



Responsible Editor: Rodrigo de Souza Gonçalves
Andrea de Oliveira Gonçalves
Associate Editor: Ducineli Régis Botelho
Evaluation Process: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Governança Corporativa e Rentabilidade dos Planos de Entidades Fechadas de Previdência Complementar

RESUMO

Objetivo: este estudo analisa a relação entre as boas práticas de governança corporativa (acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão) e o desempenho (mensurado pela rentabilidade dos planos) de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC).

Método: os dados, que compõem uma amostra de 76 EFPC classificadas entre as 89 entidades de financiamento público, foram coletados nos Relatórios Anuais de Informação, em estatutos e informações dos *websites* das entidades e no demonstrativo estatístico publicado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar do exercício de 2017. Para testar a hipótese da pesquisa, aplicou-se o método de regressão linear múltipla, realizado com apoio do *software* STATA®.

Originalidade/Relevância: destaca-se a relevância das EFPC, setor que vem crescendo no Brasil, principalmente com a reforma da previdência nos setores público e privado.

Resultados: os resultados evidenciaram que a rentabilidade possui relação positiva e significativa com a variável que indica adoção de boas práticas de governança corporativa. Como os valores de significância e explicação do modelo mostraram-se frágeis diante dos padrões da área, instiga-se investigar se isso pode decorrer do nível de divulgação das práticas de governança analisadas ou do *checklist* de práticas de governança utilizado.

Contribuições teóricas/metodológicas: a pesquisa destaca a importância das boas práticas de governança corporativa em EFPC para alcançar melhores resultados e cumprir as obrigações com os membros da organização e os demais interessados.

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

Renata Mendes de Oliveira

Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, Brasil
E-mail: remendes.itba@gmail.com

Ilse Maria Beuren

Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, Brasil
E-mail: ilse.beuren@gmail.com

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente

Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, Brasil
E-mail: ernesto.vicente@ufsc.br

Recebido: Março 13, 2020
Revisado: Setembro 3, 2020
Aceito: Dezembro 2, 2020
Publicado: Abril 27, 2021



How to Cite (APA)

Oliveira, R. M., Beuren, I. M., Vicente, E. F. R. (2021). Governança Corporativa e Rentabilidade dos Planos de Entidades Fechadas de Previdência Complementar. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 24(1), 55-71. http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n1a4

1 INTRODUÇÃO

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

Azeez (2015), entre outros estudiosos, destaca a importância do alinhamento de interesses de agentes empresariais e a adesão às boas práticas de governança corporativa, por contribuírem para um menor conflito de agência entre proprietários e gerentes e, conseqüentemente, para um melhor desempenho da empresa. Argumenta-se, no entanto, que as boas práticas de governança devem ir além da regulamentação vigente em um País, abrangendo divulgações de entidades nacionais e internacionais, além dos reguladores e supervisores do setor (Falcão & Alves, 2018).

Em âmbito internacional, algumas pesquisas foram desenvolvidas considerando-se aspectos de governança no contexto das entidades de fundos de pensão, destacando-se a análise de questões de agência e estilos de gestão dos fundos de benefícios (Besley & Prat, 2003; Cocco & Volpin, 2007; Martí-Ballester, 2020), análise dos custos administrativos ou de investimentos nos fundos de pensão (Bikker & Dreu, 2009; Defau & De Moor, 2020) e práticas de governança (Clark & Urwin, 2016; Tan & Cam, 2013).

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

Em face do exposto, pondera-se que boas práticas de governança corporativa tendem a influenciar diferentes aspectos da organização. No entanto, observam-se, como lacuna de pesquisa, os resultados muitas vezes conflitantes dos estudos quanto aos seus efeitos nos resultados dessas entidades. Assim, o objetivo da presente pesquisa é analisar a relação entre as práticas de governança (acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão) e o desempenho (mensurado pela rentabilidade dos planos) de EFPC.

Esta pesquisa pode contribuir com a literatura sobre governança corporativa e suas diferentes implicações em EFPC ou fundos de pensão, considerando-se os resultados nem sempre convergentes dos estudos prévios (Ammann & Zing, 2010; Kowalewski, 2012), em especial quanto ao efeito de boas práticas de governança no contexto dessas entidades e a sua relação com a rentabilidade dos planos.

Para a prática organizacional, esta pesquisa pode contribuir ao se considerar a relevância da governança corporativa no cotidiano dessas organizações e ao instigar seus órgãos reguladores. Para a prática das organizações, contribui ao permitir que consigam observar a aderência aos princípios éticos relacionados aos negócios (Guo & Kumara, 2012), além de ser crucial para a construção da confiança perante o mercado, a fim de atrair investidores (Buallay, Hamdan & Zureigat, 2017). Os órgãos reguladores dessas entidades podem utilizar os resultados da pesquisa com vistas a assegurar a continuidade delas.

Ao se analisar o contexto de entidades de previdência complementar, no caso, verificar práticas de governança corporativa e suas interações com o desempenho, reforça-se a questão

social da confiança, em especial pelo fato de tais entidades serem responsáveis pela administração de recursos de terceiros (Lopes, Kataoka, Ribeiro Filho & Pederneiras, 2010). Destaca-se, principalmente, o fornecimento de segurança em relação à obtenção de renda tangível e intangível, como uma conhecida fonte de renda futura (Chohan, 2017).

2 REVISÃO DA LITERATURA E FUNDAMENTAÇÃO DA HIPÓTESE

2.1 Governança corporativa em Entidades Fechadas de Previdência Complementar

De acordo com o extinto Ministério da Previdência Social (fundido ao Ministério da Economia, pela Medida Provisória n.º 870/2019), no Brasil, a previdência compreende três categorias: Regime Geral de Previdência Social (RGPS), que inclui todos os indivíduos que contribuem para o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS); Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), que atendem aos servidores públicos ocupantes de cargos efetivos; e Previdência Complementar, que é operada pelas entidades de previdência complementar, que podem ser abertas ou fechadas.

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

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

No Brasil, a governança em EFPC passou a ser discutida, com maior ênfase, a partir da publicação da Resolução n.º 13, de 1.º de outubro de 2004, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), que pontua sobre princípios, regras e práticas de governança que deveriam ser observados pelas entidades de previdência complementar. O estabelecimento de tais direcionamentos objetivava aumentar a credibilidade das instituições e proteger os interesses dos envolvidos. O §1.º do art. 1.º da Resolução institui que a entidade precisa se atentar aos padrões de segurança econômico-financeira e atuarial, objetivando preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e da própria EFPC, no conjunto de suas atividades. A Resolução dispõe que é de competência da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e de demais órgãos de governança o desenvolvimento de uma cultura interna que ressalte a importância dos controles internos em todos os níveis hierárquicos.

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

Na busca por maior transparência, o CGPC publicou a Resolução n.º 23, de 6 de dezembro de 2006, que dispõe, entre outros aspectos, acerca de procedimentos a serem observados pelas EFPC na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram. A Resolução estabelece que as entidades devem divulgar um relatório anual que contenha, no mínimo, informações relativas a demonstrações contábeis consolidadas, política de investimentos, parecer atuarial do plano de benefícios, despesas do plano de benefícios, alterações de estatuto e regulamento ocorridas no ano do relatório e outros documentos previstos em ato da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

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

Em consonância com os itens 11 e 12 do guia de governança da PREVIC, as boas práticas são convertidas em princípios e recomendações, o que permite a harmonização dos interesses dos agentes envolvidos, ou seja, participantes, patrocinadores e dirigentes de EFPC, buscando preservar o direito dos participantes e a execução do contrato previdenciário. O guia, ainda, reforça o disposto pela Resolução n.º 13/2004, do CGPC, ao estabelecer a necessidade de transparência e divulgação de informações.

2.2 Efeitos da governança corporativa no desempenho organizacional

Diferentes pesquisas acerca de governança corporativa fundamentam-se na Teoria da Agência, que aborda questões de conflitos de interesses entre administração e proprietários em decorrência da separação da propriedade e do controle (Jensen & Meckling, 1976). Essa teoria indica que boas práticas de governança da organização proporcionam melhor desempenho e maior valorização da organização em decorrência dos menores custos de agência.

Sob essa perspectiva, a proposição de boas práticas de governança no âmbito dos fundos de pensão direciona-se à minimização de conflitos de interesses que possam existir entre os membros (principais) e os gestores dos fundos (agentes), na busca pela obtenção de retorno e proteção da poupança dos principais (Chohan, 2017). Ambos estão imbricados e podem ser afetados pelos conflitos de interesses entre principal e agente.

A governança corporativa e seus efeitos no desempenho organizacional são temas de debate recorrente na literatura, tanto em estudos internacionais quanto nacionais. No contexto chinês, Sami, Wang e Zhou (2011) encontraram correlação positiva e significativa da medida de governança corporativa no desempenho organizacional. Ulum, Wafa, Karim e Jamal (2014), também, constataram que a eficácia do sistema de governança corporativa é fundamental para melhorar o desempenho organizacional, quando da análise do contexto de seguradoras do *Labuan International Business and Financial Centre*, da Malásia.

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

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

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

Catapan e Colauto (2014) observaram relação entre o índice de governança corporativa e o desempenho, considerando-se o ROA e o Q de Tobin, de empresas listadas na BM&FBovespa (hoje B3 – Brasil, Bolsa, Balcão), no período de 2010 a 2012. Pereira e Martins (2015), também, investigaram o desempenho pelo ROA e pelo Q de Tobin, e encontraram evidências de que melhores níveis de governança influenciam, de maneira positiva, o desempenho de empresas (não financeiras) listadas na B3, durante um período de crise financeira.

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

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

H₁: A adoção de práticas de governança corporativa, nos aspectos acesso e conteúdo das informações (H_{1a}) e estrutura dos órgãos de governança (H_{1b}), possui relação positiva e significativa com o desempenho organizacional.

A definição da qualidade da governança corporativa pode se dar por meio de diferentes índices de governança, como por exemplo, que consideram elementos baseados em disposições regulamentares ou fatores relacionados ao regime de governança do país de origem da organização (Bebchuk, Cohen & Ferrell, 2009; Starks & Wei, 2013).

Para determinar a adoção de práticas de governança corporativa foram consideradas as três práticas propostas no estudo de Lima et al. (2015), a saber: acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão. Para tal, utilizaram um *checklist* pautado nas Recomendações sobre Governança Corporativa da CVM; no Código das Melhores Práticas do IBGC; no Guia das Melhores Práticas de Governança para EFPC do MPS; na Lei Complementar n.º 109/2001; nas Resoluções CGPC n.º 05/2002, n.º 13/2004, n.º 23/2006; na Instrução Normativa SPC n.º 14/2007.

Por sua vez, o desempenho das EFPC foi aferido pela rentabilidade dos planos no estudo de Lima et al. (2015). Para testar o modelo teórico, foi aplicada a técnica de regressão linear múltipla.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Seleção da população e amostra

As EFPC em funcionamento, no Brasil, perfazem um total de 306 entidades, das quais 196 são de patrocínio privado, 89 são de patrocínio público (37 federais, 50 estaduais e 2 municipais) e 21 são de patrocínio instituidor, conforme disposto pela PREVIC (2018). Em

decorrência da grande quantidade de empresas listadas, optou-se por se fazer um recorte dessa população de forma intencional e não probabilística, analisando-se as entidades de patrocínio público.

A escolha justifica-se porque as entidades de patrocínio público se preocupam mais com a gestão e têm processos de seleção mais criteriosos de membros para os órgãos estatutários, seja por patrocinadores, seja por indicação política ou por parte dos contribuintes (Nascimento, Frauches, Chan & Silva, 2014). Outra justificativa para a seleção dessa amostra deve-se a que as EFPC apresentam evidências de que os fundos de patrocínio público adotam melhores práticas de governança, com destaque para a evidenciação de elementos de natureza obrigatória (Lima *et al.*, 2015; Teixeira, 2015).

Das 89 EFPC, seis foram desconsideradas por estarem em processo de liquidação, uma por estar em processo de liquidação em decorrência da transferência de gestão para outro plano e seis por não apresentarem informações referentes ao exercício de 2017, analisado neste estudo. Dessa forma, a amostra final da pesquisa compreendeu 76 EFPC, conforme a Tabela 1.

Tabela 1

Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) analisadas

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

3.2 Modelo de regressão e apresentação das variáveis

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

$$RENT_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 DISCLOSURE_{it} + \beta_2 ESTGOV_{it} + \beta_3 VOL_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 1,}$$

em que RENT é a rentabilidade dos planos, DISCLOSURE é a variável que indica aspectos de acesso e conteúdo das informações relacionadas à governança corporativa, ESTGOV é a variável que representa a estrutura dos órgãos de governança, VOL representa o volume de recursos investidos, ε é o termo que representa o erro aleatório.

A rentabilidade dos planos (RENT) representa a variável dependente do estudo, e foi

coletada a partir da análise do Relatório Anual de Informação (RAI) da EFPC, referente ao exercício social de 2017, publicado no *website* de cada entidade. Os valores de rentabilidade foram extraídos de seções destinadas à evidenciação de informações relativas aos planos ou em mensagens divulgadas pela diretoria. Nos casos em que as entidades possuíam mais de um tipo de plano, foi considerada a rentabilidade média, dada pela soma dos diferentes valores de rentabilidade por tipo de plano, dividido pela quantidade de tipos de planos.

Tabela 2

Práticas de governança corporativa

Categorias	Práticas	Descrição das práticas (subcategorias)
Acesso à informação	PPO 1	A entidade disponibiliza o Relatório Anual (RA) em seu <i>website</i> ?
	PV 2	A entidade disponibiliza Código de conduta e/ou de ética em seu <i>website</i> ?
	PV 3	A entidade disponibiliza manual de governança em seu <i>website</i> ?
	PPO 4	A entidade disponibiliza o Estatuto em seu <i>website</i> ?
	PPO 5	A entidade disponibiliza o Regulamento dos planos em seu <i>website</i> ?
	PV 6	A entidade disponibiliza o Regimento interno em seu <i>website</i> ?
	PV 7	A entidade disponibiliza ouvidoria ou outra forma de contato eletrônico em seu <i>website</i> ?
Conteúdo das informações publicadas	PPO 8	O RA contém o demonstrativo patrimonial?
	PPO 9	O RA contém as políticas de investimentos?
	PPO 10	O RA contém as premissas atuariais?
	PPO 11	O RA contém o demonstrativo de investimento?
	PPO 12	O RA contém informações segregadas sobre as despesas do plano de benefícios?
	PV 13	O RA contém informações ambientais?
	PV 14	O <i>website</i> /RA faz referência à existência de auditoria interna?
	PV 15	O <i>website</i> /RA faz referência à existência de comitê de auditoria?
	PV 16	O <i>website</i> /RA divulga processos sobre monitoramento ou gestão de riscos?
	PPO 17	O <i>website</i> /RA divulga Demonstrativo de Resultados da Avaliação Atuarial – DRAA?
	PV 18	O <i>website</i> /RA divulga o parecer de auditores independentes?
	PV 19	O <i>website</i> /RA divulga o parecer do conselho fiscal?
	PV 20	O <i>website</i> /RA divulga informações sobre remuneração (ou políticas de remuneração) dos conselheiros?
	PV 21	O <i>website</i> /RA divulga informações sobre remuneração (ou políticas de remuneração) dos gestores?
	PV 22	O <i>website</i> /RA disponibiliza informações sobre comitês consultivos de investimentos?
	PV 23	O <i>website</i> /RA disponibiliza informações sobre comitês consultivos de riscos?
	PO 24	O Estatuto apresenta composição da Diretoria?
	PO 25	O Estatuto apresenta composição do Conselho Deliberativo?
	PO 26	O Estatuto apresenta composição do Conselho Fiscal?
PO 27	O Estatuto divulga informações sobre as atividades/competências/atribuições dos conselhos?	
PO 28	No estatuto, consta a duração do mandato dos membros dos órgãos?	
PV 29	O estatuto contém o método de convocação de reuniões dos conselhos?	
PV 30	No estatuto consta autorização para qualquer conselheiro convocar reuniões necessárias, quando o encarregado não o fizer?	
Estrutura dos órgãos de governança	PO 31	Segundo o estatuto, o Conselho Fiscal deve ter no mínimo um terço das vagas composto por participantes e assistidos?
	PO 32	Segundo o estatuto, o Conselho Deliberativo deve ter no mínimo um terço das vagas composto por participantes e assistidos?
	PV 33	O conselho deliberativo possui entre 5 e 11 conselheiros?
	PV 34	O conselho fiscal possui entre 3 e 5 conselheiros?
	PV 35	O prazo do mandato dos conselheiros é entre 1 e 2 anos?
	PV 36	Os cargos de Diretor-Executivo e de Presidente do Conselho Deliberativo são ocupados por pessoas diferentes?

Nota. Fonte: Lima et al. (2015).

As informações relacionadas ao acesso e conteúdo das informações de governança

(DISCLOSURE) e à estrutura dos órgãos de governança (ESTGOV) são variáveis independentes, que foram apuradas considerando-se a análise de informações disponibilizadas no Relatório Anual de Informação, no estatuto e no *website* de cada entidade. O *checklist* adotado foi desenvolvido por Lima *et al.* (2015) e apresenta 36 itens, dos quais 6 são destinados a observar práticas relacionadas ao acesso à informação, 23 são relacionados ao conteúdo das informações publicadas e 6 são usados para se averiguar a estrutura da gestão, conforme mostrado na Tabela 2.

Para a mensuração do indicador, considerou-se *dummy* para cada um dos elementos analisados, em que 1 representa a presença da informação observada ou a concordância com a questão abordada, e 0 indica ausência. Ao final, foi efetuada a soma da pontuação total dos itens atendidos para se determinar o percentual de atendimento de boas práticas de governança. A observação compreendeu elementos de divulgação obrigatória, parcialmente obrigatória e voluntária, conforme apontamentos apresentados por normativos, como Código das Melhores Práticas do IBGC, Manual PREVIC, Lei Complementar n.º 109/2001, Resoluções CGPC n.º 05/2002, n.º 13/2004 e n.º 23/2006, e Instrução Normativa SPC n.º 14/2007.

Os valores referentes ao volume de recursos investidos (VOL) representam os investimentos e foram extraídos do consolidado estatístico publicado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP). Adotou-se VOL como variável de controle por se tratar de uma *proxy* para porte, aspecto considerado em pesquisas pregressas, como a de Tariq e Abbas (2013). Para fins de normalização dos dados na regressão, aplicou-se ao valor do investimento o logaritmo natural. Os dados considerados referem-se ao exercício social de 2017.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatísticas descritivas

Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis de rentabilidade, acesso e conteúdo das informações de governança, estrutura dos órgãos de governança e medidas do volume de recursos investidos nas EFPC analisadas, conforme a Tabela 3.

Tabela 3

Estatísticas descritivas

Variável	Obs	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
RENT	76	0,1089	0,1789	0,0741	0,1517
DISCLOSURE	76	0,7491	0,6637	0,6000	0,8667
ESTGOV	76	0,8202	0,5940	0,6667	1
VOL	76	13,5294	2,0713	7,5396	18,0882

Na Tabela 3, o indicador de adoção das práticas de governança mostra que as EFPC adotam em média 74,91% dos elementos observados de acesso e conteúdo das informações publicadas (DISCLOSURE). O valor máximo de divulgação dessas informações representa 86,67%, o que indica divulgação de 26 dos 30 itens observados. A maior divulgação foi observada na Funpresp-JUD, Previ/BB, Real Grandeza e Refer. As EFPC que menos evidenciaram foram a Capaf, que atendeu a 18 dos 30 itens observados (60%), seguida da Faeces e Prevsan, que atenderam a 19 dos 30 itens observados (63,33%).

No que concerne aos itens relacionados à estrutura dos órgãos de governança (ESTGOV), as EFPC atendem, em média, a 82,01% dos elementos apresentados no *checklist*. Das 76 EFPC analisadas, apenas Agros e Eletra atendem a 100% dos seis itens propostos para

ESTGOV. Cageprev, Facepi, Faeces, Fapece, Fumpresc, Infraprev, Prevbep e RS-Prev atendem a 66,67% do esperado, o que representa quatro dos seis itens observados.

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

Por fim, o volume de recursos investidos apresentou uma média de 13,53, com variação entre os valores mínimos e máximos bem discrepantes, o que é justificado pelo fato de se ter observado entidades de diferentes portes, denotando haver investimentos com valores elevados, que inclusive ocupam o topo das maiores EFPC de patrocínio público (exemplo: Forluz, Funcef e Petros) em comparação a outras com investimentos baixos (exemplo: PrevBahia, Prevcom-MG e SCprev).

4.2 Resultados da regressão

Na análise de regressão, Fávero e Belfiore (2017) apontam alguns pressupostos necessários. O primeiro pressuposto é a normalidade dos resíduos, em que se aplicaram os testes de Jarque-Bera e Shapiro-Francia, cujos resultados constam na Tabela 4. Destaque-se que todos os testes aqui apresentados foram desenvolvidos com o uso do *software* Stata®.

Tabela 4

Testes de normalidade dos dados

Jarque-Bera (teste de normalidade)	3,206	Chi (2)	0,2013		
Jarque-Bera (teste para H ₀): normalidade					
Shapiro-Francia W' (teste para dados normais)					
Variável	Obs	W'	V'	z	Prob>z
Resid1	76	0,9732	1,952	1,299	0,0970

Conforme a Tabela 4, os testes de normalidade evidenciam que não há problemas com a distribuição normal dos resíduos dos dados da pesquisa (p-valor = 0,2013). Assim, os dados apresentam evidências estatísticas que levam à não rejeição da hipótese nula (p-valor > 0,05).

O segundo pressuposto da regressão é a inexistência de multicolinearidade das variáveis explicativas (Fávero & Belfiore, 2017), para o que recomendam a aplicação do teste de *Variance Inflation Fator* (VIF). Valores para o VIF superiores a 4 são considerados elevados, representando uma *Tolerance* de 0,25, o que indica um percentual de variância compartilhada entre determinada variável explicativa e as demais de 0,75. Conforme a Tabela 5, os valores de VIF encontrados são 1,27 (DISCLOSURE), 1,24 (ESTGOV) e 1,04 (VOL), o que indica inexistência de multicolinearidade.

Tabela 5
Teste de VIF

Variáveis	VIF	1/VIF
DISCLOSURE	1,27	0,7847
ESTGOV	1,24	0,8049
VOL	1,04	0,9623
VIF médio = 1,19		

O terceiro pressuposto da regressão refere-se à ausência de heterocedasticidade (Fávero & Belfiore, 2017), que pode ser avaliada pelo teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg. Conforme a Tabela 6, o modelo estabelecido apresenta problemas de heterocedasticidade considerando-se p-valor = 0,0337. Ressalta-se que, geralmente, as pesquisas no campo da contabilidade adotam um p-valor > 0,05.

Tabela 6
Teste de heterocedasticidade

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg (teste de heterocedasticidade)	
Ho: Variância constante	
Variáveis: valores ajustados de var ³	
chi2(1)	4,51
Prob > chi2	0,0337

Na Tabela 7, apresentam-se os valores obtidos na regressão para a rentabilidade em relação às variáveis de governança e volume de recursos investidos. Para corrigir o problema da heterocedasticidade, foi adotado o modelo com erro-padrão robusto.

Tabela 7
Resultados da regressão

				Número de observações	76	
				F (3, 72)	6,74	
				Prob > F	0,0005	
				R-quadrado	0,1630	
				Root MSE	0,0167	
RENT	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	t	P> t	[95% intervalo de confiança]	
DISCLOSURE	0,0127	0,0343	0,37	0,712	-0,0557	0,0812
ESTGOV	0,0286	0,0366	0,78	0,437	-0,0444	0,1017
VOL	0,0030	0,0009	3,41	0,001	0,0013	0,0048
_cons	0,0348	0,0342	1,02	0,312	-0,0333	0,1029

Na Tabela 7, verifica-se que a única variável significativa foi a que representa o volume de recursos investidos (VOL), considerando-se um p-valor > 0,01. Observa-se, ainda, que a relação entre as variáveis explicativas e a variável dependente foi positiva, mesmo para as variáveis DISCLOSURE e ESTGOV, que não apresentaram significância. Nota-se, ademais, que o coeficiente de determinação foi baixo, evidenciando-se que apenas 16,30% da variação da rentabilidade é elucidada pelas variáveis explicativas, o que indica a necessidade de revisão das variáveis do modelo proposto.

De forma complementar, procedeu-se à análise de correlação de Spearman entre as práticas de governança corporativa e as variáveis valor do Ativo (ATIVO_LN) e número de participantes (PART_LN), ambas transformadas em logaritmo natural, ilustradas na Tabela 8, a seguir. As práticas de governança corporativa foram segregadas em voluntárias (P_VOLUNT), parcialmente obrigatórias (P_PARCIAL) e obrigatórias (P_OBRIG), como

proposto no estudo de Lima *et al.* (2015).

Tabela 8

Correlações de Spearman

	P_VOLUNT	P_PARCIAL	P_OBRIG	ATIVO_LN	PART_LN
P_VOLUNT	1,0000				
P_PARCIAL	0,0420	1,0000			
P_OBRIG	.	.	1,0000		
ATIVO_LN	0,4270*	0,1894	.	1,0000	
PART_LN	0,3719*	0,1802	.	0,6090*	1,0000

Nota. Correlação significativa ao nível de *0,01.

Observa-se, na Tabela 8, que as práticas voluntárias apresentam correlação positiva e significativa, ao nível de 1%, com as variáveis valor do ativo e número de participantes. Assim, quanto maiores forem o ativo e o número de participantes, maior será a pontuação obtida pela EFPC em relação ao cumprimento das práticas voluntárias. Nota-se, ainda, significância na relação entre valor do ativo e número de participantes, o que indica que as EFPC com ativos maiores tendem a ser aquelas com maior número de participantes.

O *checklist* adotado apresentava vinte itens de natureza voluntária, nove parcialmente obrigatórios e sete obrigatórios. Em geral, todas as EFPC evidenciaram os itens de natureza parcialmente obrigatória e obrigatória, com exceção de três entidades que não evidenciaram pelo menos um dos itens parcialmente obrigatórios, relativos à disponibilidade do estatuto e do regulamento dos planos no *website* das entidades.

Nenhuma das EFPC apresentou a totalidade dos itens de natureza voluntária. Destacam-se a Eletra, Funpresp-JUD, Previ/BB, Real Grandeza e Refer, que apresentaram 75% dos vinte itens. A Copaf e a Faeces divulgaram apenas 35% dos itens de natureza voluntária. Os itens de natureza menos divulgados estão relacionados a informações ambientais e existência de comitê de auditoria no relatório anual. Entre os itens mais observados, destaque-se que o conselho fiscal possui entre três e cinco conselheiros, e no estatuto consta a observação de que qualquer conselheiro pode convocar reuniões quando isso não for feito pelo encarregado.

4.3 Discussão dos resultados

Os resultados da pesquisa não apresentam evidências suficientes para que se aceitem as hipóteses estabelecidas, que sugerem a existência de relação positiva e significativa entre as práticas de governança e a rentabilidade, considerando-se acesso e conteúdo das informações (H_{1a}) e estrutura dos órgãos de governança (H_{1b}). Acredita-se que a ausência de significância para as relações propostas possa decorrer do *checklist* utilizado, também apontado por Catapan, Colauto e Barros (2013).

Esse achado coaduna-se com o observado no estudo de Nascimento *et al.* (2014), que constatou baixa aderência com o indicador proposto, o que foi atribuído à necessidade de maior regulação do setor em relação às regras de transparência e divulgação. Nascimento *et al.* (2014), também, encontraram aderência aos pressupostos das boas práticas de governança corporativa das EFPC de patrocínio público.

Apesar do suporte encontrado para a proposição de relação positiva entre a adoção de práticas de governança corporativa e o desempenho, algumas pesquisas pregressas indicaram ausência de evidências de relação significativa entre as variáveis observadas. Fallatah e Dickins (2012), que analisaram empresas listadas na Bolsa de Valores da Arábia Saudita, observaram que a governança corporativa e o desempenho da empresa, esse mensurado pelo Retorno sobre o Ativo (ROA), não se mostraram relacionados. Isso também se observa no estudo de Catapan *et al.* (2013), ao apontar que não há indícios de efeito estatisticamente

significativo do índice de governança corporativa sobre todas as variáveis de desempenho analisadas.

Além da ausência de indícios de relação significativa entre o índice de governança e o desempenho, algumas pesquisas apontaram existência de relação parcial. Macedo e Corrar (2012) encontraram apenas indicação parcial de superioridade de desempenho de empresas que adotam práticas de governança corporativa, quando da análise de empresas do setor de distribuição de energia elétrica, já que a relação foi constatada em apenas um dos períodos analisados. Sheikh, Wang e Khan (2013), também, observaram relação parcial, já que os resultados indicaram que apenas a variável tamanho do conselho tem relação positiva com o desempenho, ao passo que as variáveis presença de diretores externos e propriedade gerencial estão negativamente relacionadas com o desempenho.

Observou-se, ainda, que a relação entre práticas de governança e desempenho pode ser negativa. Azeez (2015) verificou, entre outros achados, que existem variáveis de governança corporativa que apresentam relação negativa com o desempenho, como o tamanho do conselho. A pesquisa desenvolvida por Freitas, Silva, Oliveira, Cabral e Santos (2018) revelou, entre outros aspectos, a existência de relação significativa, porém negativa, entre a governança corporativa e o desempenho.

Os resultados de pesquisas precedentes cotejados na discussão dos achados da presente pesquisa revelam situações não convergentes quanto à relação de variáveis de governança corporativa e desempenho organizacional. Assim, os resultados desta pesquisa contribuem para a ampliação do conhecimento acerca de práticas de governança corporativa que podem, ou não, apresentar efeitos no desempenho contábil e(ou) de mercado de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC). Isso revela a necessidade de maior regulação do setor no que tange às regras de transparência e divulgação, com vistas à adesão das EFPC às boas práticas de governança corporativa (Nascimento *et al.*, 2014).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a relação entre as boas práticas de governança corporativa (acesso à informação, conteúdo das informações publicadas e estrutura de gestão) e o desempenho (mensurado pela rentabilidade dos planos) de EFPC. Os resultados do estudo não confirmaram relação positiva e significativa entre as práticas de governança e a rentabilidade, o que pode decorrer de fatores como a seleção dos itens do *checklist* utilizado.

A revisão da literatura, também, não apresenta resultados conclusivos quanto à relação entre governança corporativa e desempenho organizacional, visto que algumas pesquisas encontraram relação positiva (Sami *et al.*, 2011; Almeida *et al.*, 2013; Ulum *et al.*, 2014; Pereira & Martins, 2015; Rose, 2016; Nascimento *et al.*, 2018), enquanto outras não encontraram relação positiva, pelo menos não ao longo do período analisado (Macedo & Corrar, 2012; Catapan *et al.*, 2013; Vilhena & Camargos, 2015; Freitas *et al.*, 2018).

Os resultados da pesquisa contribuem para a literatura ao relacionar a governança corporativa com a rentabilidade dos planos das EFPC, uma vez que as pesquisas nacionais e internacionais concentraram seus esforços na análise da gestão e das práticas de governança nessas entidades (cf. Lima *et al.*, 2015; Clark & Urwin, 2016; Falcão & Alves, 2018; Martí-Ballester, 2020).

A relevância dos resultados do estudo para as práticas da gestão concerne à adoção de boas práticas de governança corporativa pelas EFPC, pelo fato de poderem contribuir para a mitigação do uso abusivo de ativos (Souto & Musalem, 2012), de forma a não comprometer o cumprimento de obrigações presentes e futuras da entidade com os pensionistas. A complexidade dos objetivos das EFPC, que podem abranger proteção de capital ou

desembolsos de fluxos de caixa em situações de restrição, reforça a necessidade de uma boa estrutura de governança e de prestação de contas (Chohan, 2017).

No entanto, os resultados da pesquisa requerem parcimônia devido às limitações de natureza amostral e temporal, uma vez que o estudo se limitou à análise das entidades de patrocínio público e utilizou demonstrativos financeiros de um único período, o exercício social de 2017. A adoção do *checklist* é, também, uma limitação, considerando-se que ele não abrange todos os elementos possíveis de governança corporativa ou, ainda, pela forma como o seu texto foi redigido. Considere-se, ademais, a subjetividade presente na interpretação ou as dificuldades de acesso a determinadas informações no momento da coleta de dados, principalmente no que tange aos itens de governança.

Nesse sentido, pesquisas futuras podem contemplar um período temporal maior, a fim de comparar resultados ao longo do tempo. Outros instrumentos de pesquisa podem ser adotados para a coleta de dados, com o intuito de auxiliar a identificação de informações relevantes das EFPC.

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

REFERÊNCIAS

- Almeida, R. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2013). Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. *Revista de Administração da UNIMEP*, 11(1), 156-180.
- Ammann, M., & Zingg, A. (2010). Performance and governance of Swiss pension funds. *Journal of Pension Economics & Finance*, 9(1), 95-128. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1324708>
- Araújo, O. C. (2005). *Contabilidade para Organizações do Terceiro Setor*. São Paulo: Atlas.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP). (2017). *Consolidado estatístico – dezembro*. Recuperado em julho 15, 2018, de <http://www.abrapp.org.br/Paginas/consolidadoestatistico.aspx>.
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance*, 3(1), 180-189. <http://dx.doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Besley, T. J., & Prat, A. (2003). Pension fund governance and the choice between defined benefit and defined contribution plans. *CEPR Discussion Paper* n. 3955. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=436991>
- Bikker, J. A., & De Dreu, J. (2009). Operating costs of pension funds: The impact of scale, governance, and plan design. *Journal of Pension Economics & Finance*, 8(1), 63-89. <https://doi.org/10.1017/S1474747207002995>
- Brasil. Ministério da Previdência Social. (2012). *Guia PREVIC: Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. Brasília. Recuperado em junho 13, 2018, de <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-de-governanca.pdf/>
- Brasil. *Resolução CGPC n.º 13*, de 1.º de outubro de 2004. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC. Recuperado em junho 13, 2018, de <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2004/13.htm>
- Brasil. *Resolução CGPC n.º 23*, de 6 de dezembro de 2006. Dispõe sobre os procedimentos a

- serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. Recuperado em junho 13, 2018, de <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2006/23.htm>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>
- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), 16-30.
- Chohan, U. W. (2017). Pension fund regulation and governance. *Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance*. https://doi.org/10.1007/978-3-319-31816-5_3474-1
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2016). Best-practice pension fund governance (pp. 295-322). In: S. Satchell (Ed.). *Asset Management: portfolio construction, performance and returns*. Cham, Suíça: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-319-30794-7_13
- Cocco, J. F., & Volpin, P. F. (2007). Corporate governance of pension plans: the UK Evidence. *Financial Analysts Journal*, 63(1), 70-83. <https://doi.org/10.2469/faj.v63.n1.4409>
- Coelho, N. N. A., & Camargos, M. A. (2012). Investimentos em previdência privada fechada: Uma análise comparativa com outras opções de aplicações financeiras no Brasil. *Contextus. Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 10(2), 7-24.
- Defau, L., & De Moor, L. (2020). The investment costs of occupational pension funds in the European Union: a cross-country analysis. *The European Journal of Finance*, 26(1), 84-94. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1656094>
- Diniz, J. A., & Corrar, L. J. (2017). Avaliação da Eficiência Financeira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(3), 44-69. http://dx.doi.org/10.21446/scg_ufrj.v12i3.14165
- Falcão, G. Q., & Alves, C. A. M. (2017). Governança Corporativa e Entidades Fechadas De Previdência Complementar no Brasil: Análise baseada em recomendações da PREVIC. *Revista de Governança Corporativa*, 4(2), 90-117.
- Fallatah, Y., & Dickins, D. (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6(36), 10025-10034. <https://doi.org/10.5897/AJBM12.008>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil..
- Freitas, G. A., Silva, E. M., Oliveira, M. C., Cabral, A. C. A., & Santos, S. M. (2018). Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 100-119. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a6
- Guo, Z., & Kga, U. K. (2012). Corporate governance and firm performance of listed firms in Sri Lanka. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 40(10), 664-667. <http://dx.doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.246>
- 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.

- [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kowalewski, O. (2012). Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, 6(1), 14-44. <https://ssrn.com/abstract=2178363>
- Lima, L. C., Oliveira, M. C., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S. M. D. P. (2015). Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 03-26. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n27p3>
- Lopes, J. E.G., Kataoka, S. S., Ribeiro Filho, J. F., & Pederneiras, M. M. M. (2010). Um estudo sobre a divulgação das informações das práticas de Governança Corporativa nos sítios das entidades fechadas de previdência complementar. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 151-174. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n13p151>
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 42-61. <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v4i1.25258>
- Machado, M. A. V., Macedo, M. A. S., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(67), 57-69. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201512240>
- Martí-Ballester, C. P. (2020). Does concurrent management of mutual funds and pension plans create conflicts of interest?. *Ensayos de Economía*, 30(56), 53-77. <https://doi.org/10.15446/ede.v30n56.78134>
- Ministério da Fazenda. (2017). *Informativo mensal da subsecretaria do regime de previdência complementar: Estatísticas do Regime de Previdência Complementar – RPC*. Recuperado em julho 15, 2018, de <http://www.previdencia.gov.br/dados-abertos/dados-abertos-previdencia-complementar/versoes-anteriores/>
- Nascimento, A. C. R., Frauches, P. F., Chan, B. L., & Silva, F. L. (2014). Aderência das entidades fechadas de previdência complementar de patrocínio público às práticas de governança corporativa. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 1(1), 79-101. <https://doi.org/10.23925/2446-9513.2014v1i1p79-101>
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 166-185. <https://doi.org/10.14392/asaa.2018111166-185>
- Pereira, C. A. P., & Niyama, J. K. (2016). Contabilidade de fundos de pensão: uma avaliação da percepção dos contadores, consultores e auditores sobre as normas contábeis brasileiras aplicáveis. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 1(6), 132-151. <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v6n1p132-151>
- Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa. *REGE-Revista de Gestão*, 22(2), 205-221. <https://doi.org/10.5700/rege559>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202-222. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.03.003>
- Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2011.06.005>

- Santiago, J. S., Cavalcante, P. R. N., & Paulo, E. (2015). Análise da persistência e conservadorismo no processo de convergência internacional nas empresas de capital aberto do setor de construção no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 174-195. <https://doi.org/10.4270/RUC.2015217>
- Sheikh, N. A., Wang, Z., & Khan, S. (2013). The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance: Evidence from Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38-55. <https://doi.org/10.1108/10569211311301420>
- Silva, R. V. D. (2009). *Atendimento às regras, princípios e práticas de governança em entidades fechadas de previdência complementar* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Souto, P., & Musalem, A. R. (2012). Assessing the governance and transparency of national public pension funds. *Review of European Studies*, 4(2), 148-167. <https://doi.org/10.5539/res.v4n2p148>
- Starks, L. T., & Wei, K. D. (2013). Cross-border mergers and differences in corporate governance. *International Review of Finance*, 13(3), 265-297. <https://doi.org/10.1111/irfi.12008>
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). (2018). *Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. Recuperado em junho 30, 2018, de <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1>
- Tan, M. G. S., & Cam, M. A. (2013). Explaining Pension Fund Product and governance disclosure in Australia. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 7(3), 49-67. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1895110>
- Tariq, Y. B., & Abbas, Z. (2013). Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance. *Economic Modelling*, 35(1) 565-575. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.08.015>
- Teixeira, B. M. (2015). *Fatores explicativos da adesão às práticas de governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, São Leopoldo, RS, Brasil.
- Ulum, Z. K. A. B., Wafa, S. A. W. S. K., Karim, M. R. A., & Jamal, A. A. A. (2014). Corporate governance practices of insurance companies: Attributes and accountability. *IUP Journal of Corporate Governance*, 13(1), 47.
- Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE. Revista de Gestão*, 22(1), 77-96. <https://doi.org/10.5700/rege552>

Corporate Governance and Profitability of Closed Entities of Complementary Pension Funds

ABSTRACT

Objective: This study analyzes the relationship between good corporate governance practices (access to information, content of published information and management structure) and the performance (measured by the profitability of the plans) of the Closed Entities of Complementary Pension Funds (Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC).

Method: The data, which comprise a sample of 76 EFPC classified among the 89 publicly funded entities, were collected in the Annual Information Reports, in statutes and information on the entities' websites and in the statistical statement published by the Brazilian Association of Closed Supplementary Pension Entities of the 2017 exercise. To test the research hypothesis, the multiple linear regression method was applied, carried out with the support of the STATA® software.

Originality / Relevance: The relevance of EFPC is highlighted, a sector that has been growing in Brazil, mainly with the pension reform in the public and private sectors.

Results: The results showed that profitability has a positive and significant relationship with the variable that indicates the adoption of good corporate governance practices. As the values of significance and explanation of the model were found to be fragile in face of the standards of the area, it is necessary to investigate if this may be due to the level of disclosure of the governance practices analyzed or even to the governance practices checklist used.

Theoretical/methodological contributions: The survey highlights the importance of good corporate governance practices in EFPC in order to achieve better results and fulfill obligations towards members of the organization and other stakeholders.

Keywords: Corporate governance; Profitability; Closed Complementary Pension Entities .

Renata Mendes de Oliveira 

Universidade Federal de Santa Catarina, Santa
Catarina, Brasil

E-mail: remendes.itba@gmail.com

Ilse Maria Beuren 

Universidade Federal de Santa Catarina, Santa
Catarina, Brasil

E-mail: ilse.beuren@gmail.com

Ernesto Fernando Rodrigues Vicente 

Universidade Federal de Santa Catarina, Santa
Catarina, Brasil

E-mail: ernesto.vicente@ufsc.br

Received: March 13, 2020

Revised: September 3, 2020

Accepted: December 2, 2020

Published: April 27, 2021

