

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO -
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

DANIEL MALDONADO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA INFLUÊNCIA NO
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DURANTE PERÍODOS DE
CRISE**

São Paulo

2017

DANIEL MALDONADO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA INFLUÊNCIA NO
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DURANTE PERÍODOS DE CRISE**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a
obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da
Silveira**

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

M244g

Maldonado, Daniel

Governança Corporativa e sua influência no desempenho das empresas durante períodos de crise / Daniel Maldonado. - - São Paulo, 2017.

53 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira.

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Governança corporativa. 2. Crise econômica - Brasil - 2014-2015. 3. Crise financeira global, 2008-2009. 4. Desenvolvimento econômico - Brasil - 2008-2009 - Estudo de caso. 5. Empresas.

DANIEL MALDONADO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA INFLUÊNCIA NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS DURANTE PERÍODOS DE CRISE**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Wesley Mendes da Silva
Fundação Getulio Vargas - FGV

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 03 de Abril de 2017.

Dedicatória

Aos meu pais,
José Carlos Maldonado e Isabel Cristina,
com amor.

Agradecimentos

Este trabalho é resultado de anos de esforço e dedicação aos estudos, apesar das dificuldades enfrentadas pelo caminho. Ainda assim, seria um enorme erro supor que o fruto deste trabalho é proveniente apenas de esforço e dedicação própria, quando na verdade não teria sido possível sem toda ajuda e apoio recebido ao longo dos anos.

Inicialmente, agradeço a Deus pelas oportunidades a mim concedidas e pelo seu amparo nos momentos de dificuldade.

Ao meu pai, José Carlos, por ser exemplo de esforço e caráter; e a minha mãe, Isabel Cristina, pelo exemplo de dedicação e amor a família.

Aos meus irmãos, Felipe e Rafaela, pelo companheirismo e pelas excelentes conversas ao longo dos anos, sem as quais eu não poderia atingir os meus objetivos.

A minha esposa Danielle, que, com suas demonstrações de carinho e paciência, sempre esteve ao meu lado nos momentos mais importantes da minha vida.

Ao Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira, pela orientação e ensinamentos valiosos durante todo o trabalho.

Ao Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio, membro da banca, pelas contribuições muito valiosas para o aprimoramento acadêmico e profissional.

Ao Prof. Dr. Wesley Mendes Da Silva, membro da banca, pelas críticas e sugestões para evolução deste trabalho.

Resumo

Nesta pesquisa, procurou-se investigar a relação entre governança corporativa e desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise. O período analisado, de 2008 a 2015, é segmentado em três períodos distintos: crise global (2008-2009), não crise (2010-2013) e crise local (2014-2015). O estudo do desempenho econômico das empresas durante períodos de crise permite compreender alguns aspectos da governança corporativa que são menos evidentes em momentos de normalidade ou crescimento econômico. As medidas de governança analisadas no estudo foram: separação de funções entre presidente do conselho e principal executivo da empresa, composição do conselho de administração, compensação de executivos e transparência das informações publicadas. Através do modelo de regressão com dados em painel, foi possível investigar a relação entre cada aspecto de governança corporativa e medidas de desempenho econômico comumente utilizadas pelo mercado. Como resultados, a separação entre as funções de presidente do conselho e diretor-presidente da companhia, um maior grau de independência do conselho de administração e o número de membros deste mesmo conselho não possuem relação positiva com o desempenho da empresa em nenhum dos períodos estudados. A remuneração paga aos administradores, o programa de participação nos lucros, a emissão de ADR's no mercado americano e relatórios financeiros auditados por uma das "Big Four", se mostraram medidas significativas para o desempenho da empresa em períodos de crescimento econômico. Durante períodos de crise econômica, possuir relatórios financeiros auditados por uma das "Big Four" se mostrou uma prática significativa para um melhor desempenho das empresas; porém, a remuneração dos administradores e a adoção de um programa de participação nos lucros se mostraram prejudiciais ao desempenho da empresa quando consideradas medidas de retorno ajustado ao risco.

Palavras-chave: Governança corporativa; Crise econômica; Desempenho econômico.

Abstract

This research aimed to examine the relation between corporate governance and economic performance of publicly traded Brazilian companies in periods of crisis. The time span investigated involved the period from 2008 to 2015, segmenting it into three different periods: global crisis (2008-2009), non-crisis (2010-2013) and local crisis (2014-2015). The study of economic performance during different periods of crisis allows understanding some aspects of corporate governance that are less evident during normal or even economic growing situations. The chosen governance mechanisms were: separation between company's board president and chief executive officer, board of directors, management compensation and transparency of published information. Afterwards, the panel data regression was used to investigate the relation between each aspect of corporate governance and economic performance index commonly used by market. As a result, the separation between company's board president and chief executive officer, a higher level independence of the board and the number of members of this same board have no positive relation with company performance in any of the periods analyzed. The management compensation, a profit sharing program, issue ADR's in American market and financial reports audited by one of the "Big Four" were significant mechanism for the company's performance during periods of economic growth. During periods of economic crisis having financial reports audited by one of the "Big Four" has proved to be a significant practice for better company performance; however, management compensation and profit sharing program were adverse to the company's performance considering risk adjusted return measures in the same period.

Key-words: Corporate governance; Economic crisis; Economic performance.

Sumário

1 Introdução	08
2 Referencial Teórico	90
2.1 Conceito e contexto histórico da Governança Corporativa	100
2.2 Mecanismos de Governança Corporativa	123
<i>2.2.1 Composição do Conselho de Administração</i>	<i>133</i>
<i>2.2.2 Estrutura de Propriedade e Controle</i>	<i>134</i>
<i>2.2.3 Modalidade de Compensação aos Gestores</i>	<i>144</i>
<i>2.2.4 Proteção aos Acionistas Minoritários</i>	<i>155</i>
<i>2.2.5 Transparência das Informações Publicadas</i>	<i>166</i>
2.3 Governança Corporativa e Desempenho	177
3 Metodologia	190
3.1 Delimitação do Período de Análise	190
3.2 Definição da Amostra e Método de Coleta de Dados	201
3.3 Hipóteses de Pesquisa	201
3.4 Variáveis de Pesquisa	212
<i>3.4.1 Variáveis Dependentes (Desempenho Econômico)</i>	<i>212</i>
<i>3.4.2 Variáveis Dependentes (Retorno Ajustado ao Risco)</i>	<i>234</i>
<i>3.4.3 Variável Independente</i>	<i>245</i>
<i>3.4.4 Variável de Controle</i>	<i>267</i>
<i>3.4.5 Modelos de Regressão Estimados</i>	<i>278</i>
3.5 Limitações de Pesquisa	28
4 Análise dos Resultados	29
4.1 Número de Observações Válidas	290
4.2 Estatística Descritiva Medidas de Desempenho Econômico	301
4.3 Estatística Descritiva Medidas de Governança Corporativa	323
4.4 Análises de Regressão Múltipla	33
5 Conclusão e Recomendação de Trabalhos Futuros	456
Referências	Erro! Indicador não definido.0

1 Introdução

O nível de desenvolvimento econômico de um país possui relação com a atividade presente no mercado de capitais, uma vez que este auxilia a alocação de recursos financeiros em oportunidades produtivas, permitindo as empresas obterem fonte de financiamento para seus projetos e impulsionar o seu crescimento (Simpson, 2010).

Além disso, os mercados financeiros são afetados pelo fenômeno de globalização econômica, que proporciona a integração destes mercados, formando uma grande rede global (Liu, Uchida e Yang, 2012). Entretanto, o fato de os mercados de capitais e sistemas financeiros estarem interligados em âmbito global aumenta o risco de que uma crise econômica em um país possa afetar os mercados de outras regiões. E exatamente nos momentos de crise econômica, o risco dos direitos de sócios minoritários e partes interessadas no negócio não serem totalmente resguardados aumenta, assim como aumenta o risco de as estruturas legais exporem deficiências na forma como operam (Baek; Kang; Park, 2004).

Neste cenário de maior integração financeira e crises econômicas, a governança corporativa mostra-se como uma importante ferramenta para muitas organizações na busca por um meio eficaz de adquirir vantagens competitivas e obter maior transparência em seus negócios (Lemmon; Lins, 2001).

Segundo Silveira (2005, p.125),

toda a discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que o tema pode impactar o desempenho das empresas. Por um lado, presume-se que a adoção de práticas recomendadas pelo mercado impacta positivamente o desempenho das organizações, como resultado de melhores decisões de negócio, redução de riscos e diminuição do custo de capital.

Por outro lado, práticas deficientes de governança podem levar a problemas e erros decisórios, o que tende a impactar o desempenho das empresas de forma negativa e provocar destruição do patrimônio empresarial.

Diversos estudos buscaram estabelecer uma relação entre governança corporativa e desempenho das organizações. Entre eles, o estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, 1999, 2000, 2002) indica que empresas que adotam práticas de governança apresentam um desempenho superior quando comparadas a empresas que não adotam tais práticas. Porém, os resultados obtidos por Wintoki, Linck e Netter (2012), demonstram que as práticas de governança estão muito mais relacionadas ao histórico e estágio de maturidade das

companhias do que um fator gerador de vantagem competitiva e desempenho superior das mesmas.

Outros trabalhos também buscaram relacionar governança corporativa e desempenho, entre eles: Bohren e Odegaard (2004), Carvalhal da Silva e Leal (2005), Cremers e Ferrel (2010), Johnson, Boone, Breach, e Friedman (2002), Kapler e Love (2004), Lameira, Lee Ness, Silva, Motta, e Klotzle (2010), Malacrida e Yamamoto (2006), Silveira, Barros e Famá (2003), Silveira (2004), Silveira, Barros e Famá (2006), Silveira e Barros (2007). Esses estudos procuram relacionar mecanismos de governança corporativa a diferentes variáveis e indicadores de desempenho com objetivo de identificar se empresas que adotaram práticas de governança conseguiram obter um melhor desempenho frente às demais empresas. Porém, apesar da grande produção científica a respeito do tema, ainda há conclusões contraditórias em relação à influência da governança corporativa sobre o desempenho das empresas, revelando então uma lacuna onde novas pesquisas podem contribuir para o avanço do conhecimento.

O presente artigo segue a orientação de Silveira (2005), que em seu trabalho afirma que “o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada as práticas recomendadas pelos agentes de mercado faz com que as empresas obtenham melhores resultados e também sejam melhores avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus*”. Ainda sob esta ótica da relação governança corporativa e desempenho, alguns trabalhos (Fischer, 2012; Johnson et al., 2002; Lameira et al., 2010; Mitton, 2002; Srour, 2005) propuseram que práticas de governança fossem avaliadas em momentos adversos da economia, uma vez que, segundo os autores, a governança corporativa pode ser um elemento relevante no intuito de explicar as diferenças de desempenho entre empresas durante uma crise econômica.

Apesar da relevância do tema e do grande número de trabalhos avaliando governança corporativa e desempenho das empresas em períodos de crise, principalmente após a crise financeira global de 2008; poucos estudos foram realizados considerando o ambiente econômico e empresas localizadas no Brasil.

Diante do cenário apresentado, observa-se uma oportunidade de contribuição de pesquisa ao relacionar governança corporativa e desempenho, considerando empresas brasileiras e períodos econômicos distintos. Assim sendo, o problema de pesquisa a ser abordado neste estudo foi definido como: Qual a relação entre mecanismos de governança corporativa e o desempenho de empresas brasileiras em momentos de crise e não crise?

2 Referencial Teórico

Nesta seção, são apresentados os conceitos teóricos utilizados como base para este trabalho, bem como a análise dos principais trabalhos relacionando governança corporativa e desempenho. Primeiramente, aborda-se o conceito e contexto histórico da governança, além dos mecanismos de governança estudados em trabalhos anteriores. Na sequência, as principais pesquisas nacionais e internacionais que relacionam governança corporativa e desempenho, tiveram os seus resultados abordados.

2.1 Conceito e contexto histórico da Governança Corporativa

Em sua publicação, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2016), define a governança corporativa como “conjunto de práticas com a finalidade de aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas e facilitar o acesso ao capital”.

Entretanto, neste estudo adotaremos a definição proposta por Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2016), onde governança corporativa é o “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Apesar do conceito apresentado acima, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) pode ser considerado um dos mais relevantes estudos precursores da governança corporativa; uma vez que aborda o conflito de agência ao afirmar que a maioria das transações no mercado é regida por contratos nos quais há o envolvimento de dois personagens: o principal e o agente. O principal se compromete a remunerar o agente, uma vez que esse realiza certas tarefas para o principal. No entanto, o agente possui vontades e interesses próprios, que podem ser conflitantes com os do principal. Esse conflito de interesses é também conhecido por “conflito de agência”; sendo que para reduzir os conflitos de agência, os acionistas da empresa incorrem em custos para monitorar as atividades dos gestores, os chamados “custos de agência”.

Segundo Mitton (2002), uma das ações para reduzir os custos de agência é a criação de um Conselho de Administração eficaz. Uma das principais iniciativas neste sentido foi a elaboração do Relatório *Cadbury* (1992), que passou a ser um marco da governança corporativa. O Relatório *Cadbury* é um código de boas práticas de governança lançado em resposta aos escândalos corporativos ocorridos na Inglaterra no final da década de 1980.

Outra ação regulatória foi a publicação da Lei Sarbanes Oxley, também conhecida por SOX, promovendo maior regulação e aprimorando as regras de governança corporativa, sendo a mais importante reforma da legislação do mercado de capitais desde a introdução da sua regulamentação, na década de 1930, após a crise financeira de 1929.

Além dos marcos regulatórios internacionais, podemos também ressaltar a criação de legislação brasileira e também iniciativas espontâneas tomadas com o objetivo de fomentar e fortalecer a ideia de que “as práticas de boa governança são de suma importância para gerar valor para as organizações e fortalecer o mercado de capitais” (IBGC, 2005, p. 59), entre elas:

- (i) A criação, em 1995, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. O IBGC é reconhecido como o primeiro órgão com foco específico sobre o tema e concentra estudos, cursos e publicações relacionados à área de governança corporativa bem como é um dos principais responsáveis pela disseminação do tema e da importância das boas práticas;
- (ii) O lançamento do Código das Melhores Práticas do IBGC, que foi fundamentado no *International Comparison of Board Best Practices*, editado em 1998 (IBGC, 2005);
- (iii) A Cartilha de Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O documento faz referência as recomendações da CVM e da importância do tema governança para investidores e empresas;
- (iv) O ativismo cada vez maior dos fundos de pensão que “perceberam o alcance (...) que poderiam exercer na função de investidores institucionais, sobretudo como futuros proprietários de grandes corporações” (IBGC, 2005, p. 69).
- (v) O Código da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) que tem por objetivo orientar governos em seus esforços para aperfeiçoar os marcos legais, institucionais e normativos;
- (vi) Os avanços e alterações realizados na Lei de Sociedades Anônimas brasileira (Lei 10.303/2001), enfatizando os princípios de transparência e equidade;
- (vii) O estabelecimento das práticas de governança corporativa como um dos requisitos para concessão de financiamento por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES);
- (viii) A Criação das Leis 11.638/2007 e 11.941/2009 que buscam atualizar as normas contábeis vigentes no Brasil e alinhar com as principais regras internacionais.

- (ix) A criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo. A criação destes segmentos (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) se destina a negociação de ações das empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar um conjunto de normas e condutas específicas de governança corporativa.

Tabela 1

Quadro Comparativo Exigências Novo Mercado BM&F BOVESPA

	<i>Novo Mercado</i>	<i>Nível 2</i>	<i>Nível 1</i>	<i>Tradicional</i>
Percentual mínimo de ações em Circulação (<i>free float</i>)	No Mínimo, 25% de <i>free float</i> .	No Mínimo, 25% de <i>free float</i> .	No Mínimo, 25% de <i>free float</i> .	Não há regra.
Características das ações emitidas	Somente ações ON	Ações ON e PN	Ações ON e PN	Ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de 05 membros, 20% independentes, mandatos de 02 anos	Mínimo de 05 membros, 20% independentes, mandatos de 02 anos	Mínimo de 03 membros	Mínimo de 03 membros
Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON	80% para ações ON
Adoção de câmara de arbitragem do mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

As ações mencionadas constituem marcos na evolução da governança corporativa no Brasil, porém, este ainda é um processo em estágio de criação e aprimoramento das iniciativas. As discussões e estudos sobre governança tem despertado o interesse de pesquisadores e corporações, a fim de procurar estabelecer as relações entre os mecanismos de governança e os possíveis benefícios obtidos com a adesão a tais práticas.

2.2 Mecanismos de Governança Corporativa

Apesar de existir variações importantes entre os diversos países, as reformas relacionadas à governança corporativa que foram implementadas nas últimas décadas tem atuado sobre os mesmos mecanismos (Wong, 2009). Por este motivo, serão apresentadas as principais pesquisas que utilizaram esses mecanismos em suas avaliações, bem como o conceito utilizado nesses estudos.

2.2.1 Composição do Conselho de Administração

O Conselho de Administração ocupa uma posição estratégica no sistema de governança corporativa, pois tem entre as suas funções: acompanhar a gestão de forma imparcial; contribuir para o desenvolvimento de estratégias, gestão de riscos e planejamento sucessório; além de garantir a integridade do processo de elaboração de relatórios financeiros (Wong, 2009).

Em seu estudo, Hermalin e Weisbach (2003), encontraram evidências que apontam melhores resultados financeiros quando as empresas mantêm um conselho independente e quando não existe dualidade de funções entre Presidente do Conselho e Executivo principal da empresa. Por outro lado, Hardwick, Adams e Zou (2008) concluíram que a proporção de diretores não executivos no conselho e a separação de funções entre Presidente do Conselho e Executivo principal se mostraram prejudiciais a eficiência de custos na amostra estudada.

Chiang e Lin (2007) analisaram a relação entre estrutura de propriedade, composição do conselho de administração e sua influência nas empresas sediadas em Taiwan. Constataram que a dualidade de funções Presidente do Conselho e Executivo principal em empresas que não são conglomerados, gera uma maior produtividade. Entretanto, Choi, Park e Yoo (2007) avaliaram a relação entre valor de mercado de empresas asiáticas e o ingresso de diretores independentes no conselho de administração, sendo que os resultados indicam que a presença de executivos independentes promoveu melhorias no desempenho corporativo.

Almeida (2012) analisou empresas do setor de energia elétrica no Brasil e concluiu que o tamanho do conselho de administração tem uma relação positiva com o desempenho da empresa; já a porcentagem de mulheres presentes no conselho apresentou relação negativa com o desempenho das empresas.

2.2.2 Estrutura de propriedade e controle

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que estrutura de propriedade e controle e o nível de proteção legal aos investidores variam muito em nível mundial, sendo que países que falham em mecanismos de governança também são conhecidos pelo baixo nível de proteção legal oferecido aos acionistas minoritários e pela alta concentração de propriedade.

Porém, La Porta et al. (2002) realizaram um estudo sobre estrutura de propriedade em grandes corporações de 27 países desenvolvidos e observaram que a maior parte das empresas de sua amostra são controladas por famílias ou pelo Estado. Claessens, Djankov, Fan, e Lang (2002), encontraram evidências de que em uma amostra de empresas maduras, o valor (medido pelo Q de Tobin) é menor quando a empresa é administrada por um membro da família fundadora.

Também Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002) analisaram a estrutura de controle direto e indireto das companhias de capital aberto brasileiras. Os resultados mostram que em 69% das empresas estudadas havia um único acionista com mais de 50% do capital votante. Por isso, mesmo nos casos onde não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa do capital social da empresa, sendo esta controlada, geralmente, por seus três maiores acionistas.

Silveira (2004) analisou se a estrutura e os determinantes de concentração de propriedade influenciam a qualidade da governança corporativa. Constatou que quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direito a voto, pior seria a qualidade da governança. Constatou também que, em termos de desempenho, existe uma relação positiva entre o Q de Tobin e governança corporativa; sugerindo que a adoção de boas práticas de governança tende a ser valorizada pelo mercado. Estes resultados foram corroborados também por Okimura, Silveira e Rocha (2004).

2.2.3 Modalidade de compensação aos gestores

Devido às dificuldades dos investidores externos em acompanhar a gestão da empresa de forma ativa, os incentivos financeiros assumem papel importante para garantir que os gestores e executivos ajam no melhor interesse da empresa (Wong, 2009). Em seu estudo, Campello, Graham e Harvey (2010) afirma que as empresas vêm alterando a forma de remuneração de seus executivos, passando de uma estrutura salarial fixa para uma remuneração flexível, incluindo bônus e recompensas atreladas ao desempenho.

Hall e Liebman (1998) concluíram que existe uma relação positiva entre desempenho e remuneração dos executivos. Este ponto de vista é compartilhado por Huang, Hsiao e Lai (2007)

que encontraram evidências de que quanto maior a proporção de ações pertencentes aos gestores, maior o desempenho das empresas analisadas em seu estudo. Contudo, Gabaix e Landier (2008) desenvolveram um modelo de remuneração de executivos considerando também o valor de mercado da empresa; tendo concluído que o crescimento do salário decorreu do aumento da capitalização de mercado das empresas, e não do desempenho dos executivos. Resultados similares foram obtidos no estudo de Kaplan e Rauh (2009), considerando dados de remuneração de cargos e atividades com altos salários, concluíram que os salários dos executivos refletem as forças de mercado e não a sua competência.

2.2.4 Proteção aos acionistas minoritários

Segundo Wong (2009), os direitos dos acionistas podem ser divididos em cinco categorias principais: propriedade, informação, influência, economia e tratamento justo. De forma simplificada, o direito de propriedade é o direito de comprar, vender e transferir propriedade e ser protegido de diluição. O acionista também tem direito de ser informado sobre questões importantes da empresa de maneira transparente e em momento oportuno. O acionista também possui direito de participar nas assembleias de acionistas e influenciar as decisões importantes a serem tomadas. O acionista tem os seus direitos econômicos relacionados ao direito de receber uma parte *pro rata* do resultado econômico, tais como dividendos e lucros e também possui o direito de vender as suas ações a um preço justo. Finalmente, o acionista tem o direito de ser tratado de forma equitativa ao proprietário controlador (Wong, 2009).

Em seu estudo, La Porta et al. (1998) argumenta que os direitos mencionados anteriormente são exercidos em maior ou menor grau dependendo do ambiente legal dos países em que as empresas operam e também em função da regra uma ação – um voto ser respeitada na organização. Em estudo posterior, La Porta et al. (2002) retratam as diferenças no ambiente legal dos países; sugerindo então que a forte proteção ao investidor é associada com uma governança corporativa mais efetiva.

Também relacionado a direitos dos acionistas e desempenho das empresas, temos o estudo de Gompers, Ishii e Metrick (2010), cujos resultados indicam que uma estratégia de investimentos baseada na compra de ações democráticas (que atendem ao interesse dos acionistas) e venda de ações não democráticas (que atendem menos aos direitos dos acionistas) teria obtido retornos anormais de 8,5% ao ano entre 1990 e 1999. Em seu estudo, Bebchuk, Cohen e Ferrel (2009) elaboraram o “índice de entricheiramento” e constataram que aumento no referido índice está associado a reduções significativas no valor das empresas.

2.2.5 *Transparência das informações publicadas*

Segundo Wong (2009), a transparência ou *disclosure* é, provavelmente, o mecanismo de governança mais utilizado pelas empresas; sendo que as pesquisas com investidores institucionais têm demonstrado que transparência está entre os aspectos mais relevantes no processo de tomada de decisões de investimento.

O estudo de Malacrida e Yamamoto (2006) avaliou a relação entre o nível de transparência dos dados contábeis e a volatilidade do retorno das ações do IBOVESPA. Os resultados indicam que um maior nível médio de *disclosure* implica menor volatilidade do retorno das ações para a amostra estudada.

Segundo Silveira e Dias (2007), outro aspecto da transparência das informações é o gerenciamento de resultados, pois acionistas majoritários e executivos podem exagerar lucros reportados, por exemplo, para alcançar certos objetivos de lucros previamente definidos ou relatar desempenho extraordinário em determinadas situações, como em uma emissão de ações.

O gerenciamento de resultados (*earning management*) foi abordado por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Em seu trabalho, os autores afirmam que os executivos de empresas negociadas em mercados com alto nível de transparência e forte proteção aos direitos de acionistas minoritários adotam menos a prática de gerenciamento de resultados, fornecendo, então, informações financeiras de maior qualidade aos investidores. Da mesma forma, Fernandes e Ferreira (2007) relacionaram gerenciamento de resultados e valor da empresa para uma amostra de 24000 companhias em 43 diferentes países. Os resultados obtidos indicam uma relação negativa significativa entre gerenciamento de resultados e valor das empresas.

No cenário brasileiro, Lopes e Walker (2008) analisaram a transparência dos relatórios contábeis emitidos por empresas listadas no IBOVESPA. Os resultados evidenciam que padrões mais elevados de governança e a decisão de emitir ADR estão negativamente relacionados à manipulação de relatórios contábeis em empresas que operam no mesmo ambiente institucional.

Silveira e Dias (2007) analisaram o impacto da divulgação de disputas entre acionistas controladores e minoritários no preço das ações de empresas atuantes no mercado brasileiro. Para tanto, analisaram 26 casos divulgados na mídia, no período de 2000 a 2006. O estudo traz a análise de aspectos pouco abordados na literatura de governança: conflitos corporativos entre acionistas controladores e minoritários. Os resultados indicam um significativo retorno anormal negativo das ações, em torno de 7%, logo após a publicação das notícias levantadas.

2.3 Governança Corporativa e desempenho

Com o objetivo de estabelecer comparações dos resultados das pesquisas anteriores com o resultado deste estudo, é importante o detalhamento de algumas pesquisas utilizadas como referência para este trabalho.

Iniciamos esta análise por Black (2001), que em seu estudo avaliou a hipótese de que o comportamento da governança corporativa poderia afetar o valor de mercado das empresas. O autor analisou um grupo de 16 empresas operando na Rússia e o resultado do trabalho indica uma forte relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas.

Mitton (2002) verificou uma amostra de 399 empresas asiáticas durante a crise de 1997 – 1998 e identificou evidências de que a qualidade dos indicadores de governança corporativa está relacionada ao melhor desempenho no valor das ações durante o período de crise.

Bohren e Odegaard (2004) analisaram a relação entre governança corporativa e desempenho de um grupo de empresas baseadas na Noruega. Os autores utilizaram regressões isoladas com diferentes mecanismos de governança agindo como variáveis independentes. O resultado indica que a relação entre governança corporativa e desempenho das empresas analisadas é significativa.

Klapper e Love (2004) avaliaram as diferenças entre os parâmetros de qualidade de governança corporativa em quatorze países emergentes, utilizando o método de regressão múltipla em um período de um ano. Os autores também encontram uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e valor de mercado.

Srouf (2005) analisou a eficácia de contratos como mecanismos de maior comprometimento entre as empresas e os acionistas minoritários, estudando uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2001. Os resultados apontam evidências de que as empresas listadas em segmentos diferenciados de governança corporativa obtiveram um desempenho superior em momentos de crise.

Silveira (2005) investigou se a estrutura de governança corporativa foi relevante para companhias abertas no mercado brasileiro alcançarem maior valor de mercado. Os resultados apontaram que as empresas que operam com pessoas distintas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado.

Silveira e Barros (2007) investigaram a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado de 154 empresas brasileiras. A investigação foi conduzida

através de diferentes análises econométricas, e o resultado obtido indica uma relação positiva e significativa entre governança corporativa e valor de mercado das empresas.

Chiang e Lin (2007) analisaram a relação entre estrutura de propriedade e sua influência na produtividade de 232 empresas industriais de Taiwan no período de 1999 a 2003. Os resultados indicam que a dualidade de funções CEO e presidente de conselho nas empresas que não fazem parte de um conglomerado geram maior produtividade.

Choi et al. (2007) avaliaram a relação entre valor de mercado e o ingresso de diretores independentes no conselho de 457 empresas entre 1999 a 2002. Os resultados apontam que a presença de executivos independentes no conselho pode ser indicada como responsável por melhorias no desempenho das empresas.

Lameira et al. (2010) procurou estimar a qualidade de governança através de um índice composto de 20 perguntas e aplicado a uma amostra de empresas de capital aberto brasileiras, no período de 2002 a 2006, relacionando indicadores de risco e desempenho. Os resultados do trabalho confirmaram a hipótese de que melhor nível de governança está associado ao melhor desempenho e menor risco das empresas.

Almeida (2012) analisou 38 empresas do setor de energia elétrica no Brasil e constatou que o tamanho do conselho de administração está positivamente relacionado ao valor e desempenho das empresas.

Peixoto, Amaral, Correia, & Neves (2013) realizou um estudo sobre a relação entre governança corporativa e valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise e não crise, durante os anos de 2000 a 2009. Os resultados indicam que empresas com boa governança possuem maior valor de mercado no período de crise global (2008-2009), porém esse resultado não foi observado em todo o período estudado.

Os diversos estudos apresentados nesta revisão bibliográfica indicam que determinados aspectos de governança corporativa podem estar relacionados positivamente ao desempenho das empresas. Entretanto, verificaram-se estudos que apresentaram resultados opostos; não permitindo uma conclusão definitiva a respeito da relação de causalidade entre adoção de práticas de governança corporativa e melhor desempenho econômico das empresas.

3 Metodologia

Esta pesquisa pretende verificar a existência de evidências de que a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas se traduz em um melhor desempenho econômico em relação às empresas que não adotam tais práticas (ou as adotam parcialmente). Especificamente, pretende-se estudar a relação entre governança corporativa e desempenho das empresas em momentos econômicos distintos, ou seja, em períodos de crise e não crise.

Para tanto, neste capítulo serão apresentados os critérios adotados para delimitação do período de análise, a definição da amostra, as variáveis estudadas, os modelos de regressão estimados e as limitações encontradas neste estudo.

3.1 Delimitação do período de análise

Barba (2011) ressalta que não existe consenso na literatura sobre a definição de datas de eventos de crises econômicas. Entretanto, de acordo com Srouf (2005) e Fischer (2012); um indicador confiável para estimar um período de crise é a variação do Produto Interno Bruto (PIB). Segundo os autores, valores de PIB negativo indicam período de crise econômica e valores de PIB positivo indicam períodos de não crise. Entretanto, os autores ressaltam a recomendação de que se adote a taxa de crescimento real do PIB, ou seja, o valor de crescimento do PIB descontado a inflação do período.

Desta forma, de acordo com IBGE (2016) na série histórica de 1994 (ano da adoção do Plano Real) até 2015, podemos observar três anos de crise: 2003 (Taxa crescimento real de -0,2%), 2009 (Taxa crescimento real de -0,2%), 2015 (Taxa crescimento real de -4,05%). Após definir os períodos de crise econômica pós Plano Real e frente à relevância já mencionada da crise econômica de 2008, será considerado o início da série no ano de 2008.

Logo, neste estudo, adotaremos o período 2008 – 2009 como de crise econômica (crise global); o período 2010 – 2013 como período de estabilidade e crescimento econômico (não-crise) e o período 2014 – 2015 novamente como período de crise (crise local).

Devido ao fato de o período total do estudo abranger dois períodos de crise, sendo o período 2008 – 2009 como efeito de crise econômica global e o período 2014 – 2015 como período de crise econômica local, será possível fazer uma análise da robustez dos resultados através da comparação da relação entre os mecanismos de governança e desempenho das empresas estudadas durante dois períodos de crise com origens e causas distintas entre si.

3.2 Definição da amostra e método de coleta de dados

No que se refere à amostra e aos dados, este estudo utilizou dados secundários coletados no site BM&F BOVESPA e Economática®, e também no site da CVM através das informações presentes no Formulário de Referência e Formulário de Informações Anuais.

A amostra foi composta por empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&F Bovespa, no período de 2008 a 2015. Empresas do setor de Finanças e Seguros foram excluídas da amostra por possuírem estrutura financeira bastante peculiar, sendo seus critérios de análise distintos em relação às demais empresas.

Com o objetivo de obter uma maior confiança em relação aos dados estudados, optou-se por considerar apenas empresas que tenham os dados referentes aos indicadores de retorno ajustado ao risco disponível por todo o período estudado (2008 a 2015). Para tanto, a análise será feita considerando as informações disponíveis no banco de dados da Economática.

Considerando os critérios já mencionados, temos então uma amostra de 91 empresas analisadas neste estudo. Optou-se por utilizar dados trimestrais das empresas para cada indicador analisado, totalizando 2912 observações possíveis para cada indicador.

3.3 Hipóteses de pesquisa

Considerando que, segundo Silveira (2005, p. 8) “há um relativo consenso que a adoção de boas práticas de governança pode causar impactos positivos sobre as empresas individualmente” e que mecanismos de governança auxiliam na tomada de decisões estratégicas de negócio, podemos formular a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese A: empresas que adotam práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho do que empresas que não adotam tais práticas em períodos de estabilidade econômica (não-crise);

E considerando que, segundo Lemmon e Lins (2001); Mitton (2002) e Srour (2005); a percepção de boa governança no ambiente empresarial, por sua vez, tende a aumentar a demanda dos investidores pelos papéis emitidos no mercado de capitais, gerando mais liquidez e alternativas de financiamento, reduzindo a exposição das organizações a fatores macroeconômicos, a seguinte hipótese de pesquisa pode ser formulada:

Hipótese B: empresas que adotam práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho do que empresas que não adotam tais práticas em períodos de instabilidade econômica (períodos de crise).

3.4 Variáveis de pesquisa

Para avaliar a relação entre governança corporativa e desempenho das empresas, optou-se por utilizar um modelo de regressão múltipla com dados em painel; sendo, portanto, necessário proceder a seleção das variáveis utilizadas neste estudo. A seleção das variáveis se baseou na pesquisa bibliográfica sobre governança através de diversos estudos nacionais e internacionais, sendo que as variáveis adotadas são apresentadas como dependentes (medidas de desempenho), independentes (mecanismos de governança) e de controle.

3.4.1 Variáveis dependentes (desempenho econômico)

Com o objetivo de realizar uma análise quantitativa sobre os possíveis ganhos tangíveis que empresas podem obter ao adotar práticas de governança corporativa, foram selecionados oito indicadores de desempenho operacional, comumente utilizados no mercado.

Tabela 2

Indicadores de Desempenho Econômico

Medidas	Indicador	Descrição
Rentabilidade	ROE – Retorno sobre Patrimônio	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
Rentabilidade	Margem EBITDA	EBITDA / Receita Operacional
Solvência	Índice de Liquidez Corrente	Ativo Circulante / Passivo Circulante
Solvência	Índice de Solvência	EBIT / Despesas com Juros
Alavancagem	Índice de Endividamento	Dívidas de Curto + Longo Prazo / Total de Ativos
Valor Relativo	Índice P/L	Preço da Ação / Lucro da Ação
Valor Relativo	Índice P/VP	Preço da Ação / Valor Patrimonial da Ação
Rendimento	<i>Dividend Yield</i>	Dividendos / Preço de Mercado das Ações

Os indicadores listados acima estão presentes na maior parte das análises divulgadas por instituições financeiras, e por isso são considerados indicadores relevantes para avaliação e mensuração de resultados econômicos e de desempenho das empresas listadas na Bolsa.

A primeira análise compara indicadores contábeis tradicionais por meio de cinco indicadores principais comumente utilizados no mercado:

- a) ROE – Retorno sobre Patrimônio: pode ser definido como a quantidade de lucro líquido retornado como uma porcentagem do patrimônio líquido. O ROE indica uma medida de rentabilidade da empresa, revelando quanto lucro uma empresa gera com o dinheiro investido pelos acionistas, ou seja, com seu patrimônio.
- b) Margem EBITDA: representa o quanto a empresa gera de recursos através de suas atividades operacionais; sem contar impostos, depreciação, amortização e outros efeitos financeiros.
- c) Índice de Liquidez Corrente: medida que indica a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo. Resultado maior do que 1 demonstra que a empresa possui capital disponível para fazer frente as suas obrigações no curto prazo, enquanto valor menor do que 1 indica que a empresa não possui capital suficiente para fazer frente as suas obrigações, sendo necessário recorrer a empréstimos e, em ultimo caso, pode afetar a solvência da empresa.
- d) Índice de Solvência: também conhecido como índice de cobertura, determina a facilidade da empresa em pagar as despesas com juros de sua dívida corrente. Este índice mostra o tamanho da dívida da empresa e se ela gera lucro suficiente para cobrir as despesas com pagamento de juros.
- e) Endividamento: é formado pelas dívidas de curto e longo prazo divididas pelo total de ativos. Esta medida indica a alavancagem da empresa no longo prazo, sendo que valores superiores a 1 indicam que a empresa opera alavancada.

A segunda análise recai sobre o componente crucial da competitividade das empresas: o custo de capital. O acesso a um custo menor de capital gera dois benefícios imediatos: um aumento no valor de mercado da companhia e um aumento no número de projetos viáveis realizados pelas empresas, uma vez que a taxa de rentabilidade exigida é reduzida. Neste caso, os efeitos de um custo de capital menor foram analisados através de três indicadores tradicionais do mercado de ações, sendo eles:

- f) Índice P/L: o índice preço/lucro indica uma relação entre o valor da ação e o quanto ela pode agregar de valor para o acionista no futuro, pois ela representa quanto tempo o acionista demora em recuperar o valor de compra da ação baseado no lucro atual da empresa.
- g) Índice P/VPA: o índice preço/valor patrimonial por ação indica uma relação entre o valor de mercado da ação e o patrimônio representado pela mesma. Como o preço

pode ser uma *proxy* para o valor de mercado por ação da empresa, este índice sugere a relação entre quanto o mercado está disposto a pagar para cada unidade monetária que os acionistas investem na empresa.

- h) *Dividend Yield*: é o índice utilizado para medir a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações. Esse índice indica quanto de remuneração através de dividendos o acionista irá receber em relação ao valor atual da ação.

3.4.2 Variáveis dependentes (retorno ajustado ao risco)

Além da utilização dos indicadores de desempenho econômico, é importante considerar também medidas de retorno ajustado ao risco na avaliação do desempenho de empresas que atuam em cenários distintos. Desta forma, para obter maior robustez nos resultados e controlar um possível viés referente aos riscos potencialmente diferentes entre as empresas, foram adotadas três medidas de retorno ajustado ao risco, sendo elas: Índice de Sharpe, Índice de Treynor e Alfa de Jensen.

- a) Índice de Sharpe: compara o retorno do ativo, descontado a taxa livre de risco na qual se mantém o ativo (risco sistêmico) e sua volatilidade (risco idiossincrático). O Índice de Sharpe indica se os retornos de uma empresa são devidos a decisões de investimento com melhor desempenho ou se o resultado é fruto de uma tomada de risco excessivo. Quanto maior o valor obtido, tanto melhor foi o desempenho ajustado ao risco. Já em caso de valores negativos, isto indica que o mesmo retorno poderia ser obtido com um ativo de menor risco.
- b) Índice de Treynor: é semelhante ao Índice de Sharpe, com a diferença de que o Índice de Sharpe utiliza a volatilidade anual das ações como medida de risco idiossincrático, enquanto o Índice de Treynor utiliza o beta do ativo (medida de correlação entre o ativo e os rendimentos de mercado) para fazer a análise do risco específico.
- c) Alfa de Jensen: procura medir o rendimento extra que receberia um investidor em relação a determinado ativo. Trata-se da diferença entre o retorno do ativo e o rendimento previsto do mesmo. O rendimento previsto é calculado através do Modelo de Formação de Preços de Ativos Financeiros (CAPM), um método de preço de ativo amplamente utilizado por analistas financeiros. Portanto, o Alfa de Jensen é um dos meios para determinar se um ativo está produzindo o rendimento

esperado para seu nível de risco. Caso o valor obtido seja positivo, isto indica que o ativo está obtendo um rendimento excedente; ou em outras palavras, o ativo está obtendo melhor desempenho em relação a ativos de mesmo risco.

Tabela 3

Medidas de Retorno Ajustado ao Risco

Medidas	Indicador	Descrição
Retorno Ajustado ao Risco	Índice de Sharpe	$SR = (\text{retorno da carteira} - \text{taxa livre de risco}) / \text{volatilidade da carteira}$
Retorno Ajustado ao Risco	Índice de Treynor	$TR = (\text{retorno da carteira} - \text{taxa livre de risco}) / \text{beta da carteira}$
Retorno Ajustado ao Risco	Alfa de Jensen	$JR = \text{retorno dos ativos} - (\text{taxa livre de risco} + \text{beta dos ativos}) \times (\text{retorno referencial} - \text{taxa livre de risco})$

Para calcular as três medidas de retorno ajustado ao risco, foram utilizadas as seguintes premissas:

Retorno do Ativo: rendimento anual das ações, obtido pela divisão do preço das ações no fim de um determinado ano pelo preço no fim do ano anterior;

Taxa Livre de Risco: considerado a taxa SELIC aplicada no período;

Volatilidade: desvio padrão dos rendimentos anuais de determinado ativo;

Retorno Carteira de Mercado: considerado o retorno anual do índice de Mercado da bolsa de valores, neste caso, o índice IBOVESPA.

3.4.3 Variável independente

Seguindo o estudo de Almeida (2012), Lameira et al. (2010), Silveira (2005), as principais variáveis independentes dos modelos estimados consideram os seguintes mecanismos de governança: (a) composição do conselho de administração; (b) modalidades de compensação aos gestores e (c) transparência das informações publicadas. As variáveis adotadas, sua descrição e estudos onde a mesma variável foi aplicada, estão mencionados na sequência do presente trabalho.

- Variável separação de funções (CEO): variável *dummy* assumindo valor 1 quando há separação de funções entre o presidente do conselho de administração e o diretor-presidente da empresa (Almeida, 2012; Mendes da Silva, 2005; Silveira, 2005). Para

que não haja concentração de poder e prejuízo ao dever de supervisão do conselho em relação à diretoria, o acúmulo das funções de presidente e diretor-presidente por uma mesma pessoa deve ser evitado. O diretor-presidente não deve ser membro do conselho de administração, mas deve participar das reuniões como convidado (IBGC, 2016). Assim sendo, é esperada uma relação positiva entre a separação de funções entre presidente do conselho e diretor-presidente e o desempenho da empresa.

- b) Variável grau de independência do conselho (GIC): dado pelo número de conselheiros independentes dividido pelo total de conselheiros (Almeida, 2012; Mendes da Silva e Black, 2005; Silveira, 2005). Todos os conselheiros, uma vez eleitos, têm responsabilidade para com a organização. Por este motivo, os conselheiros devem atuar de forma técnica, com isenção emocional, financeira e sem a influência de quaisquer relacionamentos pessoais ou profissionais (IBGC, 2016). Desta forma, é esperada uma relação positiva entre o número de conselheiros independentes e o desempenho das empresas.
- c) Variável tamanho do conselho (TAM): representada pelo número total de membros do conselho de administração (Almeida, 2012; Jensens, 1993). De acordo com IBGC (2016), recomenda-se um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze; sendo que esse número pode variar em função do setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade da criação de comitês.
- d) Variável remuneração (REM): representada pelo valor absoluto de remuneração anual paga aos administradores, incluindo o valor da participação nos lucros (Gabaix, Landier, 2008; Mendes da Silva e Black, 2005). Os administradores devem ser adequadamente remunerados, considerando as condições de mercado, as qualificações e o valor gerado à organização (IBGC, 2016). Assim sendo, é esperada uma relação positiva entre a remuneração da administração e o desempenho das empresas.
- e) Variável participação no lucro (PLC): variável *dummy* assumindo valor 1 quando a empresa mantém um programa de participação dos administradores nos lucros (Gabaix, Landier, 2008; Mendes da Silva e Black, 2005). A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para organização (IBGC, 2016). Portanto, é esperada uma relação positiva entre a criação

e manutenção de programa de participação no lucro e o desempenho das organizações.

- f) Variável internacionalização da empresa (ADR): variável *dummy* assumindo valor 1 quando a empresa emite ADR no mercado de ações norte americano (Lameira, 2010; Mitton, 2002; Silveira e Dias, 2007). Quando uma empresa emite *American Depositary Receipt* (ADR), ela obtém uma maior visibilidade no mercado internacional e maior facilidade em captar recursos no exterior, aumentando a liquidez e reduzindo o custo de capital. Desta forma, é esperado uma relação positiva entre a emissão de ADR no mercado internacional e o desempenho das organizações.
- g) Variável Transparência (TRA): variável *dummy* assumindo valor 1 quando a empresa foi auditada por empresa de auditoria com capacidade reconhecida pelo mercado, as chamadas “*big four*” (Mendes da Silva e Black, 2005; Mitton, 2002). A avaliação adequada do desempenho de uma organização depende da divulgação clara e acessível de informações sobre sua estratégia, políticas, atividades realizadas e resultados. Possibilitar um nível elevado de transparência pode minimizar os custos de transação pela redução do custo de capital ao fomentar a confiança (IBGC, 2016). Portanto, é esperada uma relação positiva entre a variável transparência e o desempenho das organizações estudadas.

3.4.4 Variável de controle

Neste estudo, as variáveis de controle são fatores que ajudam a explicar os aspectos avaliados, tendo como objetivo reduzir as distorções e vieses que podem ser causados por elementos omitidos nos modelos. As seguintes variáveis de controle foram adotadas neste estudo:

- a) Tamanho da empresa (TME): logaritmo natural do valor de mercado da empresa;
- b) Setor de Atuação (SET): controle por setor de atuação, adotando para isso a classificação presente no banco de dados Economatica;
- c) Resultado do Trimestre ou *quarter* (QUA): controle por período, a fim de evitar distorções com resultados sazonais das empresas.

3.4.5 Modelos de regressão estimados

O objetivo deste estudo é verificar as possíveis relações entre práticas de governança corporativa e desempenho financeiro das empresas. Para isto, neste estudo, as variáveis de desempenho financeiro serão relacionadas como variáveis dependentes e os mecanismos de governança corporativa serão relacionados como variáveis independentes. Desta forma, o modelo geral de regressão utilizado na pesquisa, foi o mostrado na equação (1), a seguir:

$$DF_i = \beta_0 + \beta_1*CEO + \beta_2*GIC + \beta_3*TAM + \beta_4*REM + \beta_5*PLC + \beta_6*ADR + \beta_7*TRA + \varepsilon_i$$

A variável dependente DF_i é representada por cada um dos 08 indicadores de desempenho financeiro já descritos na seção 3.4.1, sendo que, adicionalmente, a mesma análise foi realizada ao substituir a variável DF_i por indicador de retorno ajustado ao risco. O objetivo é avaliar se o desempenho financeiro obtido pelas empresas está relacionado com adoção de práticas de governança corporativa ou se é resultado de maior exposição ao risco por parte das empresas. Além disso, foram considerados três indicadores de retorno ajustado ao risco com objetivo de realizar um teste de robustez dos resultados obtidos.

3.5 Limitações de pesquisa

Segundo Cooper e Schindler (2003), durante a divulgação de resultados de pesquisa, os autores podem não levar em consideração as chamadas limitações de pesquisa. Isto pode acarretar na generalização de resultados obtidos, fazendo com que características e comportamentos não identificados na pesquisa, sejam desconsiderados na avaliação do estudo.

Portanto, com o objetivo de ressaltar as limitações presentes neste estudo e alertar para a não generalização dos resultados obtidos com a amostra estudada, é importante relacionar algumas considerações, sendo elas:

- a) O conjunto de empresas estudadas é composto por empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Portanto, os resultados obtidos nesta pesquisa não podem ser aplicados a todo o contexto empresarial brasileiro.
- b) Outra limitação deste estudo se refere ao período estudado. Apesar de abordar um período total de oito anos, com a presença de duas crises distintas neste período; ainda assim existem fatores de ordem política e econômica, que podem afetar os resultados observados neste trabalho.

- c) Adicionalmente, algumas das variáveis independentes foram obtidas por meio de *proxy*, o que também pode ocasionar vieses nos resultados observados.
- d) Finalmente, os resultados desta pesquisa estão condicionados a qualidade das informações divulgadas pelas empresas que compõem a amostra estudada. Para minimizar o risco de utilização de informações incorretas, os dados foram coletados nos sites da CVM (2016) e BM&FBOVESPA, além do setor de Relações Institucionais das empresas estudadas.

Em todo o caso, as limitações mencionadas devem ser consideradas ao analisar os resultados desta pesquisa, a fim de evitar comparações e generalizações indevidas.

4 Análise dos Resultados

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise dos dados relativos as 91 empresas participantes deste estudo, durante o período de 2008 a 2015. Inicialmente, na seção 4.1 apresenta-se o número de observações válidas para cada variável estudada. Posteriormente, nas seções 4.2 e 4.3, aborda-se a análise das estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes, de forma a permitir um melhor entendimento do comportamento das variáveis ao longo do período analisado.

Finalmente, na seção 4.4, os resultados obtidos em cada período estudado (crise global, crise local e não crise) são apresentados e discutidos, direcionando para a conclusão deste estudo.

4.1 Número de observações válidas

Devido a já citada limitação de disponibilidade de dados enfrentada durante este estudo, se faz necessário a avaliação do número de dados válidos obtidos em cada uma das variáveis. Desta forma, procura-se garantir que a variável estudada possui representatividade frente ao número total de observações possível, que neste caso, é de 2912 observações.

Tabela 4
Número de Observações Válidas

Variável Dependente	ROE ¹	MEBITDA ²	Liquidez ³ Corrente	Solvência ⁴	Endividamento ⁵	Índice ⁶ P/L	Índice ⁷ P/VP	Dividend ⁸ Yield
Total Observações	2892	2834	2909	2904	2911	2723	2838	2865
% Total	99,31%	97,32%	99,89%	99,72%	99,96%	93,50%	97,45%	98,38%
Variável Independente	CEO ⁹	GIC ¹⁰	TAM ¹¹	REM ¹²	PLC ¹³	ADR ¹⁴	TRA ¹⁵	
Total Observações	2876	2668	2804	2700	2644	2912	2876	
% Total	98,76%	91,62%	96,29%	92,71%	90,79%	100,00%	98,76%	

1-ROE= Retorno sobre Patrimônio: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

2-MEBITA= Margem EBITDA: EBITDA / Receita Operacional

3-Liquidez Corrente= Ativo Circulante / Passivo Circulante

4-Solvência = EBIT / Despesas com Juros

5-Endividamento = Dívidas de Curto + Longo Prazo / Ativo Total

6-Índice P/L= Preço da Ação / Lucro da Ação

7-Índice P/VP= Preço da Ação / valor Patrimonial da Ação

8- Dividend Yield = Dividendos / Preço de Mercado da Ação

9-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

10-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

11-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

- 12-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores
13-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa
14-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano
15-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como "Big Four"

Utilizando o critério observado nos estudos de Baek, Kang e Park (2004), foi definido o mínimo de 90% de observações válidas para consideração de cada variável. Na figura acima, podemos verificar o percentual de observações válidas para cada uma das variáveis dependentes e independentes utilizadas neste estudo. A menor disponibilidade observada está relacionada à variável PLC que apresentou 90,79% das observações válidas, o que atende ao critério mínimo estabelecido de 90% de observações válidas para se considerar uma variável válida no estudo. Cabe ressaltar que a disponibilidade de informação referente aos índices de retorno ajustado ao risco foi utilizada como critério de seleção da amostra, e por este motivo, possuem 100% de observações válidas.

4.2 Estatística descritiva medidas de desempenho econômico

Inicialmente, podemos observar que as medidas de rentabilidade (ROE e Margem EBITDA) das empresas estudadas apresentou valor médio positivo em todo o período estudado. A margem EBITDA da amostra foi ligeiramente superior no período não crise quando comparada aos períodos de crise econômica.

Dentre as medidas de solvência estudadas, o Índice de Liquidez Corrente apresentou valores positivos em todo o período de estudo. Entretanto, é possível observar uma queda no valor médio durante o período de crise local, demonstrando que as empresas sofreram um impacto maior em seu desempenho econômico durante este período. Isto se deve, em parte, a restrição de crédito mais severa que ocorreu no período de crise local quando comparado ao período de crise global, onde o governo brasileiro incentivou a produção e o consumo com programas de concessão de crédito. Os valores médios do Índice de Solvência corroboram o resultado encontrado, uma vez que também apresentaram valor menor no período de crise local.

O estudo da medida de alavancagem realizado através do Índice de Endividamento também indica uma redução na alavancagem das empresas durante o período de crise local, que pode ser interpretado como uma das consequências da restrição de crédito que foi observada neste período.

A medida de valor relativo estudado através do Índice Preço-Lucro indica uma recuperação das empresas no período de não crise em comparação ao período de crise local. É importante ressaltar que o Índice Preço-Lucro pode ter o seu aumento relacionado ao preço das

ações, que pode também ser interpretado como uma recuperação do valor de mercado destas empresas. Porém, o aumento do Índice Preço-Lucro também pode estar relacionado a uma diminuição no lucro das empresas, por isso se torna fundamental a análise de retorno ajustado ao risco que será apresentada ainda nesta seção do estudo.

Tabela 5
Estatística Descritiva Medidas de Desempenho Econômico

Variável Dependente	Crise Global	Crise Local	Não Crise	Crise Global	Crise Local	Não Crise	Crise Global	Crise Local	Não Crise
	Média	Média	Média	Mediana	Mediana	Mediana	Desv. Padrão	Desv. Padrão	Desv. Padrão
ROE ¹	0,1470	0,0508	0,0965	0,1476	0,0526	0,1105	0,4316	0,5116	0,2778
MEBITDA ²	14,7218	8,7657	15,9512	14,8000	10,5500	13,8000	36,6174	39,2502	30,2104
Liquidez Corrente ³	1,9810	1,6471	1,8379	1,7000	1,5000	1,7000	1,2885	0,9168	1,0378
Solvência ⁴	-1,7578	-0,8485	-2,3026	-1,9000	-1,7000	-1,3000	57,8827	108,170	72,3154
Endividamento ⁵	31,3611	28,2317	31,5693	30,7500	27,0000	30,9000	15,7162	14,8910	16,9389
Índice P/L ⁶	39,6162	40,5522	54,0865	39,3000	34,4000	47,0500	95,6886	84,9859	83,0973
Índice P/VP ⁷	2,7884	1,9348	2,6067	1,8000	1,1000	1,6000	4,4741	2,5338	3,5121
Dividend Yield ⁸	3,0285	3,0059	3,5231	1,9100	2,1000	2,4900	3,7106	3,6332	3,8763
Índice Sharpe ⁹	1,6406	0,0096	0,9497	-0,0800	-0,5700	0,1700	4,5065	2,4145	2,8826
Índice Treynor ¹⁰	131,524	-10,7689	84,9557	-7,2300	-33,1300	9,0200	556,754	401,049	380,477
Alfa de Jensen ¹¹	79,3299	12,8654	37,5321	4,5600	-12,4500	11,7600	257,696	135,002	128,734

1-ROE= Retorno sobre Patrimônio: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

2-MEBITA= Margem EBITDA: EBITDA / Receita Operacional

3-Liquidez Corrente= Ativo Circulante / Passivo Circulante

4-Solvência = EBIT / Despesas com Juros

5-Endividamento = Dívidas de Curto + Longo Prazo / Ativo Total

6-Índice P/L= Preço da Ação / Lucro da Ação

7-Índice P/VP= Preço da Ação / valor Patrimonial da Ação

8- Dividend Yield = Dividendos / Preço de Mercado da Ação

9-Índice Sharpe = (retorno da carteira – taxa livre de risco) / volatilidade da carteira

10-Índice Treynor = (retorno da carteira – taxa livre de risco) / beta da carteira

11-Alfa de Jensen = retorno dos ativos – (taxa livre de risco + beta dos ativos) x (retorno referencial – taxa livre de risco)

Por outro lado, a medida de valor relativo do Índice Preço-Valor Patrimonial não confirma a possível recuperação observada através do Índice Preço-Lucro, pois apresenta valores decrescentes ao longo dos períodos estudados.

A medida de rendimento estudada através do *Dividend Yield* também nos indica uma recuperação das empresas no período não crise quando comparadas ao período de crise global e local, através de uma maior distribuição de rendimentos através de dividendos. Importante ressaltar que o aumento do *Dividend Yield* também pode ser influenciado por uma queda no preço das ações sem, entretanto, afetar a medida de lucro por ação.

Da mesma forma, as medidas de retorno ajustado ao risco apresentaram uma recuperação no seu valor no período não crise em relação ao período de crise local. Este comportamento era esperado após a observação da recuperação das demais medidas de desempenho econômico estudadas.

Porém, é sensível a observação de que o período de crise local apresentou medidas de desempenho econômico com valores médios inferiores ao período de crise global, corroborando as informações apresentadas na revisão da literatura. O período de crise local foi marcado pela restrição de crédito e aumento das taxas de juros; porém, o mesmo comportamento não foi observado no período de crise global uma vez que os bancos brasileiros não estiveram expostos aos ativos relacionados ao *subprime* americano, além de operar em um mercado com maior regulação e conservadorismo contábil.

4.3 Estatística descritiva medidas de Governança Corporativa

Tabela 6
Estatística Descritiva Medidas de Governança Corporativa

Variável Independente	Crise			Não Crise			Crise		
	Global	Local	Não Crise	Global	Local	Não Crise	Global	Local	Não Crise
	Média	Média	Média	Mediana	Mediana	Mediana	Desv. Padrão	Desv. Padrão	Desv. Padrão
CEO ¹	0,7011	0,9560	0,8505	1,0000	1,0000	1,0000	0,4580	0,2051	0,3566
GIC ²	0,2644	0,3479	0,2930	0,2000	0,3333	0,2857	0,2444	0,2542	0,2477
TAM ³	7,5493	7,8508	7,7844	7,0000	8,0000	7,0000	2,7913	2,8768	2,4014
REM ⁴ (R\$ milhões/ano)	9,351	16,603	12,424	6,203	11,669	9,019	1,055	16,220	11,769
PLC ⁵	0,4692	0,5141	0,5395	0,0000	1,0000	1,0000	0,4995	0,5001	0,4986
ADR ⁶	0,2967	0,3516	0,3358	0,0000	0,0000	0,0000	0,4571	0,4778	0,4724
TRA ⁷	0,8275	0,8956	0,9283	1,0000	1,0000	1,0000	0,3780	0,3059	0,2579

1-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

2-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

3-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

4-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores.

5-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

6-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano.

7-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como "Big Four".

A variável CEO relaciona se o principal executivo da empresa também acumula a função de presidente do conselho. Os resultados obtidos indicam que, em média, 95,6% das

empresas não possuem o acúmulo de função entre CEO e presidente do conselho. É interessante observar que no período de crise global (2008-2009), período não crise (2010-2013) e período de crise local (2014-2015), o número de empresas que possuem separação entre as funções de presidente do conselho e o principal executivo da empresa sofreu um aumento de 70,11% para 95,60%. Estes dados indicam que um número cada vez maior de empresas adota esta prática como um diferencial competitivo nas suas operações.

A variável GIC indica o grau de independência do conselho de administração. O mesmo comportamento observado na variável CEO, também foi observado em relação ao grau de independência do conselho, pois o número médio de membros independentes atuando no conselho passou de 26,44% para 34,79%.

O número médio do total de membros do conselho de administração também sofreu um acréscimo, passando de 7,54 no início do período estudado para 7,85 membros ao final do período estudado, sendo que este valor está compreendido entre o intervalo recomendado pelo IBGC (2016) para o número de membros do conselho de administração. A remuneração total dos executivos das empresas se manteve em alta, mesmo em períodos de crise. O valor total médio anual passou de R\$9,35 milhões para R\$16,60 milhões.

Em relação ao programa de participação nos lucros e resultados foi observada uma queda no número de empresas que adotam este tipo de programa no período de crise local em relação ao período não crise, passando de 53,45% para 51,41%. Apesar de haver uma diminuição no número médio de empresas que oferecem tal programa, a remuneração total dos diretores não foi impactada, como já mencionado na variável remuneração.

O número de empresas que possuem ações listadas na bolsa americana (NYSE) através do programa de emissão de ADR's, passou de 29,67% para 35,16% do total da amostra estudada, indicando que um número cada vez maior de empresas busca se adequar as exigências do mercado internacional.

A variável transparência indica o número de empresas que foram auditadas por uma das quatro grandes empresas de auditoria atuantes no mercado brasileiro, conhecidas como "*Big Four*". O número médio de empresas que adotaram este procedimento sofreu queda, passando de 92,83% para 89,56% do total de empresas estudadas. Isto se justifica, em parte, pelos valores pagos as empresas de auditoria. Em momentos de crise econômica é esperado que as empresas procurassem diminuir os custos administrativos buscando por outras empresas de auditoria que podem oferecer valores mais competitivos pelo serviço prestado.

4.4 Análises de regressão múltipla

Nesta seção são abordadas as análises de regressão múltipla para a amostra em cada um dos períodos. As variáveis de desempenho econômico que obtiveram modelos explicativos estatisticamente significativos estão relacionadas pelo número de asteriscos ao lado do p-valor obtido. O p-valor obtido em cada variável está indicado entre parênteses e o nível de significância estatística é dado por: * (significante a 10%), ** (significante a 5%) e *** (significante a 1%).

Apesar de, em alguns modelos, não obtermos valores expressivos para o R² ajustado, isso não diminui a importância do teste, já que o objetivo central deste estudo é entender as associações entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho econômico dentro dos períodos econômicos distintos.

Tabela 7
Regressão ROE x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
ROE¹	-0,2229	-0,0462	-0,0365	4,5689e ⁻⁰⁹	0,2226	0,1717	-0,1595
(Crise Global)	(0,0018)***	(0,4787)	(0,0002)***	(0,0078)***	(0,0013)***	(0,0010)***	(0,0112)**
ROE¹	0,0118	-0,2792	-0,0149	6,1383e ⁻⁰⁹	0,1381	0,1423	0,3224
(Crise Local)	(0,9073)	(0,0003)***	(0,0864)*	(0,5615)	(0,0004)***	(0,0134)**	(0,0122)**
ROE¹	-0,0877	-0,0934	-0,0006	3,8630e ⁻⁰⁹	0,0406	0,0184	-0,0137
(Não Crise)	(0,0001)***	(0,0003)***	(0,0455)**	(0,0001)***	(0,0188)**	(0,2781)	(0,7436)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1-ROE= Retorno sobre Patrimônio: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como "Big Four"

A variável CEO se mostrou estatisticamente significativa nos períodos de crise global e não crise, porém com valores negativos. Isto indica que quando existe separação entre as funções de presidente do conselho de administração e diretor-presidente, é esperado um valor menor de ROE nas empresas estudadas. Este resultado contradiz os resultados obtidos por Chiang e Lin (2007), onde a separação das funções entre presidente do conselho e o principal executivo da empresa gerou uma maior produtividade e, conseqüentemente, um valor superior de ROE.

A variável GIC se mostrou significativa nos períodos de crise local e não crise, também com valores negativos. Isto indica que quanto maior a independência do conselho de

administração, menor é o valor esperado de ROE nas empresas estudadas. Novamente, este resultado vai de encontro aos resultados obtidos por Choi et al. (2007), que afirma que a presença de executivos independentes no conselho pode ser indicada como responsável por melhorias no desempenho das empresas.

A variável TAM se mostrou significativa em todos os períodos estudados, indicando que quanto maior o número de membros do conselho de administração, menor o valor esperado de ROE no referido período. Este resultado é oposto aos resultados encontrados por Almeida (2012), que constata que o tamanho do conselho de administração está positivamente relacionado ao valor e desempenho das empresas.

A variável REM se mostrou significativa para os períodos de crise global e não crise, indicando que quanto maior a remuneração dos diretores, maior o valor esperado de ROE. Isso corrobora os resultados do trabalho de Hall e Liebman (1998), que encontraram uma relação positiva entre desempenho e remuneração dos executivos.

A variável PLC se mostrou significativa tanto em períodos de crise como períodos de não crise, indicando que a adoção de programa de participação nos lucros e resultados tem relação positiva com o ROE da empresa. Campello, Graham e Harvey (2010) encontraram resultados semelhantes em seu trabalho, onde afirmam que uma remuneração flexível, incluindo bônus e recompensas atreladas ao desempenho tem relação positiva com os resultados econômicos da empresa.

O mesmo ocorre com a variável ADR, que apresentou relação positiva e significante com o ROE da empresa. Entretanto, a significância só foi observada nos períodos de crise global e crise local. Da mesma forma, Lopes e Walker (2008) encontraram resultados que evidenciam que padrões mais elevados de governança e a decisão de emitir ADR tem relação positiva com o desempenho econômico das empresas.

A variável TRA se mostrou significativa para períodos de crise global e crise local, porém, com valores positivos no período de crise local, indicando a percepção do mercado sobre a transparência e confiabilidade das auditorias realizadas por uma das chamadas “*Big Four*”, com reflexo positivo no ROE da empresa. Entretanto, no período de crise global este resultado foi oposto, indicando que as empresas auditadas pelas “*Big Four*” tiveram um reflexo negativo no ROE. Essa ocorrência pode ser explicada, em parte, pelo clima de desconfiança que se instalou sobre as empresas de auditoria e empresas de classificação de risco no momento da crise global de 2008.

Tabela 8

Regressão Margem EBITDA x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
M. EBITDA¹ (Crise Global)	-14,7309 (0,0001)***	-9,5819 (0,2161)	-2,8898 (0,0248)**	3,9517e-07 (0,0052)***	8,5097 (0,0476)**	-5,4217 (0,5666)	23,0006 (0,0524)*
M. EBITDA¹ (Crise Local)	-24,3054 (0,0394)**	4,5787 (0,3646)	-0,0042 (0,9922)	4,3787e-07 (0,0009)***	15,9008 (0,0001)***	3,5471 (0,3810)	30,6895 (0,0092)***
M. EBITDA¹ (Não Crise)	1,0137 (0,6374)	5,3384 (0,1347)	-0,3569 (0,3373)	4,6402e-07 (0,0001)***	8,4034 (0,0001)***	0,7627 (0,7306)	-0,4751 (0,9263)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- MEBITA= Margem EBITDA: EBITDA / Receita Operacional

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “Big Four”

Considerando a variável Margem EBITDA como variável dependente, as variáveis GIC e ADR não se mostraram significantes em nenhum período estudado. Já as variáveis REM e PLC se mostraram significativas em todos os períodos analisados, indicando que a remuneração dos executivos da empresa e a adoção de um programa de Participação nos lucros tem influência positiva sobre a Margem EBITDA. Este resultado é semelhante ao obtido por Huang, Hsiao e Lai (2007), que conclui em seu estudo sobre a relevância positiva da remuneração variável paga aos executivos como fator decisivo para o maior desempenho econômico observado nas empresas estudadas.

A variável CEO se mostrou significativa no período de crise global e crise local, indicando que a separação de funções gerou um impacto negativo na margem EBITDA durante os períodos de crise, assim como já observado influência similar em relação ao ROE.

A variável TAM se mostrou significativa no período de crise global, porém, apresentou valores negativos, sendo este comportamento também observado na variável dependente ROE. Este resultado é oposto ao trabalho de Almeida (2012), que constata que o tamanho do conselho de administração está positivamente relacionado ao valor e desempenho das empresas.

A variável TRA foi significativa para os períodos de crise local e crise global, obtendo valores positivos. Isto indica que o fato de ser auditado por uma das chamadas “Big Four”, trouxe um impacto positivo sobre a margem EBITDA das empresas durante o período de crise. Este resultado está de acordo com o trabalho de Malacrida e Yamamoto (2006), que indicam que um maior nível médio de *disclosure* implica menor volatilidade do retorno das ações, além de estar associado positivamente ao desempenho das empresas para a amostra estudada.

Tabela 9

Regressão Liquidez Corrente x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Liquidez¹ Corrente (Crise Global)	-0,1339 (0,2163)	0,2209 (0,2163)	-0,0802 (0,0001)***	-1,3127e ⁻⁰⁹ (0,0041)***	0,3326 (0,0003)***	-0,4325 (0,0001)***	0,3626 (0,0028)***
Liquidez¹ Corrente (Crise Local)	-0,2219 (0,2481)	0,3004 (0,0076)***	-0,0126 (0,1729)	-3,4149e ⁻⁰⁹ (0,1096)	0,1318 (0,0757)*	0,0711 (0,4506)	0,3334 (0,0106)**
Liquidez¹ Corrente (Não Crise)	0,1183 (0,0540)*	-0,0792 (0,3862)	-0,0195 (0,0574)*	-8,2823e ⁻⁰⁹ (0,0001)***	0,1133 (0,0254)**	0,0730 (0,1304)	-0,0116 (0,9012)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- Liquidez Corrente= Ativo Circulante / Passivo Circulante

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “Big Four”

Considerando a variável Liquidez Corrente como variável dependente, a variável TRA se mostrou significativa nos períodos de crise global e crise local, mostrando a importância da percepção de transparência por parte dos investidores durante os momentos de crise.

A variável CEO foi significativa para o período de não crise, indicando uma influência positiva sobre o Índice de Liquidez Corrente da empresa. A variável GIC foi significativa para o período de crise local e apresentou sinal positivo; logo, é esperado que um maior número de conselheiros independentes tenha um impacto positivo sobre o Índice de Liquidez Corrente.

De forma oposta, a variável TAM e REM foi significativa para períodos de crise global e não crise, porém, apresentou sinal negativo. Isso indica que um maior número de conselheiros e uma remuneração maior paga aos administradores têm um impacto negativo sobre o Índice de Liquidez Corrente da empresa.

A variável PLC se mostrou significativa para todos os períodos estudados, indicando que empresas que mantêm um programa de participação nos lucros tem uma influência positiva sobre o seu Índice de Liquidez.

A variável ADR foi significativa para o período de crise global e apresentou sinal negativo, indicando, portanto, que empresas que emitem ADR's no mercado norte americano tiveram um impacto negativo sobre seu Índice de Liquidez no período de crise global. Parte

deste resultado pode ser explicado devido à restrição de crédito observada no período, já que segundo Srour (2005), a crise global de 2008 foi marcada pela forte restrição ao crédito, causando grande impacto nas empresas e um número significativa de falências.

A variável TRA se mostrou significativa para os períodos de crise estudados e apresentou sinal positivo. Isso reforça a importância da percepção de transparência por parte dos investidores, facilitando o acesso das empresas a fontes de financiamento.

Tabela 10
Regressão Solvência x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Solvência¹ (Crise Global)	1,3509 (0,8531)	8,2518 (0,3357)	-0,4579 (0,5041)	-3,0467e ⁻⁰⁷ (0,3219)	5,3078 (0,5687)	-2,9611 (0,4929)	-14,3017 (0,1425)
Solvência¹ (Crise Local)	5,2775 (0,4738)	5,5931 (0,6102)	0,1146 (0,9253)	-5,6483e ⁻⁰⁷ (0,1630)	2,6599 (0,6171)	-4,0037 (0,7736)	2,8438 (0,7784)
Solvência¹ (Não Crise)	0,1173 (0,9794)	-8,5574 (0,5022)	-0,8124 (0,3437)	4,5912e ⁻⁰⁷ (0,8138)	-4,3086 (0,4644)	-1,9918 (0,7499)	-10,9519 (0,3386)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- Solvência = EBIT / Despesas com Juros

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como "Big Four"

Para a variável dependente Índice de Solvência, nenhuma das variáveis independentes estudadas obteve nível de significância estatística mínimo para ser considerada neste estudo.

Tabela 11
Regressão Endividamento x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Endividamento¹ (Crise Global)	1,2582 (0,4939)	-10,1663 (0,0004)***	0,2658 (0,3214)	-3,0708e ⁻⁰⁷ (0,0075)***	-2,9649 (0,0619)*	-0,4727 (0,7954)	7,1009 (0,0007)***
Endividamento¹ (Crise Local)	7,5018 (0,0458)**	-5,4734 (0,0117)**	-0,8137 (0,0106)**	-2,7034e ⁻⁰⁷ (0,4995)	-3,7289 (0,0030)***	1,5423 (0,0925)*	3,6157 (0,0726)*
Endividamento¹ (Não Crise)	3,4000 (0,0154)**	-4,0592 (0,0239)**	-1,4056 (0,0001)***	-4,2587e ⁻⁰⁸ (0,2934)	-3,8274 (0,0001)***	2,5945 (0,0155)**	3,6580 (0,1061)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- Endividamento = Dívidas de Curto + Longo Prazo / Ativo Total

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

- 3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração
 4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração
 5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores
 6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa
 7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano
 8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “*Big Four*”

Em relação a variável dependente Endividamento, a variável CEO se mostrou significativa para período de crise local e não crise; indicando que empresas que adotam a separação das funções entre presidente do conselho e principal executivo da empresa, possuem um maior endividamento.

De forma oposta, a variável GIC obteve significância em todos os períodos estudados e valores negativos, indicando que quanto maior a independência do conselho de administração de uma empresa, menor o nível de endividamento da mesma. Esta mesma influência pode ser observada na variável TAM, indicando que um maior número de participantes do conselho, reflete em menor endividamento observado na amostra estudada.

Ainda em relação ao endividamento das empresas, foi possível observar a influência da remuneração dos executivos (REM) no período de crise global, indicando que quanto maior a remuneração dos executivos, menor o endividamento das empresas no período. Este comportamento se repete em relação a variável PLC, mostrando que empresas que adotam programas de participação nos Lucros e Resultados possuem um nível menor de endividamento do que empresas que não adotam este tipo de programa.

A variável ADR se mostrou significativa no período de crise local e não crise, indicando um maior nível de endividamento das empresas que possuem ADR's negociadas no mercado americano. Este resultado pode ser explicado, parcialmente, pela facilidade de acesso ao crédito por parte das empresas que possuem ADR's, conforme citado por Lopes e Walker (2008).

O mesmo comportamento foi observado em relação a variável TRA no período de crise global, indicando que as empresas auditadas por uma das “*Big Four*”, possuem um maior nível de endividamento no período mencionado.

Tabela 12
Regressão Índice P/L x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Índice PL ¹	-8,2418	-48,0714	1,1951	1,0225e ⁻⁰⁶	-26,1648	-4,7040	31,1759
(Crise Global)	(0,4167)	(0,0155)**	(0,4464)	(0,0251)**	(0,0132)**	(0,6495)	(0,0569)*

Índice PL ¹	-6,8639	-18,7021	-0,3599	4,4860e ⁻⁰⁶	-14,7928	8,5138	34,9233
(Crise Local)	(0,6779)	(0,1688)	(0,7603)	(0,1792)	(0,0535)*	(0,3316)	(0,0111)**
Índice PL ¹	7,8138	-18,2884	-0,3566	1,0849e ⁻⁰⁶	-5,9320	-1,3582	15,4624
(Não Crise)	(0,1814)	(0,0944)*	(0,7282)	(0,0001)***	(0,2565)	(0,8136)	(0,2785)

Regressão Múltipla com Dados em Pannel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
 *** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- Índice P/L= Preço da Ação / Lucro da Ação

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como "Big Four"

Em relação a variável dependente Índice Preço-Lucro, as variáveis CEO, TAM e ADR não se mostraram significativas em nenhum dos períodos estudados. Este resultado não confirma os resultados obtidos por Lameira et al. (2010), que em seu estudo postula que a separação entre as funções presidente do conselho e principal executivo da empresa e o número de membros participantes no conselho de administração tem relação positiva com a percepção de valor de mercado da empresa.

A variável GIC se mostrou significante no período de crise global e não crise, porém com resultado negativo. Isso indica que um número maior de conselheiros independentes tem uma relação negativa com o Índice P/L das empresas estudadas.

A remuneração dos executivos (REM) também se mostrou significativa nos períodos crise global e não crise, indicando uma influência positiva sobre o Índice P/L da empresa. Este resultado confirma o estudo de Hall e Liebman (1998), onde foi encontrado evidências de que existe uma relação positiva entre desempenho econômico das empresas e remuneração dos executivos. Entretanto, o comportamento oposto foi observado em relação a variável PLC, indicando que empresas que mantêm um programa de participação nos lucros e resultados para executivos, sofrem uma influência negativa no Índice P/L. Esse resultado se opõe aos encontrados por Campello, Graham e Harvey (2010); que concluíram que empresas que adotam um programa de participação nos lucros e resultados possuem melhor desempenho.

A variável TRA se mostrou significante para período de crise global e crise local, indicando que empresas auditadas por uma das "Big Four", possuem um impacto positivo em seu Índice P/L, confirmando os estudos de Malacrida e Yamamoto (2006) que apontam que um maior nível médio de *disclosure* implica em melhor desempenho econômico das empresas.

Tabela 13

Regressão Índice P/VP x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Índice PVP ¹ (Crise Global)	0,0287 (0,9638)	-0,3317 (0,6147)	0,0501 (0,6516)	5,5581e ⁻⁰⁸ (0,0142)**	-0,1212 (0,8669)	-0,4966 (0,3285)	1,4549 (0,0434)**
Índice PVP ¹ (Crise Local)	0,9162 (0,0047)***	-0,8212 (0,0128)**	0,1140 (0,0016)***	2,3183e ⁻⁰⁸ (0,0033)***	-0,2771 (0,1847)	0,2392 (0,0633)*	0,3721 (0,0565)*
Índice PVP ¹ (Não Crise)	0,2082 (0,3797)	-0,9329 (0,0063)***	0,0105 (0,9615)	5,2384e ⁻⁰⁸ (0,0001)***	-0,4835 (0,0116)**	0,1257 (0,3801)	0,8468 (0,0035)***

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral

*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- Índice P/VP= Preço da Ação / Valor Patrimonial da Ação

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como "Big Four"

Em relação a variável dependente Índice P/VP, a variável CEO foi significativa para o período de crise local, indicando que a separação de funções tem uma influência positiva sobre o Índice P/VP, sendo este comportamento também observado em relação a variável tamanho do conselho (TAM) e Emissão de ADR's no mercado americano (ADR).

A remuneração dos executivos (REM) também se mostrou significativa para todos os períodos analisados, indicando o reflexo positivo da remuneração sobre o Índice P/VP das empresas estudadas.

Entretanto, a variável GIC foi significativa para os períodos de crise local e não crise, apresentando valores negativos. Este resultado corrobora os resultados obtidos por Hardwick, Adams e Zou (2008), onde existem evidências de que a proporção de diretores não executivos no conselho se mostrou prejudicial a eficiência das empresas.

Tabela 14

Regressão *Dividend Yield* x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸	NGC ⁹
<i>Dividend Yield</i> ¹ (Crise Global)	-0,6433 (0,0177)**	-0,4111 (0,4310)	0,0066 (0,9292)	1,5476e ⁻⁰⁸ (0,2174)	0,3229 (0,2837)	1,5463 (0,0069)***	1,3315 (0,0005)***	-0,1895 (0,5161)
<i>Dividend Yield</i> ¹ (Crise Local)	-2,8638 (0,0001)***	0,6178 (0,2063)	0,2915 (0,0009)***	-8,8055e ⁻⁰⁸ (0,2487)	1,0478 (0,0001)***	-0,3940 (0,2723)	0,7052 (0,0270)**	-0,1851 (0,5190)

<i>Dividend Yield</i> ¹	-0,5532	-1,2315	0,3181	-1,0175e ⁻⁰⁸	0,0596	0,6921	1,6935	-0,2179
(Não Crise)	(0,0082)***	(0,0002)***	(0,0001)***	(0,2292)	(0,7923)	(0,0065)***	(0,0001)***	(0,2885)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- *Dividend Yield* = Dividendos / Preço de Mercado da Ação

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “*Big Four*”

Em relação a variável dependente *Dividend Yield*, a variável CEO foi significativa para todos os períodos estudados, apresentando valores negativos. Isto indica que empresas que possuem separação entre as funções CEO e principal executivo da empresa possuem um *dividend yield* menor do que empresas que não possuem essa separação, mantidas as demais condições. Este resultado corrobora os achados de Hermalin e Weisbach (2003), que indicam melhor resultado operacional quando não se adota a separação entre as funções de presidente de conselho e principal executivo da empresa.

A variável TRA também foi significativa para os três períodos, porém com valores positivos, indicando que empresas auditadas por uma das “*Big Four*” apresentam um *Dividend Yield* maior do que as demais empresas, mantidas as demais condições. Resultado similar também foi encontrado por Malacrida e Yamamoto (2006) em seu estudo.

O grau de independência do conselho (GIC) foi significativo para o período não crise, indicando que empresas com maior nível de independência do conselho possuem um *dividend yield* menor em relação às demais empresas.

Entretanto, o tamanho do conselho (TAM) foi significativo para período de crise local e não crise, apresentando influência positiva sobre o *Dividend Yield*. Este resultado confirma os resultados de Almeida (2012), que apontam relação positiva entre o tamanho de conselho e desempenho econômico das empresas.

A variável remuneração não se mostrou significativa para nenhum período estudado.

Tabela 15

Regressão Índice Sharpe x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Índice Sharpe ¹ (Crise Global)	0,2725 (0,5540)	0,8434 (0,3102)	-0,0232 (0,7408)	-9,2528e ⁻⁰⁹ (0,7063)	-0,0270 (0,9520)	-0,2857 (0,5742)	-0,6532 (0,2893)
Índice Sharpe ¹ (Crise Local)	-1,0547 (0,2215)	-0,2875 (0,3836)	-0,0214 (0,5158)	-8,0441e ⁻⁰⁹ (0,8919)	-0,5449 (0,0086)***	0,2576 (0,2965)	-0,7035 (0,0529)*

Índice Sharpe¹	0,0353	-0,0741	0,0191	3,4312e ⁻⁰⁹	0,2127	-0,2107	-0,1149
(Não Crise)	(0,8798)	(0,8011)	(0,5719)	(0,6120)	(0,1484)	(0,2013)	(0,8132)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

- 1- Índice Sharpe = (retorno da carteira – taxa livre de risco) / volatilidade da carteira
2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa
3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração
4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração
5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores
6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa
7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano
8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “Big Four”

Considerando o Índice de Sharpe como medida de retorno ajustado ao risco, as variáveis PLC e TRA se mostraram estatisticamente significativas para o período de crise local. Entretanto, as duas variáveis apresentaram valores negativos, contrariando os resultados obtidos por Campello, Graham e Harvey (2010) que indicam que um programa de recompensas atrelado ao desempenho tem relação positiva com o desempenho econômico da empresa; e também os resultados de Malacrida e Yamamoto (2006), que afirmam que um maior nível de *disclosure* está positivamente relacionado com o desempenho das empresas.

As demais variáveis independentes não apresentaram significância estatística para nenhum dos períodos analisados.

Tabela 16
Regressão Índice Treynor x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Índice Treynor¹	63,3	-101,748	1,0706	-5,3661e ⁻⁰⁶	-37,4194	-76,4292	86,9312
(Crise Global)	(0,3113)	(0,3354)	(0,9022)	(0,0587)*	(0,3643)	(0,2881)	(0,2916)
Índice Treynor¹	2,4961	-19,8882	3,0812	-2,5759e ⁻⁰⁶	-50,2134	-33,2323	3,0489
(Crise Local)	(0,9737)	(0,7967)	(0,5695)	(0,7763)	(0,2045)	(0,3583)	(0,9413)
Índice Treynor¹	23,3617	12,2028	3,1032	-4,0793e ⁻⁰⁹	13,2751	-8,1806	49,8576
(Não Crise)	(0,3063)	(0,7847)	(0,5586)	(0,9610)	(0,5028)	(0,7134)	(0,4246)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
*** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

- 1- Índice Treynor = (retorno da carteira – taxa livre de risco) / beta da carteira
2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa
3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração
4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração
5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores
6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa
7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano
8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “Big Four”

Considerando o Índice de Treynor como medida de retorno ajustado ao risco, nenhuma das variáveis independentes apresentou significância estatística.

Tabela 17
Regressão Alfa Jensen x Medidas de Governança Corporativa

Variável Dependente	CEO ²	GIC ³	TAM ⁴	REM ⁵	PLC ⁶	ADR ⁷	TRA ⁸
Alfa Jensen¹	21,3678	37,0044	0,8783	-2,4395e ⁻⁰⁶	3,1144	-40,7992	-39,2775
(Crise Global)	(0,4840)	(0,5734)	(0,8163)	(0,0773)*	(0,9149)	(0,2612)	(0,3823)
Alfa Jensen¹	-55,7888	-17,2023	-1,4311	-1,1585e ⁻⁰⁶	-27,9654	8,8348	-39,1122
(Crise Local)	(0,3198)	(0,3054)	(0,3941)	(0,0267)**	(0,0273)**	(0,5072)	(0,9234)
Alfa Jensen¹	-4,2561	18,2208	1,5211	-3,1166e ⁻⁰⁶	0,9995	-12,8761	-8,3619
(Não Crise)	(0,6714)	(0,2350)	(0,2459)	(0,9172)	(0,8809)	(0,3653)	(0,6875)

Regressão Múltipla com Dados em Painel com parâmetros ajustados por correção de White, erro padrão robusto a heteroscedasticidade e autocorrelação. Aplicado controle por Tamanho do Ativo, Setor de Indústria e Efeito Sazonal Trimestral
 *** (significância estatística a 1%), ** (significância estatística a 5%), * (significância estatística a 10%)

1- Alfa de Jensen = retorno dos ativos – (taxa livre de risco + beta dos ativos) x (retorno referencial – taxa livre de risco)

2-CEO= Separação de funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Diretor-Presidente da empresa

3-GIC= Percentual de Conselheiros Independentes dentro do Conselho de Administração

4-TAM= Número Total de Membros do Conselho de Administração

5-REM= Valor Absoluto de Remuneração Anual paga aos Administradores

6-PLC= Programa de Participação dos Administradores nos Lucros da empresa

7-ADR= Internacionalização da Empresa: Emissão de ADR no Mercado de Ações Norte Americano

8-TRA= Transparência: empresa auditada por uma das empresas de auditoria conhecida como “Big Four”

Em relação a variável dependente Alfa de Jensen, foi possível observar que a variável PLC obteve significância estatística no período de crise local. Esse mesmo comportamento foi observado considerando o Índice de Sharpe como variável dependente.

A variável REM apresentou significância estatística para os períodos de crise global e crise local, porém com valores negativos. Este resultado contraria o estudo de Hall e Liebman (1998), que encontraram uma relação positiva entre remuneração dos executivos e desempenho da empresa. Por outro lado, os resultados encontrados estão de acordo com o trabalho de Kaplan e Rauh (2009), que indicam que a remuneração dos executivos não reflete a sua capacidade de gerar resultados econômicos positivos para as empresas, mas estão relacionadas às forças de mercado.

5 Conclusão e Recomendação de Trabalhos Futuros

A partir da observação dos resultados apresentados na seção 4, torna-se evidente a relevância das variáveis de governança corporativa e sua relação com as variáveis de desempenho econômico estudadas (rentabilidade, solvência, alavancagem, valor relativo e rendimento), durante os períodos de crise e não crise.

	CEO	GIC	TTAM	REM	PLC	ADR	TTRA	
ROE	- (***)		- (***)	+ (***)	+ (***)	+ (***)	- (**)	Crise Global
		- (***)	- (*)		+ (***)	+ (**)	+ (**)	Crise Local
	- (***)	- (***)	- (**)	+ (***)	+ (**)			Não Crise
MEBTIDA	- (***)		- (**)	+ (***)	+ (**)		+ (**)	Crise Global
	- (**)			+ (***)	+ (***)		+ (***)	Crise Local
				+ (***)	+ (***)			Não Crise
Liquidez Corrente			- (***)	- (***)	+ (***)	- (***)	+ (***)	Crise Global
		+ (***)			+ (*)		+ (**)	Crise Local
			- (*)	- (***)	+ (**)			Não Crise
Solvência								Crise Global
								Crise Local
								Não Crise
Endividamento		- (***)		- (***)	- (*)		+ (***)	Crise Global
	+ (**)	- (**)			- (***)	+ (*)	+ (*)	Crise Local
	+ (**)	- (**)			- (***)	+ (**)		Não Crise
Índice P/L		- (**)		+ (**)	- (**)		+ (*)	Crise Global
					- (*)		+ (**)	Crise Local
		- (*)		+ (***)				Não Crise

A variável GIC apresentou relação significativa com seis medidas de desempenho estudadas. Assim como observado na variável CEO, a variável GIC também apresentou relação negativa com o ROE da empresa. Além disso, foi observada relação negativa com a medida de rendimento *Dividend Yield*. Entretanto, empresas que possuem um maior número de conselheiros independentes apresentaram maior Índice de Liquidez Corrente e menor nível de Endividamento na amostra estudada, sendo esta a relação esperada ao adotar esta prática de governança.

A variável TAM apresentou relação significativa com cinco medidas de desempenho. Empresas que possuem um conselho de administração com um maior número de conselheiros apresentaram um maior Índice P/VP, e também um maior nível de pagamento de dividendos. Contudo, foi observada uma relação negativa entre tamanho do conselho e medidas de desempenho ROE e margem EBITDA, além de um menor Índice de Liquidez Corrente.

A variável REM apresentou relação significativa com oito medidas de desempenho, enquanto a variável PLC apresentou relação com nove das medidas de desempenho estudadas. Ambas as práticas de governança apresentaram relação positiva com o ROE e Margem EBITDA das empresas, sendo esta relação esperada para empresas que adotam essas práticas.

Além disso, empresas que ofereceram um maior valor de remuneração aos seus administradores, apresentaram um menor nível de Endividamento. Entretanto, também foi observado um menor Índice de Liquidez Corrente para empresas que adotam tal prática.

Em relação às medidas de retorno ajustado ao risco, as variáveis REM e PLC apresentaram relação negativa durante os períodos de crise, indicando que empresas que não adotam tais práticas obtiveram um maior retorno, considerando a amostra estudada.

A relação observada entre as variáveis REM e PLC com as medidas de desempenho Índice de Liquidez Corrente e as medidas de retorno ajustado ao risco, é o inverso da relação esperada, uma vez que a remuneração dos administradores deve estar atrelada a sua capacidade de gerar valor as empresas.

A variável ADR apresentou relação significativa com cinco medidas de desempenho. Foi observada uma relação positiva com as medidas de desempenho ROE e Índice P/VP, bem como um maior nível de pagamento de dividendos. Porém, empresas que emitem ADR apresentaram um maior nível de Endividamento. Este comportamento é explicado, em parte, pela maior facilidade em captar recursos no exterior, aumento a sua liquidez e reduzindo o custo de capital.

A variável TRA apresentou relação com oito das medidas de desempenho estudadas. As empresas que foram auditadas por uma das chamadas “*Big Four*”, apresentaram relação

positiva com as seguintes medidas de desempenho: ROE, Margem EBITDA, Índice de Liquidez Corrente, Endividamento, Índice P/L, Índice P/VP e *Dividend Yield*. Esta relação é esperada uma vez que a percepção de maior transparência sobre a estratégia, atividades realizadas e resultados obtidos, pode minimizar os custos de transação pela redução do custo de capital e impactar positivamente o desempenho das empresas.

Porém, as empresas que foram auditadas por uma das “*Big Four*”, apresentaram relação negativa com medidas de retorno ajustado ao risco. Isso indica que empresas que tiveram o balanço auditado por empresa reconhecida pelo mercado, apresentaram um retorno inferior às empresas que não adotaram esta prática.

Considerando a *Hipótese A*: empresas que adotam práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho do que empresas que não adotam tais práticas em períodos de estabilidade econômica (não-crise); essa foi confirmada quando consideradas as variáveis independentes REM, PLC, ADR e TRA.

Entretanto, as variáveis de governança CEO, GIC e TAM não confirmaram a *Hipótese A*, uma vez que apresentaram relação oposta ao esperado. Esse resultado corrobora os estudos de Hermalin e Weisbach (2003) e Hardwick, Adams e Zou (2008), que encontraram evidências apontando melhores resultados financeiros quando não existe dualidade de funções entre Presidente do Conselho e Executivo principal da empresa e concluíram que a proporção de diretores não executivos no conselho se mostra prejudicial ao desempenho das empresas.

Em relação à *Hipótese B*: empresas que adotam práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho do que empresas que não adotam tais práticas em períodos de instabilidade econômica (períodos de crise); a mesma foi confirmada quando considerada a variável de governança ADR. Entretanto, as variáveis de governança CEO, GIC e TAM não confirmaram a *Hipótese B*, pois apresentaram relação oposta ao esperado, sendo este mesmo comportamento também observado em relação à *Hipótese A*.

Adicionalmente, considerando medidas de retorno ajustado ao risco, as variáveis REM, PLC e TRA apresentaram relação oposta ao esperado durante os períodos de crise, não validando a *Hipótese B* apresentada nesse estudo.

De acordo com os resultados observados, a separação entre as funções de presidente do conselho e diretor-presidente da companhia, um maior grau de independência do conselho de administração e o número de membros deste mesmo conselho não possuem relação positiva com o desempenho da empresa. Portanto, as práticas de governança mencionadas não encontram validade em nenhuma das hipóteses de pesquisa apresentadas nesse estudo.

Finalmente, recomenda-se a realização de estudos adicionais sobre a influência das medidas de governança corporativa sobre o desempenho econômico das empresas em momentos de crise, levando em consideração as variáveis macroeconômicas que podem afetar empresas que operam em cenário tão diverso quanto o brasileiro, tais como: exposição cambial, taxa de juros, facilidade de acesso ao crédito e regulamentação setorial, entre outros.

Referências

- Almeida, R. S. (2012). *Governança Corporativa: Análise da composição do conselho de administração no setor de energia elétrica do Brasil* (Dissertação de mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Departamento de Administração, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Baek, J., Kang, J., & Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313.
- Barba, F. G. (2011). *Impacto das crises de 2007/2008 nos mercados de capitais latino americanos* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de Santa Maria, Programa de Pós Graduação em Administração, Santa Maria, RS, Brasil.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrel, A. (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89-108.
- Bohren, O., & Odegaard, B. (2004). Governance and performance revisited. *International Corporate Governance*, 12, 46-79.
- Campello, M., Graham, J., & Harvey, C. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.
- Carvalho-da-Silva, A., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Chiang, M., & Lin, J. (2007). The relationship between corporate governance and firm productivity: Evidence from Taiwan's manufacturing firms. *Corporate Governance*, 5(15), 768-779.
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman Editora.
- Cremers, M., & Ferrel, A. (2010). Thirty years of corporate governance: Firms valuations & stock returns. *Journal of Finance*, 22(5), 271-303.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2016). *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/port/public/cartilha.doc>
- Fernandes, N. G., & Ferreira, M. A. (2007). The evolution of earnings management and firm valuation: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 88, 216-244.

- Fischer, M. A. (2012). *Governança Corporativa analisada nos limites circunscritos da crise subprime: Análise dos efeitos da crise na volatilidade das ações no novo mercado brasileiro e no prime standard alemão* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós Graduação em Administração, Uberlândia, MG, Brasil.
- Gabaix, X., & Landier, (2008). Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics*, 123, 49-100.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2010). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEO's really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 103(3), 635-691.
- Hardwick, P., Adams, M., & Zou, H. (2008). Corporate governance and cost efficiency in the United Kingdom life insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 32(1), 101-115.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003, April). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 7-26.
- Huang, L., Hsiao, T., & Lai, G. (2007). Does corporate governance and ownership structure influence performance? Evidence from Taiwan life insurance companies. *Journal of Insurance Issues*, 30(2), 123-151.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE. (2016). *Contas nacionais trimestrais: Indicadores de volume, 2015*. Recuperado de <http://www.ibge.gov.br>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. (2005). *Uma década de governança corporativa – histórias do IBGC, marcos e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul Editora.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. (2016). *Governança Corporativa*. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2002). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 141-186.
- Kaplan, S., & Rauh, J. (2009). Wall Street and Main Street: What contributes to the rise in the highest incomes? *Review of Financial Studies*, 3(3), 939-961.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Lameira, V. J., Lee Ness, W. J., Silva, P. P., Motta, L. F. J., & Klotzle, M. C. (2010). Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. *Revista de Economia e Administração* 9(1), 17-76.
- Leal, R. P., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, 6(1), 7-18.
- Lemmon, M., & Lins, K. (2001). Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the east asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 21(1), 70-80.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: An experiment in Brazil*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1095781>
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: Nível de evidência de informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP*, 17(n. especial), 65-79.
- Mendes-da-Silva, W., & Black, E. L. (2005). Corporate governance, strategy, and supply management performance: An empirical analysis of companies listed in the São Paulo stock exchange. *International Law & Management Review*, 2-43.
- Mitton, T. A. (2002). Cross firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D., & Rocha, K. C. (2004). Influência de concentração de propriedade e controle no valor das empresas no Brasil. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 4.
- Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F., & Neves, J. C. C. (2013). Governança corporativa e valor de mercado: O que mudou durante as crises ocorridas na primeira década do século XXI? *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 13.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B., & Fama, R. (2003). Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração (USP)*, 10(1), 57-71.
- Silveira, A. D. M. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo (USP), Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. D. M. (2005). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B., & Fama, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.
- Silveira, A. D. M., & Barros, L. A. B. C. (2007). *Corporate governance quality and firm value in Brazil*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=923310>
- Silveira, A. D. M., & Dias, A. L. (2007). Impacto da divulgação de disputas entre acionistas controladores e minoritários sobre o preço das ações no Brasil. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 7.
- Simpson, J. L. (2010). Were there warning signals from banking sectors for the 2008/2009 global financial crisis? *Applied Financial Economics*, 20(1), 45-61.
- Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 365-674.
- Wintoki, M. B, Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 581-606.
- Wong, S. C. Y. (2009). *Uses and limits of conventional corporate governance instruments: Analysis and guidance for reform* [Northwestern Law & Econ Research Paper No. 10-32]. Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1409370>