínua.	Bloomberg®		
Default nos próximos 5 anos	D5Y _{it}	Risco de Default em 5 anos, de forma contínua.			
INDEPENDENTES DE INTERESSE					
<i>Mecanismos Internos de GC</i>					
Tamanho do Conselho de Administração	TCA _{it}	Número de membros.	Formulário de Referência (12 e 12.6/8)	+/-	+/-
Dualidade de CEO	CEO _{it}	Atribui 1 se o presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas distintas, caso contrário 0.		+	-
Participação ON	PON _{it}	Percentual das ações com direito a voto (ON).	Economatica®	+/-	+/-
Concentração de Controle	CON _{it}	Percentual de ações ordinárias do maior acionista ordinário.		-	+

Participação na Remuneração Executiva	PAR _{it}	Atribui 1 se a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros das empresas, caso contrário 0.	Formulário de Referência (13 e 13.1)	+	-
Mecanismos Externos de GC					
Free-float	FFL _{it}	Percentual de ações em circulação.	Formulário de Referência (15 e 15.3)	+	-
Qualidade de auditoria	BIG _{it}	Atribuída por 1 se a empresa é auditada por Big Four, se não 0.	Formulário de Referência (2 e 2.1/2)	+	-
Novo Mercado	NME _{it}	Atribui 1 se a empresa está listada no Novo Mercado da B3, caso contrário 0.	Economática®	+	-
Ciclo de Vida da Firma					
Nascimento	NAS _{it}	Atribuindo: 1 = [FCO (-); FCI (-); FCF (+)]; e 0 = demais	Economática®	+/-	+/-
Crescimento	CRE _{it}	Atribuindo: 1 = [FCO (+); FCI (-); FCF (+)]; e 0 = demais		-	+
Maturidade	MAT _{it}	Atribuindo: 1 = [FCO (+); FCI (-); FCF (-)]; e 0 = demais		+	-
Turbulência	TUR _{it}	Atribuindo: 1 = [FCO (-); FCI (-); FCF (-)]; e/ou [FCO (+); FCI (+); FCF (+)]; e/ou [FCO (+); FCI (+); FCF (-)]; e 0 = demais		-	+
Declínio	DEC _{it}	Atribuindo: 1 = [FCO (-); FCI (+); FCF (+)]; e/ou [FCO (-); FCI (+); FCF (-)]; e 0 = demais		-	+
INDEPENDENTES DE CONTROLE					
Tamanho da Companhia	TAM _{it}	Atribuído por: LN do Ativo Total	Economática®	+	-
Retorno das Ações	RET _{it}	Atribuído por: [(Preço das ações [PA] _t - PA _{t-1} + Dividendos _{t-1}) / PA _{t-1}]		+	-
Retorno sobre os Ativos	ROA _{it}	Atribuído por: (EBIT / Total dos ativos) * 100		+	-
Oportunidade de Vendas	OPO _{it}	Atribuída por: [(Receita _t - Receita _{t-1}) / Receita _{t-1}] * 100		+/-	+/-

Fonte: Abdullah (2006), Bloomberg (2019), Brito, Corrar e Batistella (2007), Campa e Camacho-Miñano (2015), Coelho (2016), Correia, Amaral e Louvet (2011), Dickinson (2011), Filatotchev, Toms, Wright (2006), Kordestani e Bakhtiar (2011), La Porta *et al.* (2000), Manzanique, Priego e Merino (2016), Martins e Ventura (2020), Mendes (2014), Minichilli, Brogui e Calabro (2015), Moura, Varela e Beuren (2014), Nakamura *et al.* (2007), Polemis e Gounopoulos (2012), Sayari e Mugan (2013), Shahwan (2015), Shamsudin e Kamaluddin (2015), Silva (2015), Silva e Leal (2005), Silveira e Barros (2008), Simpson e Gleason (1999), Terreno *et al.* (2017), Udin *et al.* (2017) e Udin, Khan e Javid (2017).

De modo a 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 (Z68), 2 (Z20) e 4 (D5Y), observou-se a estimação de Hausman-Taylor (HT), indo ao encontro da literatura que evidencia os potenciais efeitos de endogeneidade ao se analisar os mecanismos de governança corporativa (Klapper & Love, 2002), e utilizando-se da estimação por efeitos fixos ou aleatórios (Coelho, 2016; Silveira, 2014). Para o modelo 3 (D5Y), 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). Ainda, evidenciou-se existência de autocorrelação e heteroscedasticidade, no entanto, 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.

Salienta-se que as variáveis contínuas receberam tratamento para *outliers*, por meio da Winsorização a nível de 1%. 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. 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. Assim, no primeiro modelo não se considerou a influência do ciclo de vida, a fim de comparar um modelo sem as etapas do ciclo de vida da empresa com os demais modelos. Já nos demais modelos, cada etapa do ciclo representa, separadamente, como as suas características afetam a relação entre os mecanismos de governança e o *financial distress*.

4. RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS

Com base no teste de médias (Kruskal-Wallis), é possível evidenciar diferenças significativas entre as etapas, para todas as *proxies* de *financial distress* analisadas. Para observar quais as etapas do ciclo de vida apresentam as diferenças mais significantes quando comparadas entre si, aplicou-se o teste não-paramétrico de Dunn (Tabela 2).

Tabela 1

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

Variável	Etapas	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência
Z68	Crescimento	1,2410			
	Maturidade	0,3702	-1,360		
	Turbulência	4,3996***	3,9990***	5,1101***	
	Declínio	4,4626***	4,0454***	4,9174***	0,62388
Z20	Crescimento	0,8049			
	Maturidade	0,70233	-0,2291		
	Turbulência	0,146634	-0,5647	-0,4526	
	Declínio	-3,612468***	-4,6471***	-4,7169***	-3,5809***
D1Y	Crescimento	6,3007***			
	Maturidade	7,30191***	0,7548		
	Turbulência	2,6410***	-2,6682***	-3,3128***	
	Declínio	-3,3288***	-8,4982***	-9,236***	-5,3856***
D5Y	Crescimento	3,6144***			
	Maturidade	5,0003***	1,5793**		
	Turbulência	2,5797***	-0,2944	-1,3218*	
	Declínio	0,05892	-2,6754***	-3,6058***	-2,0834**

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 2, pode-se inferir que cada etapa do ciclo de vida da companhia reflete uma dependência financeira diferente, indo ao encontro dos pressupostos da literatura (Adizes, 1979; Miller & Friesen, 1984) que explicita que a firma apresenta diferentes padrões gerenciais ao longo de sua vida, com características, planejamento e posição frente ao risco de forma distinta. Observando a tabela, destaca-se que, geralmente 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) e, nas de turbulência e declínio, devido ao aumento seus controles (Greiner, 1998) para preservar seus recursos escassos (Miller & Friesen, 1984), posto que 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).

A fim de compreender as idiosincrasias da governança corporativa para amostra, efetuou-se o teste de médias (Kruskal-Wallis), evidenciando diferenças significativas para as variáveis “TCA” e “PAR”, que representam os mecanismos internos. 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. No que tange aos mecanismos externos, o teste de médias se mostrou significativo para todas as variáveis, podendo 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, realizou-se Teste de Dunn, cujos resultados expõem-se na Tabela 3.

Tabela 2

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

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

Nota. ***, **, * é significativo 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 3 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 e levando a crer 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. Partindo-se desse pressuposto, efetuou-se as regressões à média, contates nas Tabelas 4, 5, 6 e 7.

Tabela 3

Influência das Etapas do Ciclo de Vida (Z68)

Z68	Amostra	NAS	CRE	MAT	TUR	DEC
<i>Constant</i>	2,050329***	2,980519***	2,208299***	2,338477***	138,998	134,644
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
TCA	0,001074	0,004248	0,003125	-0,001339	0,027080**	0,025088
CEO	-0,019119*	-0,017583	-0,019521	0,024311	-0,035074	-0,156361*
PON	0,000668	-0,000297	0,000518	-0,000206	-0,001944	0,003161
CON	0,000212	-0,002702	-0,000003	0,000264	-0,002412	0,004446*
PAR	-0,003113	-0,018806	-0,023722	-0,016641	0,015407	-0,039666
FFL	-0,000323	-0,001859*	-0,000727	-0,000147	0,002633	0,000971
BIG	0,001877	-0,081314	-0,012773	-0,007437	-0,049744	0,124090**
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
TAM	-0,085345***	-0,116092**	-0,084094***	-0,099602***	-0,06423	-0,103965
ROA	0,007175***	0,005654	0,007192***	0,007167***	0,014817***	0,003726
RET	0,004471	-0,001611	0,01293	0,00542	-0,046887	0,065678
OPO	0,001263***	0,002647***	0,000575	0,000998***	-0,000814	0,003129**
<i>Time Invariant</i>						
NME	-0,064963	-0,16573	-0,090948	0,016178	-0,108885	0,011682
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 4, é possível verificar que, de modo geral, nas fases de nascimento (*NAC*), 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* de Altman (1968). Esse fato pode ocorrer em virtude das companhias em nascimento apresentarem um processo decisório ousado e intuitivo (Miller & Friesen, 1984), com decisões precipitadas que podem vir acarretar *financial distress* antes mesmo da sua chegada na maturidade (Adizes, 1979).

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. Isso pode ser explicado em virtude de uma possível não adequação da variável “Z68” para a realidade brasileira, sendo 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 “Z68”, 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).

No que diz respeito a etapa de declínio empresarial, tanto mecanismos internos, quanto externos apresentaram significância em relação ao *Z-score* clássico, assim como elucidado por “CEO” (10%) e “CON” (10%), bem como “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.

Relativamente à análise que utiliza como *proxy* de *financial distress* o Z-score de Martins e Ventura (2020), adaptado de Altman *et al.* (1979), é elucidada a Tabela 5.

Tabela 4

Influência das Etapas do Ciclo de Vida (Z20)

Z20	Amostra	NAS	CRE	MAT	TUR	DEC
<i>Constant</i>	0,287231***	0,340746**	0,04635	0,290287***	1,159063***	1,036100**
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
TCA	0,000331	0,000655	-0,001481*	0,000637	0,007811**	-0,004121
CEO	0,002184	-0,003372	-0,00172	-0,005721	0,006592	-0,014963
PON	0,00042***	0,000691**	0,000661***	0,000475***	-0,003406*	0,002818
CON	0,000215**	-0,000274	0,000463***	0,000308***	-0,001634**	0,000634
PAR	-0,000149	-0,008362	-0,004182	-0,001943	-0,016491	0,018702
FFL	0,000002	0,000456**	0,000016	-0,000074	-0,000538	-0,001792***
BIG	-0,008351***	0,012199	-0,017786***	-0,006817*	-0,024368	-0,029024***
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
TAM	-0,007244***	-0,014604	0,008133*	-0,007589**	-0,039073***	-0,041964**
ROA	-0,005025***	-0,007323***	-0,004568***	-0,004766***	-0,004814***	-0,006494***
RET	0,00104	0,012964	-0,001843	-0,00034	0,01592	-0,005239
OPO	-0,0002***	0,000241	0,000004	-0,000153**	-0,000014	-0,000797***
<i>Time Invariant</i>						
NME	-0,019164**	-0,040975*	-0,025286**	-0,022254**	0,13878	-0,080504
Observações	1.775	125	305	587	100	58
Estimação Selecionada	HT					

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

Quando analisado “Z20”, observa-se que as companhias que apresentaram maiores níveis de significância, assim como valores econômicos dos coeficientes, estão na etapa de crescimento, indo ao encontro dos achados da estatística descritiva da pesquisa. Isso indica que, 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*.

Com relação às firmas em nascimento, é possível ressaltar que somente o percentual de ações ordinárias (PON) se mostrou significativamente (5%) e positivamente relacionado ao *financial distress* empresarial, o que 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/serviços 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; 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 ao *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 é fase de desenvolvimento do negócio, e os recursos para subsidiar as atividades mostram-se escassos (Grullon & Michaely, 2004; Miller & Friesen, 1984).

Diferentemente do demonstrado na Tabela 4, 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, as variáveis de controle apontam que, assim como elucidado na regressão de “Z68”, não foi possível verificar significância do retorno das ações (*RET*) para nenhuma etapa do ciclo de vida analisada. Além disso, a variável relacionada ao retorno do ativo se mostrou a mais representativa, com significância negativa ao nível de 1% para todas as etapas do ciclo de vida dessa pesquisa.

Findando 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 se examinou as companhias que apresentam maior probabilidade de apresentar problemas relacionados à inadimplência de curto prazo, por meio da variável de *default* no próximo ano (*DIY*), conforme Tabela 6.

Tabela 5
Influência das Etapas do Ciclo de Vida (*DIY*)

<i>DIY</i>	Amostra	NAS	CRE	MAT	TUR	DEC
<i>Constant</i>	0,001032	0,1762294	0,0584074	0,0585111	-0,1316236	-0,6854844**
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
TCA	0,00008	0,0020925	-0,000806	0,0002444	-0,0039404**	-0,0039645
CEO	0,003417*	0,0101621	0,005824	0,0027641	-0,0080956	-0,0278641**
PON	0,000231**	0,0002512	-0,0000762	0,0000847	0,0004599	0,0016096
CON	0,000041	-0,0003213	-0,0000561	0,000097	0,0002956	-0,0005133
PAR	-0,003562	-0,0059728	-0,0134954***	-0,0024422	-0,0074128	0,0755513***
FFL	-0,00004	-0,0002309	-0,0002315**	-0,000041	0,0001547	0,0011379***
BIG	-0,009877***	-0,026128***	-0,0130897**	-0,0124815***	0,0097809	-0,0237516***
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
TAM	0,001451	-0,006579	0,001611	-0,0018421	0,0094976	0,0383099***
ROA	-0,001006***	-0,0031945***	-0,0010834***	-0,0010592***	-0,0011754*	-0,0009442
RET	-0,008496***	-0,0116267*	-0,0051997	-0,0048082**	-0,0179182***	-0,0362876***
OPO	-0,000029	-0,0000738	-0,0000447	-0,0000905*	0,00000197	-0,0001922
<i>Time Invariant</i>						
NME	-0,015844**	-0,0102515	-0,0037135	-0,0085207	-0,0245225	-0,15328*
Observações	1.175	125	305	587	100	58
Estimação Seleccionada	HT [†]					

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 “*DIY*”, 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).

Nesse cenário, as etapas de crescimento e declínio ressaltam-se como as de maiores significâncias para o *default* de curto prazo. No crescimento, elucidou-se a importância do

incentivo dos executivos (*PAR*) como forma de mecanismos de governança gerado internamente em prol da melhor tomada de decisão para o desempenho da companhia e, por consequência, para sua continuidade financeira saudável. Ainda, nessa etapa, mecanismos externos reforçam sua importância para a credibilidade do negócio perante seus credores e investidores, pois o *free-float* (*FFL*) e a qualidade de auditoria (*BIG*) se mostram negativamente e significativamente relacionados ao *default* no próximo ano.

Já no que diz respeito ao declínio “*PAR*” e “*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). 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; Weisbach, 1988).

Na Tabela 7 evidencia-se a influência das etapas do ciclo de vida na relação entre os mecanismos internos e externos de governança e o *default* de longo prazo (*D5Y*).

Tabela 6
Influência das Etapas do Ciclo de Vida (*D5Y*)

<i>D5Y</i>	Amostra	NAS	CRE	MAT	TUR	DEC
<i>Constant</i>	-0,013287	-0,058856	-0,026863	0,009205	-0,138605	-0,169538
<i>Time Variant (Exógenas)</i>						
TCA	0,000139	0,000437	-0,000407	0,000347	-0,001228	-0,001356
CEO	0,001944	0,006891	0,002743	-0,000925	0,00213	-0,007529
PON	0,000112**	0,000044	-0,000053	0,00006	0,000401	0,002060**
CON	0,000046	-0,000114	-0,000039	0,000052	0,000262	-0,000385
PAR	0,000025	-0,003154	-0,005196*	-0,000267	-0,000474	0,040260***
FFL	-0,00001	-0,000151	-0,000127**	-0,000009	0,000193	0,000117
BIG	-0,006678***	-0,013688**	-0,003683	-0,007580***	0,006079	-0,014389***
<i>Time Variant (Endógenas)</i>						
TAM	0,002479**	0,007145	0,005406**	0,001084	0,006468	0,00485
ROA	-0,000792***	-0,002165***	-0,000936***	-0,000702***	-0,000746**	-0,001025**
RET	-0,004872***	-0,004518	-0,005517**	-0,003215**	-0,002597	-0,017210***
OPO	-0,000008	0,000074	-0,000012	-0,000055	0,000076	-0,000147
<i>Time Invariant</i>						
NME	-0,006808**	-0,008207	-0,002806	-0,005081	-0,01685	-0,122672*
Observações	1175	125	305	587	100	58
Estimação Seleccionada	HT					

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

A Tabela 7 possibilita verificar que, na análise do *default* de longo prazo (*D5Y*), as etapas de nascimento, maturidade e turbulência, não apresentam influência significativa dos mecanismos internos de governança corporativa para com o *financial distress*, uma vez que as significâncias da relação não se mostram 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).

Para fins de robustez da análise, efetuou-se regressão quantílica para cada uma das variáveis dependentes (*Z68*, *Z20*, *DIY*, *D5Y*) – salienta-se que as tabelas relacionadas a tais regressões foram suprimidas pelo número de páginas. Partindo-se dos resultados auferidos na regressão quantílica para a *proxy* “*Z68*”, evidencia-se 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, no que tange aos extremos (0,05 e 0,95) de *financial distress* de cada um dos modelos estimados.

Com relação a regressão quantílica para a analisar a influência das etapas do ciclo de vida para o modelo de *Z-score* com estimação adaptada para a realidade brasileira (*Z20*), assim como para o caso da *proxy* “*Z68*”, pode-se notar que os mecanismos internos e externos de governança corporativa se mostram significativamente diferente do esperado, corroborando com os resultados de Filatotchev *et al.* (2006) e O'Connor e Byrne (2015).

Analisou-se, ainda, a influência das etapas do ciclo para o caso em que o *financial distress* é representado pela inadimplência de curto prazo (*DIY*), sendo 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), uma vez 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 do risco de negócio (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972). Na turbulência, as empresas estão propensas a pecar pelo excesso de rigidez e formalidades para a preservação e continuidade do negócio (Greiner, 1998), ao ponto de tomar decisões extremamente conservadoras quanto a potenciais dispêndios (Miller & Friesen, 1984), fazendo com que a utilização dos mecanismos se mostrem mais necessários, porém se tornando menos eficazes frente ao *financial distress*.

Por fim, analisou-se essa influência sob o enfoque do *default* em 5 anos (*D5Y*). A regressão quantílica 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. Isso é diferente do resultado evidenciado pela regressão à média, visto que as etapas de nascimento e turbulência apresentaram os resultados mais relevantes nos *quantis* extremos, quando analisada a alta probabilidade de *default* em longo prazo (0,95), assim como a baixa probabilidade dessa ocorrência (0,05), indo ao encontro da literatura corrente (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972). Da mesma forma que no *default* de curto prazo (1 ano), o de longo prazo (5 anos), em sua maioria, 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, suprimindo apenas uma necessidade imediata dos gestores em melhorar seu resultado para receber tal incentivo.

Nesse contexto, quando analisada a Hipótese 1 (H1), 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, verifica-se resultados diferentes para cada uma das *proxies* analisadas. Nos modelos que examinam o *Z-score* clássico de Altman (1968), abordado como “*Z68*”, 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, foi possível notar que as demais *proxies* de *financial distress*, quando à média, nem todas as etapas de ciclo de vida apresentam significância para os mecanismos internos utilizados no estudo.

Entretanto, quando verificados 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 (H1).

No que diz respeito aos mecanismos externos de governança corporativa, é possível inferir que, em sua maioria, 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 (H2) não pode ser rejeitada.

Por meio da análise dos resultados auferidos, evidencia-se que a Hipótese Geral (HG), 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.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

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. Como resultados, observou-se que tanto os mecanismos internos, quanto os mecanismos externos de governança apresentam influência significativamente distinta em relação a possibilidade de *financial distress* empresarial ao longo da vida organizacional, para todas as *proxies* de sofrimento financeiro analisadas. Assim, 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, incluindo as idiosincrasias atreladas a adoção dos mecanismos internos e externos de governança corporativa para mitigar possíveis situações de *financial distress*. 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, minimizando potenciais problemas relacionados a conflitos de interesses e assimetria informacional entre partes relacionadas do negócio.

Nesse contexto, sob o ponto de vista teórico, contribui-se para o enriquecimento da literatura e debate a respeito do tema e da 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 minimizar possíveis situações de *financial distress* em cada etapa do ciclo de vida de firmas situadas em 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 contribui 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 mitigar a probabilidade de *financial distress*.

Como contribuição empírica, denota-se que a segregação entre os mecanismos em internos e externos na pesquisa, analisando 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. Ademais, à segregação da análise de governança em mecanismos internos e externos, amplia o debate de estudos na área de governança, bem como a respeito da qualidade da informação contábil, tendo em vista os fatores ambientais avaliados, internos e externos às empresas. 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 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; Manzanque *et al.*, 2016; O'Connor & Byrne, 2015; Shamsudin & Kamaluddin, 2015; Udin *et al.*, 2017). 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 a fim de 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.

Como implicações do estudo, tem-se uma melhor fundamentação do planejamento econômico e financeiro das firmas, de modo a revisar 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.

REFERÊNCIAS

- Adizes, I. (1979). Organizational passages: Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics*, 8(1), 3-25.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- 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.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, 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.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
- 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.
- 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.

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Elloumi, F., & Gueyié, J. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance*, 1(1), 15-23.
- 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.
- 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.
- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time paths in the diffusion of product innovations. *The Economic Journal*, 92(367), 630-653.
- 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.
- 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>
- 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.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*. SSRN Electronic Journal.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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
- 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.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.

- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199- 219.
- 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.
- Parkinson, M. M. (2018). *Corporate Governance in Transition: Dealing with Financial Distress and Insolvency in UK Companies*. Cham: Palgrave Macmillan.
- 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.
- Shamsudin, A., & Kamaluddin, A. (2015). Impending Bankruptcy: Examining Cash Flow Pattern of Distress and Healthy Firms. *Procedia Economics and Finance*, 31, 766–774.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2004). *Econometria*. São Paulo: Pearson Education.
- 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.
- 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.