

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO**

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO, VALOR E RISCO:
ESTUDO DAS MUDANÇAS EM MOMENTOS DE CRISE**

**Belo Horizonte
2012**

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO, VALOR E RISCO:
ESTUDO DAS MUDANÇAS EM MOMENTOS DE CRISE**

Tese de Doutorado apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral
Coorientadora: Prof^a. Dr^a. Laíse Ferraz Correia

**Belo Horizonte
2012**

*Ao André, aos meus pais e à Vó Ida,
com amor.*

AGRADECIMENTOS

À Deus, por minha vida, saúde, família, amigos, inteligência, possibilidade de formação e de trabalho e grandes oportunidades que tem me proporcionado.

Aos meus pais, Antônio e Inez, pelo exemplo de amor, caráter, esforço, honestidade, disciplina, educação e carinho, além dos alicerces e do apoio incondicional em todos os momentos da minha vida; e aos meus irmãos, Ana Paula e Lucas, pela história compartilhada. É nesse exemplo que desejo me espelhar para construir minha família.

Ao meu esposo, André, pelo companheirismo, cumplicidade, aprendizado constante e por ter acompanhado dia a dia cada um dos desafios desta tese, me incentivando e me auxiliando em tudo que estava ao seu alcance. Com ele, vivenciei as disciplinas do doutorado, o convívio com os colegas, a qualificação do projeto, a coleta de dados, a nova vida em BH, o doutorado sanduíche em Lisboa e todos os passos deste trabalho. Obrigada por me ajudar a ser uma pessoa melhor a cada dia!

À Edna, Daniela e Willian, pela amizade, carinho e apoio em todos os momentos. À Juliana, por sempre torcer por mim.

Ao meu orientador, Professor Hudson Fernandes Amaral, pela confiança no meu trabalho, pela serenidade, paciência, competência e dedicação. Em especial, por ter me auxiliado em todas as etapas do processo para o doutorado sanduíche em Lisboa e por ter me acompanhado na rotina de trabalho no ISEG/UTL. O seu apoio foi fundamental em diversos outros momentos, quando, além de orientador, foi um conselheiro e grande amigo!

À minha coorientadora, Professora Laíse Ferraz Correia. Como ela me fez aprender! E como soube me integrar mais fortemente ao mundo da pesquisa. Obrigada por ter acompanhado todos os passos deste trabalho, pela análise minuciosa do ensaio teórico, pelas proveitosas discussões, pela competência, pelos encontros, pelas trocas constantes de e-mails (e quantos foram!...), pela dedicação e pela amizade. Enfim, a postura dos meus orientadores me encantou e me fez uma pesquisadora melhor.

Ao meu coorientador estrangeiro, Professor João Carlos Carvalho das Neves, pela gentileza, receptividade e atenção com que me recebeu em Lisboa e por me oferecer a oportunidade de vivenciar o ambiente de estudos do ISEG/UTL, onde desenvolvi parte do meu trabalho durante o estágio doutoral. Obrigada por sua avaliação da minha pesquisa.

Aos professores que participaram da banca do projeto de qualificação do doutorado, Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, Ana Lúcia Miranda Lopes e Robert Aldo Iquiapaza

Coaguila, pela amizade, discussões, troca de ideias, apoio na metodologia, receptividade, orientações sobre o *software* Stata e pelas grandes contribuições no momento da qualificação.

Aos professores Aureliano Angel Bressan e Wagner Lamounier, pela atenção, pelas valiosas sugestões e pelas oportunidades de pesquisa que nos apresentaram durante as disciplinas cursadas no doutorado.

Aos colegas do doutorado e do mestrado, Flávio Dias Rocha, Wagner Santiago, Danilo de Oliveira Sampaio, Caíssa Veloso e Sousa, Aline Rabelo Assis Buccini e Roberto do Nascimento Ferreira, pelas trocas de ideias, parceria e amizade.

Em especial, a Andrei Salem Gonçalves, Pedro Sabino e Guilherme Silva Araújo, pelo auxílio e discussões sobre metodologia, muito importantes para a execução deste trabalho.

Aos meus colegas da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia, em especial aos professores da área de Finanças, pela concessão da licença de afastamento para cursar o doutorado em Belo Horizonte e em Lisboa, fato que contribuiu para a conclusão desta tese. Em especial, ao professor Reinaldo Campos Andraus, que me apoiou no momento em que fui aprovada no processo seletivo de doutorado e na concessão da licença.

Ao professor Cristiano Augusto Borges Forti, pelas trocas de ideias e discussões desde a elaboração do projeto para ingressar no doutorado. Ao professor Vinícius Silva Pereira pelas discussões sobre a análise de resultados.

Aos professores Daniel Jardim Pardini e Bruno Pèrez Ferreira que aceitaram o convite para integrar a banca de defesa da tese, pela disponibilidade e atenção.

À FAPEMIG e à CAPES, pelo apoio financeiro.

RESUMO

Nesta pesquisa, procurou-se analisar a relação entre governança corporativa e desempenho/valor/risco de empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise e de não crise. O horizonte temporal investigado envolveu o período de 2000 a 2009, segmentando-o em três subperíodos: crises locais (2000-2002); não crise (2003-2007); e crise global (2008-2009). A definição dos anos de crise e de não crise se baseou na literatura sobre o tema e na evolução do Índice Bovespa e do PIB brasileiro. O estudo do desempenho, valor e risco das empresas durante os períodos de crise permite compreender alguns aspectos da governança corporativa que são menos evidentes durante situações econômicas normais. Em períodos de crescimento econômico, os investidores tendem a ignorar a falta de uma boa governança corporativa. Porém, supõe-se que quando uma crise se inicia e os retornos esperados caem de forma significativa os investidores começam a levar em consideração as fraquezas da governança, especialmente em países em que os direitos dos acionistas minoritários não são bem protegidos. Os mecanismos de governança analisados no estudo foram: estrutura de propriedade e controle, conselhos de administração, compensação aos gestores, transparência das informações publicadas e proteção aos acionistas minoritários. Esses mecanismos foram agregados em um índice de qualidade da governança, utilizando o método de análise de componentes principais. Em seguida, foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel, para investigar a relação entre o índice de qualidade da governança e os aspectos de desempenho/valor/risco no contexto brasileiro. Trabalhou-se com os seguintes indicadores: (a) para desempenho: margem líquida, ROA, ROE, EBITDA/Ativo Total e EBIT/Vendas; (b) para valor de mercado: Q de Tobin, *market-to-book* considerando o ativo total, *market-to-book* considerando o patrimônio líquido e taxa de retorno ajustada ao risco; e (c) para risco: beta e custo médio ponderado de capital. Quanto ao desempenho, os aspectos elencados foram agregados em um índice de performance contábil, utilizando a análise de componentes principais. Em um terceiro momento, foi utilizado o teste de Chow, para verificar se em determinados pontos da reta de regressão ocorriam quebras estruturais. Como resultados, constatou-se que a estrutura de propriedade e controle foi o mecanismo menos relevante em todo o período analisado, tendo apresentado redução de sua importância nos períodos de não crise e de crise global. No período de crises locais, a dimensão de governança mais importante foi a compensação aos gestores. Nos períodos de não crise e de crise global, o mecanismo de governança mais relevante foi a proteção aos acionistas minoritários. A transparência das informações publicadas se mostrou menos importante com o passar dos anos de estudo. Durante o período analisado, os mecanismos referentes a conselho de administração cresceram em relevância, apesar de se mostrarem menos importantes que a compensação dos gestores e a proteção aos acionistas minoritários. No que se refere às principais relações investigadas, constatou-se que o desempenho contábil e as medidas de risco não apresentaram relação significativa com o índice de qualidade da governança. Exceção se faz para o beta em algumas especificações. Quanto às medidas de valor, constatou-se que empresas bem governadas possuem maior valor de mercado no período de crise global (2008-2009) e que os investidores exigem uma menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas no período da crise do *subprime* americano, sendo que isso não foi observado no período amostral total desta investigação.

Palavras-chave: Governança corporativa. Crises econômicas. Desempenho contábil. Valor de mercado. Risco.

ABSTRACT

This research aimed to examine the relationship between corporate governance and performance/value/risk of publicly traded Brazilian companies in periods of crisis and non-crisis. The time span investigated involved the period from 2000 to 2009, segmenting it into three sub-periods: moderate crisis (2000-2002), non-crisis (2003-2007) and deep crisis (2008-2009). The definition of the years of crisis and non-crisis was based on the literature on the subject and in the evolution of the Bovespa Index and the Brazilian GDP. The study of performance, value and risk of the companies during periods of crisis allows us to understand some aspects of corporate governance that are less evident during normal economic situations. In periods of economic growth, investors tend to ignore the lack of good corporate governance. But when a crisis starts and expected returns fall substantially, investors begin to take into account governance weaknesses, especially in countries where minority shareholder rights are not well protected. The chosen governance mechanisms were: control and ownership structure, board of directors, management compensation, transparency of published information, and protection of minority shareholders. Such mechanisms have been aggregated into an index of quality of governance using the method of principal components analysis. Afterwards, the panel data regression was used to investigate the relationship between the index of governance quality and aspects of performance/value/risk in the Brazilian context. The following indicators were used: (i) for performance: net margin, ROA, ROE, EBITDA/Total Assets and EBIT/Sales; (ii) for market value: Tobin's Q, market-to-book related to total assets, market-to-book related to equity and the risk adjusted rate of return; (iii) for risk: beta and weighted average cost of capital. Regarding the performance, the accounting ratios mentioned above were aggregated into an index of accounting performance using principal component analysis. In a third stage, the Chow test was used to verify whether structural breaks occurred on certain points of the regression line. As a result, it was found that the ownership structure and control mechanism was less relevant throughout the analyzed period, and presented a reduction of its importance in times of non-crisis and deep crisis. In times of moderate crisis, the most important dimension of governance was the management compensation. In periods of non-crisis and deep crisis, the most important governance mechanism was the protection of minority shareholders. The transparency of the published information showed less importance throughout the years of the study. During the period analyzed, the mechanisms related to the board of directors grew in relevance, although having shown less importance than the management compensation and protection of minority shareholders. Furthermore, regarding the main relationships investigated, it was found that the accounting performance and risk measures showed no significant relationship with the index of governance quality, with exception for the beta in some specifications. Considering the measures of value, it was found that well-governed companies have higher market value at the period of deep crisis (2008-2009), and that investors demand a lower risk adjusted rate of return from well-governed firms during the U.S. subprime crisis, even though this was not observed in the total sample period of this investigation.

Keywords: Corporate governance. Economic crises. Accounting performance. Market value. Risk.

LISTA DE ABREVIATURAS

2SLS: Two Stage Least Squares
ADR: American Depositary Receipt
BACEN: Banco Central do Brasil
BM&FBovespa: Bolsa de Mercadorias & Futuros e de Valores de São Paulo
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDI: Certificado de Depósito Interbancário
CEO: Chief Executive Officer
CFO: Chief Financial Officer
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DEA: Data Envelopment Analysis
EUA: Estados Unidos da América
GC: Governança Corporativa
GMM: Generalized Method of Moments
GMM-Dif: GMM em diferenças
GMM-Sys: GMM sistema
IAN: Informações Anuais
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IDH: Índice de Desenvolvimento Humano
IFRS: International Financial Reporting Standards
IGP-DI: Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna
IPO: Initial Public Offerings
IRRC: Investor Responsibility Research Center
IV: Instrumental Variables
MQG: Mínimos Quadrados Generalizados
MQO: Mínimos Quadrados Ordinários
N1: Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBovespa
N2: Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa
NDGC: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
NM: Novo Mercado
OECD: Organization for Economic Co-operation and Development

P&D: Pesquisa e Desenvolvimento

PIB: Produto Interno Bruto

RI: Relações com Investidores

S.A.: Sociedade Anônima

SEC: Security Exchange Commission

SOX: Sarbanes-Oxley

US GAAP: Generally Accepted Accounting Principles in the United States

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo teórico da pesquisa.....	80
Figura 2 – Modelo empírico da pesquisa.....	110

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução dos mecanismos de governança no período investigado (2000-2009)	134
Gráfico 2 – Evolução dos mecanismos de governança por períodos de crises e de não crise	136
Gráfico 3 – Evolução dos mecanismos de governança por período econômico e sua relação com o período total	137

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Conceitos de governança corporativa.....	30
Quadro 2 – Exigências requeridas para integrar os NDGC da BM&FBovespa.....	53
Quadro 3 – Variáveis usadas na pesquisa.....	109
Quadro 4 – Modelos de regressão estimados	111

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Evolução do tamanho médio do conselho de administração ao longo do período analisado	112
Tabela 2 – Evolução do grau de independência do conselho de administração ao longo do período analisado	113
Tabela 3 – Evolução da separação presidente/CEO ao longo do período de estudo.....	114
Tabela 4 – Evolução do direito de controle durante o período analisado	114
Tabela 5 – Evolução do direito sobre o fluxo de caixa durante o período analisado	115
Tabela 6 – Evolução da identidade do controlador no período analisado	116
Tabela 7 – Evolução da remuneração total média anual no período analisado.....	117
Tabela 8 – Evolução da variação na remuneração média anual no período analisado.....	117
Tabela 9 – Evolução da participação dos gestores no lucro no período analisado.....	118
Tabela 10 – Evolução do plano de opções no período analisado	118
Tabela 11 – Evolução do <i>payout</i> ao longo do período analisado	119
Tabela 12 – Evolução da emissão de ADRs ao longo do período analisado.....	119
Tabela 13 – Evolução do DV_AP ao longo do período analisado	120
Tabela 14 – Evolução do PRC ao longo do período analisado	120
Tabela 15 – Descrição das variáveis de transparência	121
Tabela 16 – Evolução da <i>transp_ms</i> ao longo do período analisado.....	122
Tabela 17 – Descrição dos índices de governança corporativa.....	122
Tabela 18 – Evolução do <i>igc14</i> ao longo do período analisado	123
Tabela 19 – Evolução do <i>igcx</i> ao longo do período analisado	123
Tabela 20 – Evolução do <i>igc1</i> ao longo do período analisado	124
Tabela 21 – Descrição do <i>igc14</i> considerando os setores Econômica.....	124
Tabela 22 – Descrição do <i>igcx</i> considerando os setores Econômica.....	125
Tabela 23 – Descrição do <i>igc1</i> considerando os setores Econômica.....	126
Tabela 24 – Descrição do <i>igc14</i> considerando a identidade do controlador	126
Tabela 25 – Descrição do <i>igcx</i> considerando a identidade do controlador	127
Tabela 26 – Descrição do <i>igc1</i> considerando a identidade do controlador	127
Tabela 27 – Descrição dos índices de governança considerando a variável <i>commodities</i>	128
Tabela 28 – Descrição dos índices de governança considerando a variável adesão aos NDGC	129
Tabela 29 – Descrição dos índices de governança considerando a variável idade.....	130

Tabela 30 – Descrição dos índices de governança considerando a variável PRC.....	130
Tabela 31 – Descrição dos índices de governança considerando a variável DV_AP	131
Tabela 32 – Descrição dos índices de governança considerando a variável ADR.....	131
Tabela 33 – Descrição dos índices de governança considerando a variável <i>payout</i>	132
Tabela 34 – Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança das empresas	133
Tabela 35 – Importância relativa dos mecanismos de governança das empresas no período 2000-2009.....	133
Tabela 36 – Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança das empresas, por período de crise e de não crise.....	135
Tabela 37 – Importância relativa dos mecanismos de governança segundo os períodos de crises e de não crise	136
Tabela 38 – Associação entre os índices de governança e IPC5	139
Tabela 39 – Associação entre os índices de governança e Q de Tobin.....	141
Tabela 40 – Associação entre os índices de governança e MBPL	144
Tabela 41 – Associação entre os índices de governança e MBA	147
Tabela 42 – Associação entre os índices de governança e RI_RF	150
Tabela 43 – Associação entre os índices de governança e $WACC_{t+1}$	152
Tabela 44 – Associação entre os índices de governança e WACC	155
Tabela 45 – Associação entre os índices de governança e beta.....	158
Tabela 46 – Síntese dos resultados da pesquisa	161
Tabela 47 – Síntese dos resultados da pesquisa para adesão aos NDGC e <i>dummies</i> de crise	163

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	16
1.1 Problema, hipóteses e objetivos.....	22
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	25
2.1 Surgimento da governança corporativa.....	25
2.2 Conceitos de governança corporativa.....	30
2.3 Mecanismos de governança corporativa.....	31
2.3.1 Composição do conselho de administração.....	32
2.3.2 Estrutura de propriedade e de controle.....	35
2.3.3 Modalidades de compensação aos gestores.....	39
2.3.4 Proteção aos acionistas minoritários.....	41
2.3.5 Transparência das informações publicadas.....	43
2.4 Governança corporativa e desempenho/valor/risco.....	48
2.5 Governança corporativa no Brasil.....	51
2.6 Governança corporativa e crises.....	54
2.6.1 Contextualização das crises.....	54
2.6.2 Crises financeiras <i>versus</i> governança corporativa.....	70
2.7 Modelo teórico da pesquisa.....	79
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	81
3.1 Classificação da pesquisa, da amostra e dos dados.....	81
3.2 Método de construção do índice de governança.....	83
3.3 Modelo de regressão com dados em painel.....	87
3.3.1 Modelo de efeitos fixos.....	88
3.3.2 Modelo de efeitos aleatórios.....	88
3.3.3 Testes de diagnóstico.....	89
3.3.4 Endogeneidade.....	90
3.4 Teste de Chow.....	94
3.5 Variáveis da pesquisa.....	95
3.5.1 Variáveis dependentes.....	96
3.5.1.1 Medidas de desempenho contábil.....	96
3.5.1.2 Medidas de valor de mercado.....	97
3.5.1.3 Medidas de risco.....	98

3.5.2 Variáveis independentes	99
3.5.2.1 Variáveis de composição do conselho de administração	99
3.5.2.2 Variáveis de estrutura de propriedade e de controle.....	100
3.5.2.3 Variáveis de compensação aos gestores	100
3.5.2.4 Variáveis de proteção aos acionistas minoritários.....	101
3.5.2.5 Variáveis de transparência das informações publicadas.....	102
3.5.3 Variáveis de controle	104
3.5.3.1 Variáveis de controle para os modelos entre desempenho e qualidade da governança	104
3.5.3.2 Variáveis de controle para os modelos entre valor de mercado e qualidade da governança.....	104
3.5.3.3 Variáveis de controle para os modelos entre risco e qualidade da governança.....	105
3.5.3.4 Variáveis de controle comuns a todos os modelos	106
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	112
4.1 Descrição dos dados	112
4.1.1 Descrição das variáveis que compõem o índice de governança.....	112
4.1.1.1 Descrição do conselho de administração.....	112
4.1.1.2 Descrição da estrutura de propriedade e controle.....	114
4.1.1.3 Descrição das modalidades de compensação aos gestores.....	116
4.1.1.4 Descrição da proteção aos acionistas minoritários	119
4.1.1.5 Descrição da transparência das informações publicadas.....	121
4.1.2 Descrição dos índices de governança	122
4.2 Análise da relevância dos mecanismos de governança corporativa ao longo do período investigado.....	132
4.2.1 Importância relativa dos mecanismos que compõem o índice de governança corporativa	132
4.2.2 Análise de regressão e teste de Chow.....	138
4.2.2.1 Análise do relacionamento entre o índice de governança e a performance financeira das empresas	138
4.2.2.1.1 Índice de governança e indicador de performance contábil	138
4.2.2.2 Análise do relacionamento entre o índice de governança e o valor de mercado das empresas	140
4.2.2.2.1 Índice de governança e Q de Tobin	140
4.2.2.2.2 Índice de governança e market-to-book/PL.....	143
4.2.2.2.3 Índice de governança e market-to-book/AT.....	146

4.2.2.2.4 Índice de governança e taxa de retorno ajustada ao risco.....	149
4.2.2.3 Análise do relacionamento entre o índice de governança e o risco.....	151
4.2.2.3.1 Índice de governança e $WACC_{t+1}$	151
4.2.2.3.2 Índice de governança e WACC	155
4.2.2.3.3 Índice de governança e beta.....	157
4.2.2.4 Síntese dos principais resultados da análise de regressão	160
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	165
APÊNDICE	188

1 INTRODUÇÃO

Em geral, pode-se dizer que o desenvolvimento econômico está relacionado ao nível de atividade do mercado de capitais, que facilita a alocação de recursos para oportunidades produtivas (CAMARGOS; BARBOSA, 2006). Segundo Pinheiro (2009), o mercado de capitais assume amplas funções tais como: fonte de financiamento para projetos das empresas, mobilização de poupanças para investimento, impulsão do crescimento das firmas (via fusões e aquisições), redistribuição da riqueza, e atração e consolidação da presença e da permanência do capital externo.

O desenvolvimento do mercado de capitais depende, em parte, das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, visto que a adoção de um sistema de governança eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações, reduzindo a exposição das organizações a fatores macroeconômicos (ROGERS; RIBEIRO; SOUZA, 2005; ROGERS, 2006; ROGERS; RIBEIRO; SECURATO, 2006).

Alguns estudos têm apontado que a governança corporativa pode assumir papéis distintos de acordo com o contexto econômico de cada país. Infere-se que, em períodos de crise econômica, empresas com melhores práticas de governança teriam um retorno menos volátil em comparação com companhias que proporcionam menor proteção aos acionistas (JOHNSON *et. al.*, 2000; LEMMON; LINS, 2001; MITTON, 2002; SROUR, 2005; GONÇALVES, 2009; FISCHER, 2012).

Há duas perspectivas de análise quando se estudam as crises econômicas. De um lado, há o entendimento de que as crises são fenômenos anormais, representando um desvio do funcionamento regular da economia. Nesta perspectiva, um “descuido” ou desatenção do mercado parece afrouxar os controles sobre as transações econômicas em um dado momento, possibilitando que a ganância de agentes econômicos, sobretudo do mercado financeiro, fique sem as devidas restrições e limites. Surge, então, a necessidade premente de trazer a economia de volta a seus trilhos. Por outro lado, há a visão de que as crises são fenômenos normais no sistema capitalista, compondo os chamados “ciclos econômicos”, notando-se uma alternância histórica entre momentos de crise e momentos de não-crise (LAPYDA, 2010, p. 41).

A análise histórica sugere que os períodos de relativa estabilidade, geralmente, engendram expectativas irrealistas quanto a sua continuidade e podem levar a excessos financeiros e tensões econômicas. Isto é, tem-se percebido uma tendência maior de reconhecer a segunda visão – crises como sendo acontecimentos normais na esfera econômica (LAPYDA, 2010).

O termo “ciclo econômico” pressupõe distúrbios na atividade empresarial. E, dependendo da predominância de pensamento, a solução que se propõe para os ciclos envolve um misto entre retomar as práticas antigas e buscar mudanças estruturais, alternando os chamados “ciclos liberais” e os “ciclos estatizantes”, ou “keynesianos”. Cada ciclo envolve o aumento ou a redução do grau de regulamentação e desregulamentação desencadeado por crises econômicas (BRESSER-PEREIRA, 2009).

De acordo com Simpson (2010), a globalização econômica e o maior grau de interdependência entre os países geram uma maior integração global dos sistemas financeiros internacionais e, por consequência, a elevação do risco sistêmico e das ameaças de contágio das crises entre as nações. Os canais de contágio podem surgir dos efeitos da riqueza, das externalidades internacionais, do mercado interbancário e dos sistemas de pagamento.

Na primeira década do século XXI, as crises que trouxeram efeitos para o Brasil podem ser divididas em: crises internas ou domésticas; e crises externas. No primeiro caso, têm-se a crise energética de 2001 e a crise eleitoral de 2002. No segundo caso, têm-se: (a) a bolha da internet em 2000; (b) os atentados terroristas nos EUA em 2001; (c) os escândalos contábeis de empresas como Enron e WorldComm, em 2002, na Europa e nos EUA; (d) a crise de 2001 na Argentina; e (e) a crise do *subprime* nos EUA em 2008.

Sabe-se que os efeitos das crises econômicas são quase que imediatamente refletidos nos mercados de capitais internacionais, quando ocorrem as oscilações nas bolsas de valores mundiais (SIMPSON, 2010). No entanto, independentemente da alternância dos ciclos econômicos, o mercado de capitais brasileiro tem-se expandido de forma vigorosa, tornando-se mais atraente e acessível aos investidores internacionais, principalmente após as diversas mudanças ocorridas no cenário macroeconômico e no sistema regulatório a partir da década de 1990, como: estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa, aumento das possibilidades de financiamento via mercado de capitais e maior captação de recursos no exterior (CARVALHO *et al.*, 2000; BAESSO *et al.*, 2008).

A abertura financeira trouxe consigo a possibilidade aos investidores internacionais de comprarem papéis nacionais diretamente na bolsa brasileira ou, mesmo, nos mercados financeiros internacionais. O reflexo foi uma expressiva entrada de capital estrangeiro no Brasil, resultando em um crescimento considerável no valor das ações e nos volumes negociados em bolsa. Os investimentos estrangeiros alcançaram o valor recorde de US\$ 101,7 bilhões em 2011, montante 29% superior ao registrado em 2010, quando US\$ 78,6 bilhões ingressaram no Brasil. De acordo com o Banco Central, esse foi o maior resultado anual desde o início da série histórica, em 1947 (BACEN, 2011).

Nesse sentido, Baesso *et al.* (2008, p. 1) argumentam que “a redução da inflação e do risco Brasil, a internacionalização dos mercados de capitais e a progressiva adesão do mercado brasileiro às regras contábeis internacionais estão entre os fatores que apontam para o aumento da eficiência do mercado de capitais brasileiro”.

Outro aspecto interessante no contexto brasileiro é o aumento considerável da base de investidores dispostos a transferir parte de sua poupança de renda fixa para ações e fundos mútuos. Dados da BM&FBovespa (2012) revelam que o número de investidores pessoas físicas em bolsa passou de 85.249 em 2002, para 576.042 em maio de 2012, representando um crescimento de 576% no período. A participação dessa categoria de investidor representava 17,40% do volume financeiro total negociado na Bovespa em maio de 2012, ocupando a terceira posição no *ranking* de participação dos investidores no volume financeiro da Bovespa. A primeira posição é ocupada por investidores estrangeiros (41,63%) e a segunda por investidores institucionais (31,99%). As instituições financeiras e as empresas participam com 7,87% e 1,0%, respectivamente.

Em certa medida, essa migração das pessoas físicas para a renda variável poderia ser explicada pela maior rentabilidade apresentada por estes investimentos na última década em relação à remuneração da renda fixa. Contudo, outros fatores podem auxiliar na compreensão desse fenômeno, entre eles a melhoria da eficiência do mercado brasileiro de ações e, sobretudo, a queda da taxa de juros da economia no período (LIMA; TERRA, 2004; NASCIMENTO *et al.*, 2007; TAVARES; MORENO, 2007).

Neste contexto, percebe-se que o Brasil tem passado por mudanças que possibilitaram crescimento e estabilidade econômica, e, conseqüentemente, maior desenvolvimento e eficiência do mercado de capitais. No entanto, as crises ocorridas na primeira década do século XXI, seja em nível nacional ou internacional, geraram conseqüências na esfera econômica e no mercado de capitais brasileiro.

No âmbito interno, a crise energética ocorrida em 2001 provocou redução do crescimento econômico, aumento do déficit da balança comercial e efeito inflacionário. Já a crise eleitoral de 2002, gerada pela então possível transição do presidente Fernando Henrique Cardoso para o então candidato Luís Inácio Lula da Silva, trouxe desconfiança por parte dos

investidores, levando à elevação do Risco Brasil e à queda do Índice Bovespa (Ibovespa) no período¹ (VIANA, 2004; BROTTTO, 2009).

No âmbito externo, a bolha da internet em 2000, os ataques terroristas aos EUA em 2001, a moratória da Argentina em 2001, os escândalos contábeis internacionais em 2002 e a crise do *subprime* americano em 2008 provocaram quedas no PIB brasileiro e na BM&FBovespa nesses períodos. Nos anos de 2000, 2001 e 2002, as variações anuais nominais do Ibovespa foram negativas: respectivamente, 10,72, 11,02 e 17%. Já em 2008, essa variação foi também negativa, de 41,22%. Em 2001, 2003 e 2009, o PIB per capita brasileiro apresentou reduções de 0,2%, 0,2% e 1,3%, respectivamente (BACEN, 2011; BM&FBOVESPA, 2012).

Dessa forma, considerando que: (a) as crises econômicas são fenômenos relativamente normais no sistema capitalista; (b) o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu consideravelmente nos últimos anos; e (c) esse mercado tende a ser fortemente impactado pelas crises, buscar-se-á nessa pesquisa esclarecer se os mecanismos que serviriam para proteger o investidor em momentos de ciclos econômicos distintos – especificamente, a governança corporativa – efetivamente o fazem nos momentos de crise.

O conceito de governança corporativa adotado nesta pesquisa foi o de Shleifer e Vishny (1997), que a definem como mecanismos mediante os quais os investidores asseguram o retorno do seu investimento.

Em um cenário de turbulência, volatilidade, incertezas e maior integração econômica e financeira, a governança corporativa tem-se revelado importante e eficaz para muitas organizações que buscam melhorar sua imagem no mercado, aumentar a valorização de suas ações, adquirir vantagens competitivas, como a diminuição do custo de capital, proporcionar maiores retornos para os seus proprietários e obter maior transparência em seus negócios (CAMARGOS; BARBOSA, 2006).

É notório o volume de estudos que buscam associar as boas práticas de governança com possíveis melhorias da performance operacional e financeira, bem como com o consequente reconhecimento pelos agentes do mercado de capitais (KLAPPER; LOVE, 2002; CARVALHO, 2003; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; AGUIAR; CORRAR; BATISTELLA, 2004; BOHREN; ODEGAARD, 2004; SILVEIRA, 2004; LEHMANN;

¹ O Risco Brasil chegou ao nível recorde de 1.227 pontos e o Ibovespa sofreu uma baixa de 65% entre janeiro e outubro de 2002 (SIQUEIRA, 2004).

WARNING; WEIGAND, 2004; ALENCAR; LOPES, 2005; LAMEIRA; NESS JR.; DA MOTTA, 2005; ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; COSTA; CAMARGOS, 2006; MACEDO; SIQUEIRA, 2006; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; MARTINS; MENEZES DA SILVA; NARDI, 2006; ROGERS, 2006; RABELO, 2007; CARVALHO, 2007; RABELO; ROGERS; RIBEIRO, 2007; LAMEIRA, 2007; CORREIA, 2008; MENEZES, 2009; ROLIM, 2009; CREMERS; FERRELL, 2010 e ALMEIDA, 2012).

Tais estudos procuram relacionar mecanismos de governança corporativa (GC) a diferentes variáveis e/ou indicadores de desempenho, como: rentabilidade, liquidez, risco, custo de capital e volatilidade. Os autores buscaram, principalmente, identificar se as empresas de capital aberto listadas em bolsas de valores que aderiram aos princípios de GC e/ou empresas que alcançaram níveis mais elevados de governança² conseguem obter melhor desempenho do que as empresas pertencentes ao mercado tradicional.

Essa discussão sobre GC parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Entretanto, apesar da extensa gama de trabalhos, ainda há conclusões contraditórias sobre como (e se) os mecanismos de governança influenciam o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam, se de forma complementar ou substituta, revelando, assim, uma lacuna a ser investigada.

Assim, é fundamental entender como tais mecanismos se inter-relacionam no contexto brasileiro, na linha de estudos de Silveira (2004), Carvalhal da Silva e Leal (2005), Lameira (2007) e Correia (2008). Como exemplo, Correia (2008) concluiu em sua pesquisa que as dimensões de governança corporativa assumem importâncias distintas no contexto brasileiro, pois os mecanismos de controle dos problemas de agência no Brasil parecem ser específicos para a realidade nacional.

Destaca-se que, comparativamente aos estudos sobre governança corporativa e desempenho/valor, um número menor de pesquisas, em sua maioria internacionais, buscou relacionar as boas práticas de GC com o risco (HABIB, 2005; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; CHEN; CHEN; WEI, 2003; SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004,

² Neste estudo, adotar-se-á o critério de sempre que for mencionado “empresas com maior ou menor nível de GC”, trata-se de uma avaliação de governança segundo os parâmetros do IGC (Índice de Governança corporativa) da BM&FBovespa, exceto quando for explicitamente declarado o contrário.

LAMEIRA, 2007; SALMASI, 2007). Dessa forma, este trabalho busca trazer contribuições adicionais ao estudo da relação entre GC e risco para o cenário brasileiro.

Diante do cenário apresentado, um aspecto essencial que precisa ser melhor analisado é o papel da governança corporativa – e sua relação com desempenho, valor e risco – em períodos de estabilidade e crescimento econômico e em momentos de crises financeiras. Em especial, buscar-se-á investigar o papel da GC durante as crises gerais³ de 2000-2002 e durante a crise financeira internacional de 2008. Essa dimensão foi pouco explorada na academia, apesar de que já se observam trabalhos, por exemplo, o de Gonçalves (2009) no Brasil e o de Liu, Uchida e Yang (2012) na literatura internacional.

A análise do desempenho, valor e risco das firmas durante os períodos de crise permite esclarecer alguns aspectos da governança corporativa que são menos evidentes durante situações econômicas normais. Investidores tendem a ignorar a falta de uma boa governança corporativa durante um período de crescimento econômico. Entretanto, quando uma crise se inicia e os retornos esperados diminuem de forma significativa, esses investidores passam a considerar as fraquezas de governança, especialmente em países em que os direitos dos acionistas minoritários não são bem protegidos (LIU; UCHIDA; YANG, 2012).

Assim, fracos mecanismos de governança corporativa têm sido frequentemente citados como uma das causas da crise financeira da Ásia Oriental de 1997-1998 (MITTON, 2002). Uma explicação sobre o modo como alguns países e empresas se comportam melhor que outros em períodos de crise envolve as diferenças na força das instituições legais e na estrutura dos mecanismos de governança, que previnem a expropriação dos acionistas minoritários (LEMMON; LINS, 2001).

Sob esta ótica, alguns trabalhos (JOHNSON *et al.*, 2000; LEMMON; LINS, 2001; MITTON, 2002; SROUR, 2005; GONÇALVES, 2009) propõem que as boas práticas de governança sejam avaliadas em momentos adversos de retorno. Esses autores encontraram evidências robustas de que boas práticas de governança diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choque.

Se a governança corporativa for um fator significativo na crise, ela deve explicar não apenas as diferenças no desempenho entre os países durante esses períodos, mas também as

³ O termo “crises gerais” foi emprestado de Gonçalves (2009) e engloba crises como a moratória na Argentina em 2001, a crise energética no Brasil e os atentados terroristas nos EUA em 2001, a crise eleitoral brasileira e os escândalos corporativos americanos em 2002.

diferenças de desempenho entre as firmas dentro dos mesmos países (MITTON, 2002). Segundo Fischer (2012), a governança corporativa pode se traduzir em um instrumento ou mecanismo de proteção ao investidor em períodos de fortes crises.

Dado este preâmbulo, e considerando, ainda, os cenários nacional e internacional, acredita-se ser relevante pesquisar o papel da governança corporativa e seus reflexos no desempenho/valor/risco nos períodos de crise e de não-crise, para a realidade brasileira. Este é, portanto, o ponto central desta pesquisa.

Ademais, considera-se que este estudo se justifica pela importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do país. Uma vez determinada uma nova abordagem para a mensuração da relação entre as práticas diferenciadas de governança e desempenho/valor/risco para o contexto brasileiro em períodos econômicos distintos, pode-se concentrar esforços no sentido de melhorar e incentivar práticas como as da BM&FBovespa, que instituiu os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), as alterações recentes na Lei das S.A. (mediante as Leis 10.303/2001, 11.638/2007 e 11.941/2009) e a criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), cujo objetivo conjunto é melhorar a qualidade das informações fornecidas pelas empresas no Brasil.

1.1 Problema, hipóteses e objetivos

Considerando os aspectos abordados anteriormente, o problema de pesquisa deste estudo foi definido como: **Qual é a relação entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho/valor/risco de empresas brasileiras em momentos de crise e de não-crise⁴?**

Como a governança corporativa é um conceito multidimensional, envolvendo diversos mecanismos distintos (conselho de administração, proteção aos acionistas minoritários, transparência, compensação de gestores e estrutura de propriedade/controlado), buscou-se nesta pesquisa elaborar um índice capaz de integrar vários instrumentos de controle dos problemas de agência, visando representar um conceito que não pode ser observado de forma direta. Tal índice foi chamado de “índice de qualidade da governança”, ou simplesmente de “índice de GC”, o qual será explicado no item 3.2.

Dessa forma, o problema de pesquisa pode ser assim desmembrado:

⁴ O termo “não-crise” adotado nesta pesquisa engloba o período em que não houve crises internas e/ou externas que exerceram impactos sobre a economia e o mercado de capitais brasileiro.

- a) Qual é a relação entre o índice de GC e o desempenho contábil durante períodos de crise e de não-crise?
- b) Qual é a relação entre o índice de GC e o valor de mercado durante períodos de crise e de não-crise?
- c) Qual é a relação entre o índice de GC e o risco durante períodos de crise e de não-crise?

A partir dos estudos existentes sobre governança e desempenho/valor (KLAPPER; LOVE, 2002; LAMEIRA, 2007; CORREIA, 2008; MENEZES, 2009; ROLIM, 2009; CREMERS; FERRELL, 2010; ALMEIDA, 2012), pressupõe-se que haverá relações positivas entre governança e desempenho e entre governança e valor. Ademais, espera-se que haverá relação negativa entre governança e risco (HABIB, 2005; CHEN; CHEN; WEI, 2003; SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004; LAMEIRA, 2007; SALMASI, 2007). Além disso, acredita-se que esses pressupostos podem sofrer variações entre os períodos de crise e os de não crise (SROUR, 2005; GONÇALVES, 2009; FISCHER, 2012).

Com base nessas conjecturas, pode-se enunciar as principais hipóteses deste estudo:

- (H1): Quanto maior o nível de governança, maior o desempenho.
- (H2): Quanto maior o nível de governança, maior o valor de mercado.
- (H3): Quanto maior o nível de governança, menor o risco.
- (H4): As relações entre governança e desempenho/valor/risco diferem-se quanto aos períodos de crise e os de não crise.

Destaca-se que neste estudo definiu-se que os anos de 2000 até 2002 serão denominados de período de “crises locais”; os anos de 2003 até 2007, de “não-crise”; e os anos de 2008 e 2009, de “crise global”. A justificativa para essa segmentação de períodos será apresentada no item 2.6.1.

Partindo da definição do problema e das hipóteses de pesquisa, foi possível traçar seus objetivos. O objetivo geral deste estudo foi de analisar a relação entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho contábil/valor/risco de empresas brasileiras de capital aberto não-financeiras listadas na BM&FBovespa, considerando períodos de crise e de não-crise.

Nesse sentido, os objetivos específicos consistiram em:

- a) Desenvolver um índice de qualidade da governança considerando os mecanismos de GC mais adequados aos problemas de agência brasileiros.
- b) Compreender quais mecanismos de GC são mais importantes no contexto brasileiro em períodos de crise e de não crise.

c) Investigar a relação entre o índice de governança e indicadores de desempenho/valor/risco para a realidade de empresas brasileiras em períodos de crise e de não-crise.

Quanto à organização da pesquisa, este trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo esta, em que foi apresentada a introdução, a contextualização do ambiente, a relevância e a justificativa da pesquisa, além da definição do problema, das hipóteses e dos seus objetivos.

Na segunda seção, discute-se o arcabouço teórico da pesquisa, envolvendo o surgimento, os conceitos e os mecanismos de governança corporativa, suas relações com desempenho/valor/risco, o panorama do tema no cenário brasileiro, a contextualização das crises no período investigado e a relação entre governança e crises.

Na terceira seção, desenvolvem-se os aspectos relacionados aos métodos de estudo utilizados, às variáveis analisadas, ao modelo empírico adotado, aos métodos empreendidos na análise estatística dos dados e aos modelos estimados nesta pesquisa.

Na quarta seção, procede-se à apresentação e análise dos resultados, compreendendo a descrição das principais variáveis, o desmembramento dos mecanismos de GC e sua importância em períodos de crise e de não crise e a verificação das possíveis relações entre GC e desempenho/valor/risco em momentos econômicos distintos.

Na quinta e última seção, formulam-se as conclusões provenientes da análise da fundamentação teórica sobre os temas aqui abordados e dos tratamentos empíricos desenvolvidos, buscando-se responder ao problema, às hipóteses e aos objetivos do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, formulam-se os conceitos básicos que compõem a matriz teórica do trabalho, constituindo o suporte conceitual para a análise empírica da relação entre governança e desempenho/valor/risco para a realidade brasileira, em períodos econômicos distintos. Primeiramente, situam-se o surgimento e o contexto histórico da governança corporativa, seus conceitos e relevância para o mercado de capitais, além dos mecanismos de governança a serem investigados na análise empírica. A seguir, analisam-se os resultados de pesquisas científicas nacionais e internacionais sobre a relação entre governança e desempenho/valor/risco. Também, descrevem-se os marcos legais e as características da estrutura de governança no Brasil. Por fim, procede-se à contextualização das crises e a discussão sobre o papel da governança nessas crises.

2.1 Surgimento da governança corporativa

O início dos estudos sobre governança corporativa está relacionado à separação entre propriedade e gestão, apresentada, inicialmente, por Adam Smith, em 1776, e discutida por Berle e Means na obra *The modern corporation and private property*, de 1932. Sobre o assunto, Adam Smith argumenta:

Não se pode esperar que os diretores das companhias anônimas – administrando o dinheiro de outras pessoas, ao invés de seus próprios – deveriam zelar por elas com a mesma vigilância ansiosa com que os sócios em uma sociedade privada frequentemente administram seus recursos. Como os mordomos de um homem rico, eles tendem a voltar a atenção para pequenas coisas e não para a honra do seu mestre, sendo muito fácil dispensarem-se dela. Negligência e profusão, portanto, devem prevalecer sempre, em maior ou menor grau, na gestão dos assuntos de uma companhia deste tipo (SMITH, 1983, p. 245).

Na mesma linha de raciocínio e de forma mais contemporânea, Berle e Means (1932) tratam de questões muito importantes para o mundo empresarial, quais sejam: separação entre a propriedade e o controle das grandes corporações; transferência da direção das empresas dos proprietários para os gestores; divergências de interesses entre eles; e a nova configuração do controle nas sociedades abertas, por vezes, incompatível com o objetivo de maximização da riqueza dos proprietários. Os autores investigaram a forma de controle das 200 maiores companhias norte-americanas no início da década de 1930. Eles constataram a crescente dispersão da propriedade de ações nessas companhias e sua forma de controle diferenciada. Sobre isso, afirmam:

Os indivíduos que controlam a maior parte dessas companhias não são mais os proprietários dominantes. [...] e o controle se mantém, em grande medida, separado da propriedade. [...] Quando o proprietário também tinha o controle sobre sua empresa, poderia movimentá-la em função de seus próprios interesses. Hoje ainda se

espera que as organizações se movimentem em função dos interesses de seus proprietários (...) mas será que há alguma razão para supor que os indivíduos que controlam uma sociedade anônima moderna também queiram movimentá-la no interesse dos proprietários? A resposta a essa questão depende do grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle possam coincidir com os interesses dos proprietários (BERLE; MEANS, 1932, p. 122-124).

Assim, em 1932, Berle e Means já visualizavam as origens dos problemas de agência, analisados quatro décadas mais tarde por Jensen e Meckling (1976).

No contexto brasileiro, Ricardino e Martins (2004) observaram que algumas ideias subjacentes à governança corporativa têm origem bem mais antiga. Os autores relatam a elaboração de um estatuto de uma companhia de comércio, em 1754, localizada numa região que, à época do Brasil Império, compreendia uma faixa de terras desde o atual Ceará até a porção oeste da Amazônia. O documento analisado relata como se deu a constituição da primeira sociedade por ações brasileira, a qual se iniciou com atividades de transporte e comércio de escravos e, foi assim denominada, pois foi viabilizada financeiramente com recursos de militares, comerciantes e habitantes da região. O estatuto desta companhia contém trechos que se assemelham aos modernos Códigos de Boas Práticas de Governança utilizados atualmente, por exemplo:

Que esta Companhia será dirigida assim no Pará como em Lisboa por quatro Administradores, que serão os Caixas do negócio e a estes competirá inteiramente a administração de todos os interesses da Companhia. [...] Para se elegerem os ditos Administradores, serão convocados todos os interessados que quiserem votar, e estes elegerão livres, pessoas da mesma sociedade, para que façam a eleição dos quatro administradores. [...] Logo que as ditas 13 pessoas forem nomeadas [...] daqueles interessados que lhes parecerem mais capazes, elegerão os ditos quatro administradores, tendo sempre diante dos olhos, que da boa ou má escolha dos ditos Administradores depende o sólido estabelecimento e aumento da dita Companhia, ou sua total ruína (RICARDINO; MARTINS, 2004, p. 5-6).

No panorama internacional, após Berle e Means (1932), destacam-se os estudos de Coase (1937) sobre a teoria dos custos de transação. Em sua obra *The nature of firm*, Coase (1937) desenvolve a visão contratual da firma, revelando que nas operações do mercado existem os custos provenientes de comparação de preços, de negociação e de fechamento de contratos. Denominou o conjunto destes custos de “custos de transação”. Para ele, os contratos acordados entre executivos e acionistas não podem ser completos, havendo sempre a possibilidade de determinados aspectos importantes para os interessados não terem sido previstos nos contratos.

Nessa perspectiva, Williamson (1985) argumenta que os custos *ex ante* dos contratos apresentados por Coase (1937) são muito importantes, mas existem também os custos *ex post* – aqueles incorridos após o fechamento do contrato (custos de barganha, custos envolvidos

com a estrutura de governança e custos para garantir a efetividade do acordo firmado entre empresas ou indivíduos, dentre outros). Além de constatar o papel dos custos *ex post*, Williamson (1985) investigou as questões que tinham influência sobre a natureza das transações e o comportamento dos agentes econômicos. Nesse sentido, destacou os aspectos da racionalidade limitada, do oportunismo dos agentes e da especificidade dos ativos. Seus estudos buscavam reduzir os custos de transação e aumentar a eficiência econômica dos mercados. Segundo ele, em um ambiente econômico em que reina a previsibilidade e em que não há oportunismo dos agentes e nem especificidade de ativos seria possível ao mercado operar de forma equilibrada e sem erros.

Em sua teoria dos direitos de propriedade, Alchian e Demsetz (1972) utilizam as ideias de Coase (1937) ao destacarem que “as empresas são um nexo de contratos”. Segundo eles, as firmas não têm poder disciplinador, sendo baseadas unicamente em contratos entre agentes. Ressaltam que é difícil imaginar qualquer contrato que não possa ser violado de alguma forma por uma das partes, pois é impossível prever de antemão todas as situações subjacentes às negociações. Para eles, os contratos têm o objetivo de assegurar a eficiência da equipe produtiva da organização.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure* pode ser considerado um dos mais relevantes estudos precursores da governança corporativa. Este estudo aborda a teoria da agência, a teoria dos direitos de propriedade e a teoria de finanças, com o objetivo de estabelecer os alicerces teóricos da estrutura de propriedade das empresas.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que a grande maioria das transações no mercado é regida por contratos, nos quais há o envolvimento de dois personagens: o principal e o agente. O agente concorda em realizar certas tarefas para o principal. O principal compromete-se a remunerar o agente. No entanto, o agente possui vontades e interesses próprios, que podem ser conflitantes com os do principal. Assim, aparece o denominado “conflito de agência”. Visando reduzir esse conflito, os acionistas da empresa incorrem em custos para monitorar as atividades dos gestores (agentes), gerando os denominados “custos de agência”. Esses autores definem custos de agência como o conjunto de: a) despesas de monitoramento por parte do principal; b) despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; e c) perda residual. Os autores prosseguem suas análises revelando que, em verdade, existem dois tipos principais de conflitos de agência: a) entre gestores e acionistas; e b) entre gestores/acionistas e credores. Com base nesta constatação, elaboram um modelo que avalia os impactos desses dois conflitos na escolha da estrutura de capital e no valor da empresa. Argumentam que o

endividamento é uma forma de reduzir os custos do primeiro tipo de conflito de agência, ao mesmo tempo em que aumenta os custos do segundo tipo de conflito.

Por fim, Jensen e Meckling (1976) demonstram que os custos provenientes dos dois conflitos de agência tendem a estabelecer um *trade-off* que determinaria a estrutura ótima de capital da empresa. Esta ocorreria no ponto em que a soma dos dois custos de agência fosse mínima, na perspectiva do proprietário.

Ainda segundo esses autores, os custos de agência são tão reais quanto quaisquer outros custos no ambiente econômico. Corroborando parcialmente as ideias de Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) afirmam que o nível dos custos de agência depende, entre outros aspectos, de regulamentações, do direito consuetudinário e da capacidade humana de elaboração de contratos.

Em suma, Jensen e Meckling (1976) abordam os dois principais aspectos que levam aos problemas de agência: inexistência de agente perfeito e de contrato completo. Lima, Araújo e Amaral (2008) observam que, como as organizações podem ser representadas por um nexo de contratos entre gestores, proprietários, credores, clientes, fornecedores, governo, etc. e como tais contratos não são completos, os gestores, em muitas decisões, usam de seu conhecimento e de seu livre-arbítrio para responder a eventuais imprevistos, o que pode gerar conflitos e custos de agência.

Andrade e Rossetti (2006) afirmam que os custos de agência mais comuns nas empresas atuais são: remunerações e benefícios excessivos auto concedidos, resistência a liquidações, cisões e fusões, e estratégias defensivas que reduzem valor. Segundo esses autores, para minimizar tais custos, os acionistas devem: a) monitorar os gestores; b) implantar um sistema de informações gerenciais voltado para monitoramento dos agentes; c) elaborar sistemas de incentivos e recompensas ligados à criação de valor (bonificações pelo desempenho de balanço e *stock options*); d) ter novas formas de representatividade nos Conselhos de Administração (credores e empregados, por exemplo); e) constituir Conselhos de Administração eficazes.

Uma das primeiras iniciativas na Inglaterra visando constituir Conselhos de Administração eficazes consistiu na elaboração do Relatório *Cadbury* (1992), o qual também constitui um marco da governança corporativa no contexto internacional. Consiste em um código de boas práticas de governança, que surgiu em resposta a escândalos ocorridos nos mercados empresarial e financeiro da Inglaterra ao final da década de 1980. Os empresários ingleses vivenciavam também problemas relativos à ineficácia de seus Conselhos de Administração, com conselheiros que participavam simultaneamente de vários conselhos,

cruzando informações, interesses e favores e criando obstáculos para acionistas minoritários e investidores em geral. O Relatório *Cadbury* (1992) inspirou-se nas práticas do mercado de capitais norte-americano, caracterizado por estrutura de propriedade dispersa, acionistas minoritários muito ativos, investidores institucionais, conselhos exigentes e grandes blocos de ações detidos por fundos de pensão (SECURATO, 2006).

Esse relatório aborda diversos assuntos, quais sejam: razões para constituir comitês de auditoria e de remuneração, treinamento de diretores, padrões de conduta para conselheiros e diretores, substituição periódica de auditores, controle interno, prestação de contas de conselhos para acionistas, formas eficazes de comunicação com acionistas, dentre outros. Mas o foco é claramente o papel dos conselhos de administração. Sobre isso, afirma:

A economia do país depende da direção e eficiência de suas empresas. Assim, a eficácia com que os conselhos cumprem suas responsabilidades determina a posição competitiva da Inglaterra. Os conselhos devem ser livres para conduzir suas empresas, mas devem exercer essa liberdade, num quadro efetivo de prestação de contas. Esta é a essência de qualquer sistema de boa governança corporativa. [...] No centro das recomendações [...] está um código de boas práticas destinado a alcançar padrões elevados de comportamento corporativo. A Bolsa de Valores de Londres exigirá, de todas as empresas listadas do Reino Unido, obrigações contínuas enquanto estiverem listadas, de afirmar se elas estão cumprindo o Código e mostrar razões para as áreas de não-conformidade. Esta exigência vai permitir aos acionistas saber que posição ocupa as empresas em que investiram em relação ao Código (CADBURY REPORT, 1992, p. 10).

No que tange aos papéis do conselho, o Relatório *Cadbury* (1992, p. 20-51) estabelece que ele deve ser formado por diretores executivos que conheçam em profundidade as operações da empresa e diretores não executivos capazes de trazer uma visão mais ampla e imparcial. Proíbe o acúmulo na mesma pessoa das funções de presidente do Conselho e de executivo-chefe da empresa. Afirma que o conselho deve ser efetivo, provendo liderança e supervisão contínua para diretores e gestores. Estabelece que os conselheiros não executivos devem acompanhar constantemente o desempenho dos executivos da empresa e dos próprios membros do Conselho e tomar posição de liderança sempre que ocorrerem conflitos de interesse (como nos casos de ofertas de compra, sucessão ou remuneração).

Após a elaboração do Relatório *Cadbury* (1992) na Inglaterra, outra reação regulatória muito importante foi a publicação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), aprovada em julho de 2002 pelo Congresso dos EUA. Essa lei foi proposta logo em seguida à divulgação na mídia internacional de megafraudes e de escândalos corporativos nos EUA e na Europa (casos da Enron, Worldcom e Parmalat, por exemplo), que causaram uma crise de confiança nos investidores do mercado de capitais. A SOX promoveu maior regulação na vida corporativa e aprimorou as regras para a boa governança corporativa. As principais normas estabelecidas

por essa lei podem ser agrupadas em torno de quatro valores básicos: conformidade legal (*compliance*); prestação responsável de contas (*accountability*); transparência (*disclosure*); e senso de justiça (*fairness*) (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Segundo Lima, Maciel e Libonati (2008), a SOX representa a mais importante reforma da legislação do mercado de capitais desde a introdução de sua regulamentação, na década de 1930, após a quebra da bolsa de Nova York, em 1929. O principal objetivo da lei foi restabelecer o nível de confiança nas informações geradas pelas empresas e, assim, dar suporte para a eficiência dos mercados financeiros.

2.2 Conceitos de governança corporativa

Adotou-se neste trabalho o conceito de governança corporativa de Shleifer e Vishny (1997, p. 737), que afirmam que “a governança corporativa trata das formas pelas quais os investidores asseguram o retorno do seu investimento”. Os autores abordam o tema sob a perspectiva da teoria de agência. Em especial, tratam da importância da proteção legal dos investidores e da concentração de propriedade nos sistemas de governança mundiais. Tratam também da compensação de executivos, dos contratos incompletos, do oportunismo e da manipulação de lucros pelos gestores.

Outras importantes definições para governança são as propostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OECD), conforme mostra o Quadro 1.

CVM (2002)	Conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.
OECD (2004)	Envolve o conjunto de relacionamentos entre a gestão da companhia, seus conselheiros, seus acionistas e seus <i>stakeholders</i> . A Governança Corporativa também provê a estrutura por meio da qual os objetivos da firma são realizados, assim como determina as formas de atingir os objetivos e de monitorar seus resultados.
IBGC (2009)	Sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.

Quadro 1 – Conceitos de governança corporativa

Fonte: CVM, IBGC e OECD.

Diversos trabalhos (BOHREN; ODEGAARD, 2004; ROGERS, 2006; CAMARGOS; BARBOSA, 2006) têm abordado as vantagens obtidas pelas empresas que adotam boas práticas de governança. De acordo com Andrade e Rossetti (2006), a governança corporativa

traz consigo um clima de negócios saudável, que gera diversos benefícios, por exemplo: (1) evita abusos de poder e custos excessivos de agência, erros estratégicos, gestão deficiente e fraudes corporativas; e (2) promove confiança no mundo dos negócios, crescente canalização de recursos para o mercado de capitais e amplo envolvimento da sociedade no processo de expansão econômica.

Para Rogers (2006), o estabelecimento de normas, condutas e regras que assegurem que os provedores de capital (acionistas minoritários e credores) tenham o seu retorno exigido gera uma maior demanda por parte dos investidores pelos papéis das empresas. Sobre o significado da GC, Rogers (2006, p. 18-19) argumenta que “para a empresa significa captação de recursos a custos menores, com a probabilidade de retornos maiores sobre os investimentos; e para os acionistas, maiores dividendos”.

No mesmo sentido, alguns estudos (ROGERS; RIBEIRO; SOUZA, 2005; ROGERS, 2006; ROGERS; RIBEIRO; SECURATO, 2006) apontam que o desenvolvimento do mercado de capitais depende, em parte, das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, visto que a adoção de um sistema de governança eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações⁵, reduzindo a exposição das organizações a fatores macroeconômicos.

Andrade e Rosseti (2006) afirmam que a GC pode contribuir em três frentes para o desenvolvimento econômico do país, ao influenciar: a) empresas – melhora da imagem institucional, aumento da liquidez e da valorização das ações e menor custo de capital; b) investidores – garantia dos direitos, maior precisão na precificação das ações, qualidade das informações e acompanhamento, menores riscos; c) mercado de capitais – alternativa viável de capitalização, aumento das emissões e das aberturas de capital e maior liquidez.

2.3 Mecanismos de governança corporativa

Segundo Wong (2009), embora haja variações entre os países, as reformas da governança corporativa nas últimas décadas têm atuado sobre os mesmos mecanismos, quais sejam:

- a) Melhorar a transparência através de uma maior divulgação em áreas tais como: relatórios contábeis, remuneração e compensação de gestores e conflitos de interesse; b) Reforçar o monitoramento independente da gestão pelo conselho de

⁵ Ressalta-se que as conclusões desses autores se aplicam à amostra e ao período analisados por eles, não podendo ser generalizados.

administração; c) Reforçar o alinhamento econômico entre principais e agentes através de remuneração baseada em desempenho e outros incentivos financeiros; d) Reforçar os direitos dos acionistas por meio de mecanismos como voto cumulativo, direitos de nomeação do conselho e voto sobre a remuneração dos executivos; e) Impor responsabilidade financeira aos agentes de empresas e administradores, auditores externos, bancos de investimento e outros intermediários, para garantir a diligência, lealdade e honestidade (WONG, 2009, p. 1).

Os principais mecanismos apresentados por Wong (2009) serão abordados nos itens a seguir, envolvendo os contextos nacional e internacional.

2.3.1 Composição do conselho de administração

Na maioria dos países, o conselho de administração ocupa uma posição estratégica no sistema de governança corporativa e seu papel tem crescido ao longo dos anos (WONG, 2009). As funções do conselho são amplas: acompanhar a gestão de forma imparcial; contribuir ativamente para o desenvolvimento de estratégias, gestão de riscos e planejamento sucessório; e garantir a integridade no processo de elaboração de relatórios financeiros, dentre outras. Grandes esforços têm sido envidados para melhorar a capacidade dos conselhos em desempenhar bem seus papéis e para responsabilizá-los por suas ações (WONG, 2009). A literatura em governança, os códigos do IBGC e a cartilha da CVM apontam a necessidade de se contar com conselheiros independentes e de separar as funções de presidente do conselho e do CEOs. Apresentam, ainda, sugestões quanto ao tamanho “ótimo” do conselho para melhorar sua coordenação e eficácia.

Sobre esse tema, Lipton e Lorsch (1992) argumentam que a governança corporativa nos Estados Unidos sofreu as consequências da separação entre acionistas, conselhos de administração e gestores corporativos⁶, gerada por leis e práticas comerciais. Os autores resgatam a problemática da separação entre propriedade e controle apresentada por Berle e Means (1932). Apresentam uma proposta para aumentar o poder dos conselhos sem a necessidade de alterações legais morosas ou de mudanças nas regulações da SEC (*Security Exchange Commission*). As mudanças, segundo eles, seriam apenas internas. As medidas incluem: limitar o tamanho do conselho; incluir mais diretores externos; aumentar o número e a duração das reuniões dos conselhos; ampliar as funções de monitoramento do desempenho

⁶ Segundo Lipton e Lorsch (1992), dada a ineficiência dos conselhos nos EUA e a ausência de voz ativa dos acionistas na gestão, a única forma de os acionistas mostrarem sua desaprovação com a gestão da empresa é a venda de suas ações. Quando agem em prol da performance, os dirigentes agem tardiamente. No momento em que as ações perdem valor, os empregados perdem seu trabalho e a empresa perde sua posição competitiva.

de executivos e de elaboração de estratégias pelos conselhos; reduzir o tempo do conselho direcionado a aspectos meramente burocráticos; e melhorar a prestação de contas e a coesão dos conselheiros.

Jensen (1993), ao retratar os sistemas de controle interno norte-americanos, também ressalta a importância dos conselhos. Ele afirma que as razões para as falhas dos conselhos em momentos de estabilidade e de crises econômicas ainda não são bem compreendidas. No entanto, aponta que as falhas dos conselhos decorrem do mau estabelecimento de leis, e não de pessoas (conselheiros) de má índole. Argumenta que um conselho efetivo é capaz de prover a cultura organizacional e ajudar a melhorar o ambiente de trabalho, auxiliando a solucionar as principais falhas dos sistemas de controle interno. Jensen (1993) discute em detalhes os seguintes aspectos: tamanho do conselho, compensação de diretores, estratégias da empresa e a relação entre o trabalho do CEO e dos membros do conselho.

Para Hermalin e Weisbach (2003), o Conselho de Administração é uma instituição que ajuda na resolução dos conflitos de agência inerentes à gestão de qualquer empresa. Segundo eles, os resultados financeiros alcançados pela companhia são melhores quando o conselho é, em sua maioria, independente e quando não existe dualidade de funções entre o presidente do conselho e o CEO. Esclarecem que os conselhos não são formados nas empresas apenas devido a exigências legais, e sim como mecanismos efetivos para fazer cumprir os contratos entre a empresa e suas partes interessadas.

Hardwick, Adams e Zou (2003) analisaram a relação entre o papel dos conselhos e a eficiência de custos na indústria de seguros de vida do Reino Unido. Para tanto, aplicaram o modelo DEA (*Data Envelopment Analysis*), utilizando dados anuais de uma amostra de 50 seguradoras no período 1994-1999. Concluíram, dentre outros aspectos, que a proporção de diretores não executivos no conselho e a separação de funções entre o CEO e o presidente do conselho se mostraram prejudiciais à eficiência de custo das seguradoras de vida, contrariando, por exemplo, Jensen (1993) e Hermalin e Weisbach (2003).

Chiang e Lin (2007) analisaram a relação entre estrutura de propriedade, composição do conselho de administração e sua influência na produtividade de 232 empresas industriais de Taiwan no período de 1999 a 2003. Constataram, dentre outros aspectos, que a dualidade de funções CEO/presidente do conselho em firmas que não são conglomerados gera maior produtividade.

Analisar a relação entre desempenho e composição do conselho de 14 empresas estatais canadenses no período de 1976 a 2001 foi o objetivo da pesquisa de Bozec e Dia (2007). Nos resultados, foi verificada uma relação positiva entre independência do conselho e

desempenho quando o mercado é desregulamentado e uma relação negativa entre proporção de servidores públicos no conselho e desempenho quando as empresas estatais são submetidas às regras de mercado. No entanto, não foi possível verificar o mesmo para a duplicidade de função entre o CEO e o presidente do conselho.

Choi et al. (2007) avaliaram a relação entre valor de mercado de empresas asiáticas e o ingresso de diretores independentes nos conselhos. A amostra do estudo envolveu 457 empresas no período de 1999 a 2002. Verificaram que a presença de executivos independentes no conselho promoveu melhorias no desempenho corporativo. Perceberam que quando o acionista controlador é representado por um grupo familiar, o desempenho da empresa não é afetado ou é influenciado negativamente. Notaram, também, que a presença de investidores institucionais, principalmente estrangeiros, como acionistas controladores elevou o desempenho ao reduzir os riscos de oportunismo e de expropriação de valores por *insiders*.

Ravina e Sapienza (2009) compararam o desempenho das transações no mercado de capitais realizadas por diretores independentes e outros executivos. Constataram que os diretores independentes recebem retornos significativamente superiores aos do mercado quando eles vendem as ações da empresa em que atuam, considerando uma janela de tempo antes de más notícias e próximo de momentos de reformulações das previsões de lucro. Os autores reforçaram a visão de que os diretores independentes têm uma vantagem informacional sobre investidores externos.

Na mesma linha de estudos, Bebchuk, Grinstein e Peyer (2009) constataram que os diretores independentes receberam concessões de opções de ações em momentos oportunos e que os benefícios dos diretores nesses momentos foram associados a benefícios substanciais também para o CEO. Segundo Ravina e Sapienza (2009), não se deve supor que os diretores independentes buscam sempre maximizar o valor para os acionistas. Tais profissionais podem ser influenciadas por seus incentivos, assim como qualquer agente econômico.

Em um trabalho mais contemporâneo sobre o tema, Almeida (2012) analisou uma amostra de 38 empresas do setor de energia elétrica brasileiro no período de 2005 a 2010, com o objetivo de avaliar se algumas características dos conselhos de administração, como tamanho, presença feminina, independência dos conselheiros e separação entre diretor executivo e presidente podem afetar o valor e o desempenho das firmas. Como resultados, Almeida (2012) constatou que o tamanho do conselho de administração está positivamente relacionado a valor e desempenho. A independência do conselho também apresentou relação positiva com desempenho. No entanto, não houve significância estatística para a variável de valor. A porcentagem de mulheres no conselho apresentou relação negativa com desempenho

e a presença de pessoas distintas nos cargos de diretor executivo e de presidente do conselho não apresentou resultados significativos em relação a valor e a desempenho.

2.3.2 Estrutura de propriedade e de controle

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a estrutura de propriedade e controle e o nível de proteção legal aos investidores variam muito em nível mundial. Apresentam os EUA, a Alemanha, o Reino Unido e o Japão como países que possuem sistemas de governança efetivos. Segundo eles, esses quatro países são bem sucedidos em GC, devido à sua forma de estrutura de propriedade e de proteção legal dos investidores. Por outro lado, países que falham em mecanismos de GC são caracterizados por baixo nível de proteção legal e pela alta concentração de propriedade. Citam como exemplo: a Itália, os países da América Latina, a Rússia e a Índia.

La Porta et al. (1999) realizaram um estudo sobre a estrutura de propriedade de grandes corporações de 27 países desenvolvidos. Constataram que poucas empresas possuem estrutura dispersa, em contraposição aos estudos de Berle e Means (1932) sobre a propriedade da moderna corporação. Adicionalmente, perceberam que as empresas de sua amostra são controladas por famílias ou pelo Estado. De acordo com eles, existe na literatura financeira uma visão administrativa prevalecente, segundo a qual a estrutura de propriedade segue o modelo norte-americano de estrutura dispersa entre pequenos acionistas. Nessa ótica, têm-se, por exemplo, os estudos de Jensen e Meckling (1976) e Grossman e Hart (1980). No entanto, conforme o trabalho de La Porta et al. (1999), este padrão não é tão frequente como se supõe.

Segundo La Porta et al. (1999), estruturas piramidais e existência de múltiplas classes de ações são duas formas de segregar fluxo de caixa e direito de controle nas empresas e de aumentar o efeito entrincheiramento. Concluíram que a propriedade sobre o fluxo de caixa pelo acionista majoritário diminui seu incentivo a expropriação. Apontaram sugestões e obstáculos para melhorar o ambiente legal e o *disclosure* corporativo.

Morck et al. (1988) observaram uma relação não linear significativa entre propriedade do conselho e valor de mercado da firma, medido pelo Q de Tobin. Os autores apresentaram um gráfico em que o Q de Tobin primeiro aumenta, então diminui e, finalmente, aumenta ligeiramente quando o percentual de propriedade do conselho de administração se eleva, caracterizando os conceitos de efeito incentivo e de entrincheiramento. Para empresas maduras, constataram que o Q de Tobin é menor quando a firma é administrada por um membro da família fundadora do que quando é gerida por um executivo não relacionado ao fundador.

Corroborando os estudos de La Porta et al. (1999) e Morck et al. (1988), Claessens et al. (2002) estudaram de forma conjunta os efeitos incentivo e entrenchamento. Encontraram que o ambiente empresarial norte-americano não é adequado para o estudo, pois nos EUA há pouca divergência entre os direitos de fluxo de caixa e os direitos de controle. Assim, decidiram trabalhar com uma amostra de 1.301 empresas de capital aberto de oito países da Ásia Oriental. A escolha dos países da Ásia foi justificada pelo fato de as empresas desse continente serem, em geral, controladas por um único acionista e apresentarem grande divergência entre os direitos de controle e de fluxo de caixa.

Como resultado, Claessens et al. (2002) constataram que, de um lado, o valor da firma aumenta com a propriedade do fluxo de caixa do acionista majoritário (efeito incentivo) e, de outro, o valor da firma se reduz quando os direitos de controle desse acionista superam os direitos sobre o fluxo de caixa (efeito entrenchamento). Adicionalmente, argumentaram que estruturas piramidais, propriedade cruzada e duplas classes de ações, mesmo não sendo comuns na Ásia Oriental, podem separar os direitos de controle e propriedade e ser associadas com perda de valor da firma. Destacaram, também, que o principal conflito de agência observado na maioria dos países é do tipo majoritário-minoritário, diferente do que ocorre nos EUA.

Pesquisas desenvolvidas por Grossman e Hart (1988) e Harris e Raviv (1988) revelaram que nas empresas de capital aberto em que não funciona o sistema uma ação-um voto há a tendência de existir maiores benefícios privados de controle, ocorrendo principalmente quando tais empresas se localizam em países com fraca proteção legal.

Outro estudo sobre concentração de propriedade e sistema uma ação-um voto é o de Bozec e Bozec (2007). Os autores investigaram o efeito substituição e o efeito expropriação no mercado de capitais canadense em 2002 para uma amostra de 244 empresas listadas na bolsa de Toronto. Segundo eles, de acordo com o efeito substituição, mais poder nas mãos de um acionista controlador leva a um melhor acompanhamento da gestão, diminuindo, assim, os benefícios de se ter um conselho de administração forte. De outro lado, de acordo com o efeito expropriação, mais poder nas mãos de um acionista majoritário aumenta o risco de expropriação dos investidores minoritários. Constataram que a concentração de propriedade das empresas canadenses é comum e que as organizações, muitas vezes, se desviam da regra uma ação-um voto, utilizando estruturas piramidais e duplas classes de ações. Seus resultados são consistentes com o efeito expropriação, que prevê um impacto negativo na relação entre a violação da regra uma ação-um voto e melhores práticas de GC. Uma relação negativa e significativa é encontrada entre a separação dos direitos de voto e dos direitos sobre o fluxo

de caixa e avaliações de GC. Quando os direitos de voto excedem os direitos sobre o fluxo de caixa, o risco de expropriação é aumentado.

Dando prosseguimento aos estudos de Grossman e Hart (1988) e Harris e Raviv (1988) sobre os benefícios privados de controle, Doidge et al. (2005) investigaram tais benefícios e sua relação com a estrutura de propriedade e a decisão de emitir ADRs (*cross-listing*) em cerca de 4.000 empresas de 31 países da Ásia, Europa e América Latina. Esse trabalho tem desdobramentos para as dimensões de governança “transparência” e “proteção aos minoritários”. Segundo eles, quando os benefícios privados de controle em uma empresa são elevados, os acionistas controladores decidem, na maioria das vezes, não emitir ADRs, pois os altos padrões de transparência e o constante monitoramento associado com essa decisão limitam sua possibilidade de extrair benefícios privados. Doidge et al. (2005) analisaram os direitos de controle (DCONT) e os direitos sobre o fluxo de caixa (DSFC). Segundo eles, se o acionista majoritário detém somente ações ordinárias ele desejará extrair os benefícios de controle ao máximo. Se ele detém também uma parcela razoável de ações preferenciais sem direito a voto, ao desejar extrair os benefícios de controle, reduzirá o valor da firma no mercado e passará a reduzir também seu próprio capital. Assim, acionistas majoritários evitam usar os benefícios de controle nesta situação. Os autores perceberam uma relação inversa entre *cross-listing* e porcentagem de direito de voto. Constataram que empresas sediadas em países com fraca proteção de acionistas têm menores possibilidades de emitir ADRs. Verificaram que a decisão de emitir ADRs é tomada por empresas que apresentam boa evolução em termos de transparência e de governança corporativa.

Khiari, Karaa e Omri (2007) estudaram a relação entre estrutura de propriedade, papel dos conselhos e desempenho em 320 empresas norte-americanas de capital aberto no período de 1994 a 2001. Constataram um efeito positivo e significativo da eficiência do controle financeiro interno sobre o desempenho. Encontraram, também, impactos negativos significativos da arbitrariedade administrativa, concentração de propriedade, dominância do conselho pelo CEO e entrincheiramento de gestores sobre o desempenho.

Destefanis e Sena (2007) analisaram a relação entre estrutura de propriedade e eficiência em uma amostra de empresas industriais italianas. No que tange ao método, eles aplicaram DEA (*Data Envelopment Analysis*), mínimos quadrados ordinários e regressão logística. Os autores trabalharam com as seguintes variáveis: eficiência medida por um escore de DEA, *dummy* para ano, *dummies* territoriais, porcentagem de ações possuídas pelo maior acionista, *dummy* para grupos piramidais e *dummy* para definir se o principal acionista é um residente estrangeiro ou uma pessoa física. Constataram que duas características de

governança revelam impacto positivo na eficiência: a porcentagem das ações da companhia em poder do maior acionista; e o fato de uma empresa pertencer a um grupo com estrutura piramidal.

No contexto brasileiro, Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) analisaram a estrutura de controle direto e indireto das companhias de capital aberto da Bovespa no ano de 1998. Os resultados apontaram um elevado grau de concentração de capital votante. A amostra envolveu 225 empresas não controladas pelo governo e que representavam cerca de 70% da capitalização de mercado total da Bovespa. No ano de 1998, das 225 empresas, 155 (69%) tinham um único acionista que possuía mais de 50% do capital votante, o qual possuía em média 74% do capital votante. Dessa forma, mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos de voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas.

Como no Brasil são emitidas frequentemente ações sem direito a voto, a regra uma ação-um voto não é respeitada e os direitos de voto não correspondem aos direitos sobre o fluxo de caixa. Os resultados dos autores são coerentes com as conclusões do estudo de Valadares e Leal (2000) sobre o mesmo assunto para o ano de 1996. Os autores constataram que os benefícios privados do controle são expressivos no Brasil. Verificaram, também, que a utilização de pirâmides como um mecanismo para manutenção de controle não é muito comum no país.

Silveira (2004) analisou se a estrutura de propriedade e os determinantes da concentração de propriedade influenciam a qualidade da GC. Constatou que quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direitos de voto e em termos de desproporcionalidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da GC. Constatou também que, dentre as variáveis de desempenho testadas, o Q de Tobin foi a que apresentou relação positiva mais consistente com governança, sugerindo que a adoção de boas práticas de GC tende a ser apreciada pelo mercado. Dando sequência aos estudos de Silveira (2004), Okimura et al. (2004) investigaram a concentrada estrutura de propriedade e controle do Brasil. Os resultados confirmaram as constatações de Silveira (2004), sendo a relação entre estrutura de propriedade/controlado e o valor da firma mais evidente (significativa estatisticamente) do que a relação entre estrutura de propriedade e indicadores de desempenho contábeis.

Outros estudos que analisaram estrutura de propriedade e governança foram: Almeida e Wolfenzon (2006), que investigaram a estrutura piramidal e a estrutura de controle familiar; Barontini e Caprio (2006), que trataram da estrutura de propriedade na Europa continental;

Okimura (2003), cujo foco foi a estrutura de propriedade e de controle e sua relação com desempenho e valor de empresas no Brasil; e Zolini (2008), que analisou a separação de propriedade e controle e valor das empresas brasileiras.

2.3.3 Modalidades de compensação aos gestores

Os instrumentos de compensação ou incentivo aos gestores são fundamentais para alinhar os interesses entre principal e agente e para maximizar a riqueza dos acionistas. Segundo Wong (2009, p. 9), “dadas as dificuldades dos investidores externos em acompanhar ativamente a gestão, os incentivos financeiros assumem papel importante de garantir que os gestores e executivos ajam no melhor interesse da empresa”. Wong (2009) afirma que nas últimas duas décadas as empresas estão passando de uma estrutura salarial baseada apenas no salário fixo para uma estrutura de remuneração mais flexível, que envolve parte fixa e parte variável, atrelada ao desempenho dos gestores. Logo, para alcançar melhor remuneração, os gestores precisam conciliar seus interesses com os do acionista.

Jensen e Murphy (1990) argumentam que a política de remuneração e compensação aos gestores pode auxiliar no alinhamento de interesses entre o acionista e o gestor de diversos modos. Neste sentido, destacam as seguintes variáveis/aspectos: revisão de salários e bônus, utilização de opções de ações e ameaça de demissão de executivos decorrente do seu desempenho. Eles investigaram o efeito dessas variáveis sobre o desempenho, assim como a magnitude desse efeito. Constataram que há uma relação positiva e significativa entre desempenho da empresa e remuneração total dos gestores, mas o grau do efeito é muito pequeno em relação ao que se esperava. Logo, concluem que os gestores de empresas dos EUA são remunerados como se fossem burocratas.

Hall e Liebman (1998) contestaram os achados de Jensen e Murphy (1990), afirmando que existe, sim, uma relação positiva e significativa entre desempenho e compensação de gestores. Segundo Hall e Liebman (1998), o equívoco de Jensen e Murphy (1990) foi desconsiderar as variações no valor das ações e as opções sobre ações mantidas pelos gestores, que constituem os principais elementos dos incentivos.

Sob um ponto de vista distinto, Huang, Hsiao e Lai (2007) estudaram estrutura de propriedade, compensação de gestores e desempenho em seguradoras de vida de Taiwan. Concluíram que a análise de GC em Taiwan é peculiar, já que o país possui sistema e ambiente legal característicos, tendo sofrido diversos casos de fraudes, falta de transparência e gerenciamento de resultados. Constataram que quanto maior a proporção de ações

pertencentes aos gestores, maior a probabilidade de melhorar o desempenho das seguradoras, corroborando os resultados de Hall e Liebman (1998).

Gabaix e Landier (2008) desenvolveram um modelo de remuneração de executivos, no qual o resultado marginal do trabalho de um executivo de dada competência é proporcional ao valor de mercado da empresa, argumentando que o crescimento do salário decorreu do aumento na capitalização de mercado das empresas, e não do talento dos executivos. O modelo elaborado por eles reflete a relação entre a compensação total desses funcionários e o tamanho da firma, medido por capitalização de mercado, lucratividade e faturamento. O trabalho dos autores prossegue na linha de estudos de Jensen e Murphy (1990) e Hall e Liebman (1998) sobre os fatores que afetam a sensibilidade da remuneração.

Kaplan e Rauh (2009) apresentaram a ideia de que se os salários dos executivos refletem as forças de mercado, seu crescimento deve ocorrer em paralelo a outras profissões de alta remuneração. Eles coletaram dados sobre a remuneração de cargos e atividades com altos salários, tais como: empregados do setor de serviços financeiros, de bancos de investimento, *hedge funds*, fundos de *private equity* e fundos mútuos, advogados de empresas, atletas profissionais e celebridades. No período de 1994 a 2004, o tamanho da maioria das empresas analisadas nesse estudo, medido pelo valor de mercado, revelou expressivo aumento, refletindo na remuneração dos seus executivos, o que corrobora os resultados de Gabaix e Landier (2009).

Em outra linha de pesquisa, Firth, Fung e Rui (2006) estudaram o *turnover* da gestão de cúpula na China e sua relação com governança e desempenho, utilizando dados de empresas listadas em bolsa no período 1998-2002. Classificaram o *turnover* em: normal (decorrente do vencimento do mandato do gestor); e forçado. Como resultado, eles verificaram que a rentabilidade e a identidade do controlador são fatores importantes na decisão de substituição de gestores de cúpula. Com base nos dados da amostra, apurou-se que o desempenho da empresa não melhorou após a substituição da direção de topo. No período analisado, grandes acionistas na China são normalmente agências estatais ou pessoas jurídicas detidas pelo Estado.

Segundo Firth, Fung e Rui (2006), o sistema jurídico fraco e o deficiente *enforcement* da lei na China reduzem os direitos dos gestores de topo, e eles podem ser mais facilmente substituídos. Quando o governo é o acionista majoritário, o *turnover* de presidentes para empresas com desempenho insatisfatório é menor. Finalmente, os autores sugerem que a estrutura de governança das empresas da amostra é ineficaz, pois é incapaz de recrutar substitutos que consigam melhorar o desempenho financeiro.

Em abordagem similar, Wang (2010) também estudou o *turnover* e a compensação de executivos. Utilizando uma amostra de 27.797 observações do banco de dados Execu-Comp entre 1998 e 2005, o autor investigou como o aumento das necessidades de divulgação de controle interno, exigência obrigatória da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) afetou as decisões anuais de governança corporativa em relação aos CFOs (*Chief Financial Officers*). Sua principal hipótese sugere que as divulgações obrigatórias de controle interno no âmbito da SOX são um mecanismo confiável que, efetivamente, distingue bons CFOs dos ruins, revelando a qualidade do controle interno da empresa.

Primeiramente, Wang (2010) constatou que, enquanto os níveis médios de salários, bônus e remuneração total dos CFOs para a amostra total não mudam ao longo do período investigado, há um aumento significativo nos níveis de salário, bônus e remuneração total dos CFOs no período pós-SOX em relação ao período pré-SOX para as empresas com fortes controles internos e uma diminuição nessas áreas para empresas com fracos controles internos. Em segundo lugar, enquanto ocorrem aumentos significativos nas taxas de *turnover* de CFO do período pré-SOX, em relação ao período pós-SOX, em todas as empresas, testes adicionais que restringem a amostra para *turnovers* forçados indicam aumentos significativos nas taxas de *turnover* de CFOs apenas em empresas com fracos controles internos. Dessa forma, a evidência empírica aponta que os aumentos obrigatórios no *disclosure* melhoram as avaliações de desempenho dos CFOs, reduzindo a assimetria de informações entre o conselho e os CFOs.

De acordo com Bebchuk e Weisbach (2009), embora o interesse na remuneração dos executivos exista já há algum tempo, a crise financeira de 2008 tem intensificado esse interesse. Reguladores de todo o mundo estão estudando medidas para melhorar a estrutura de remuneração. As autoridades dos EUA e de outros países estão considerando medidas para melhorar os processos de GC, visando impedir abusos na remuneração de altos executivos.

2.3.4 Proteção aos acionistas minoritários

O mecanismo de GC “proteção aos acionistas minoritários” está ligado aos direitos dos acionistas externos (*outsiders*). De acordo com Wong (2009), os direitos dos acionistas dividem-se em cinco grandes categorias:

- a) Propriedade: direito de comprar, vender e transferir a propriedade e ser protegido de diluição;
- b) Informação: direito de ser informado sobre questões importantes de maneira oportuna;
- c) Influência: direito de participar nas assembleias de acionistas e influenciar as decisões-chave, tais como a eleição de diretores, a aprovação de aquisições de material, e a modificação dos direitos existentes;
- d) Economia: direito de receber uma parte *pro rata* de distribuições econômicas, tais como dividendos e

lucros e de vender ações a um preço justo; e) Tratamento justo: direito de serem tratados de forma equitativa *vis-à-vis* o proprietário controlador ou outras classes de acionistas (WONG, 2009, p. 12).

La Porta et al. (1998) argumentam que tais direitos são exercidos em maior ou menor grau dependendo do ambiente legal do país em que as empresas operam e em função de a regra uma ação-um voto ser respeitada ou não na organização. Os autores examinaram as regras legais sobre a proteção dos acionistas corporativos e credores, a origem dessas regras e a qualidade do *enforcement* em 49 países. Segundo eles, as diferenças na proteção legal dos investidores ajudam a explicar por que as empresas apresentam estruturas de capital e de propriedade tão diferentes em cada país.

Sob o ponto de vista dos acionistas, as disposições examinadas por La Porta et al. (1998) envolvem poder de voto, facilidade de participação nas assembleias, acesso ao controle corporativo e proteção legal contra a expropriação de direitos pela gestão. No que tange aos interesses de credores, as normas legais envolvem o respeito às garantias de empréstimos, a possibilidade de resgatar ativos no caso de inadimplência e a incapacidade da gestão de proteger os credores. Os autores revelam que o sistema legal varia muito entre os países, em parte, devido às diferenças na origem das leis (leis civis e comuns). Constatam que países onde predominam as leis comuns fornecem maior proteção aos direitos de investidores e credores. Verificam, também, que a alta concentração de propriedade nas empresas pode ser reflexo de uma fraca proteção legal nos países em que elas operam.

La Porta et al. (2000) retratam as diferenças nas leis e no *enforcement* dos países, comentam seus efeitos e analisam estratégias para reformar a governança. Segundo eles, distinções legais e no *enforcement* de países precisam ser compreendidas para esclarecer, por exemplo, por que as empresas conseguem captar mais recursos financeiros em alguns países e menos em outros.

Segundo os referidos autores, quando o *enforcement* e a proteção legal dos acionistas são fortes, surgem diversos obstáculos à expropriação de minoritários. Conseqüentemente, os *insiders* (gestores da empresa, acionistas majoritários e conselheiros) expropriam menos e usufruem menos dos benefícios privados de controle. Com isso, as empresas conseguem obter financiamentos externos em melhores condições. Logo, o estudo de La Porta et al. (2000) sugere que forte proteção ao investidor é associada com governança corporativa efetiva.

Dando continuidade a seus estudos, La Porta et al. (2002) modelaram o efeito incentivo da propriedade do fluxo de caixa usando uma amostra de 539 grandes empresas localizadas em 27 países desenvolvidos. Dessa vez, os autores focaram os efeitos da proteção legal dos

acionistas minoritários e da propriedade de fluxo de caixa sob a avaliação das empresas. Constataram, conforme esperado, maior valorização das empresas nos países com melhor proteção dos minoritários e naquelas organizações com maior fluxo de caixa de propriedade do acionista controlador. Argumentaram que nos países em que as leis não protegem os investidores, o desenvolvimento dos mercados de capitais é enfraquecido, devido à dificuldade de captar recursos financeiros, conforme já destacavam La Porta et al. (2000).

La Porta et al. (2002) também observaram que a expropriação envolve grandes custos e que, portanto, maior posse de fluxo de caixa deve levar a uma redução de expropriação, mantidos fixos outros fatores, corroborando em parte os estudos de Morck et al. (1988).

No que tange à relação entre direitos dos acionistas e desempenho das empresas, há os trabalhos de Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Bebchuk, Cohen e Ferrel (2009), por exemplo. O primeiro estudo utilizou 24 disposições de GC provenientes do IRRC (*Investor Responsibility Research Center*) para construir um Índice de GC – “Índice G” como *proxy* para o nível dos direitos dos acionistas. Constataram que uma estratégia de investimento montada de maneira que fossem compradas ações de empresas “democráticas” (que atendem melhor aos direitos dos acionistas) e vendidas ações de empresas “não democráticas” (que atendem menos aos direitos dos acionistas) teria recebido retornos anormais de 8,5% por ano durante o período de 1990-1999.

Bebchuk, Cohen e Ferrel (2009) elaboraram o “Índice E”, de entrincheiramento, com base em seis disposições de direitos de acionistas provenientes do estudo de Gompers, Ishii e Metrick (2003). Constataram, conforme esperado, que o aumento no índice E está associado a reduções significativas no valor da firma, bem como a grandes retornos anormais negativos no período 1990-2003. As outras 18 disposições propostas por Gompers et al. (2003) não se mostraram correlacionadas com a redução no valor da empresa. Tais trabalhos diferem da maioria dos autores que estudam governança ao focarem preferencialmente a relação entre direitos dos acionistas e desempenho, e não sua relação com estrutura de propriedade. Para mais detalhes sobre esses dois estudos, ver Apêndice, Tabela D.

2.3.5 Transparência das informações publicadas

Segundo Wong (2009), a transparência (ou *disclosure*) é, provavelmente, o mecanismo de GC mais amplamente usado pelas empresas. Ele ressalta que as organizações bem governadas buscam ser cada vez mais transparentes, visando alcançar os seguintes objetivos:

a) Fornecer informações suficientes e oportunas sobre o desempenho das empresas, as perspectivas e os riscos a fim de facilitar as decisões de investimento pelas empresas; b) Assegurar a adequada padronização das informações, que permitem avaliação de resultados de diferentes empresas; c) Equalizar o acesso à informação entre *insiders* e *outsiders* e reduzir a possibilidade de abusos decorrentes da assimetria de informação; [...] d) Gerenciar conflitos de interesses entre os proprietários, a gestão, os intermediários e outras partes (WONG, 2009, p. 2-3).

Wong (2009) também ressalta que as pesquisas com investidores institucionais têm demonstrado que a transparência está entre os aspectos centrais considerados no processo de tomada de decisões de investimento.

Nessa linha de pesquisa, Lanzana et al. (2006) analisaram a relação entre GC e *disclosure* em 161 companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no ano de 2002. Eles avaliaram se tal relação é complementar ou substituta. No caso de ser complementar, empresas com melhores práticas de governança teriam maior nível de *disclosure*. De outro lado, se a relação fosse substituta esperava-se que as empresas com piores práticas de governança revelariam maior *disclosure*, de forma compensatória.

O índice de *disclosure* desenvolvido para o trabalho envolveu 33 itens relativos a informações divulgadas voluntariamente pelas empresas nos relatórios anuais. Dentre as 161 empresas analisadas somente 58 possuíam *disclosure* voluntário. Os resultados não apontaram uma única hipótese (complementação ou substituição) para as dimensões de governança. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade indicaram uma relação de substituição entre governança e *disclosure*, ao passo que as variáveis relativas ao conselho apontaram relação de complementação. Quanto maior a disparidade entre direitos de controle e direitos sobre fluxo de caixa do acionista controlador, maior o nível de *disclosure* da empresa, apoiando o efeito de substituição entre *disclosure* e governança. Empresas com maior percentual de membros externos no conselho teriam maior nível de *disclosure*, confirmando o efeito de complementação entre *disclosure* e governança.

Outro estudo sobre *disclosure* é o de Malacrida e Yamamoto (2006), que analisaram a relação entre o nível de evidenciação dos dados contábeis e a volatilidade do retorno das ações de 42 companhias pertencentes ao Ibovespa no ano de 2002. Verificaram que maior nível médio de *disclosure* (evidenciação de informações) implica menor volatilidade média do retorno das ações para a amostra estudada. Logo, demonstraram que os investidores estariam dispostos a pagar um preço mais alto por ações de empresas mais transparentes.

De modo distinto, alguns trabalhos têm investigado a relação entre gerenciamento de resultados (*Earnings Management*) e transparência dentro da linha de estudos de governança.

Como exemplos, têm-se: Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Fernandes e Ferreira (2007), Lopes e Walker (2008), Prencipe et al. (2008) e Torres (2009).

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) argumentam em seu trabalho que os dirigentes e os acionistas majoritários de empresas negociadas em mercados com alto nível de transparência e forte proteção dos direitos dos acionistas minoritários manipulam menos as informações de lucros publicadas, fornecendo, então, informações financeiras de maior qualidade aos investidores externos. Segundo eles, as variáveis de gerenciamento de lucros (*Earnings Management* - EM) assumem quatro dimensões: EM1, EM2, EM3 e EM. EM1 é a suavização dos lucros operacionais (*earnings smoothing*), representada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida da companhia e o desvio padrão de seu fluxo de caixa operacional. EM2 é a correlação entre as alterações nos *accruals* (componentes contábeis) e no fluxo de caixa das operações. EM3 é a magnitude dos *accruals* (componentes contábeis), representada pela razão entre o valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional. EM é o *score* de gerenciamento de lucros agregado calculado como a média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais.

Em linha de investigação similar, Fernandes e Ferreira (2007) analisaram a evolução do gerenciamento de resultados e do valor da firma para uma amostra de 24.000 empresas em 43 países no período 1990-2003. Segundo eles, o gerenciamento de lucros mensura a diferença entre a distribuição dos lucros reportados e a distribuição dos lucros reais. Essa medida é baseada na ideia de que os acionistas controladores que desejam usufruir dos benefícios privados de controle têm maiores incentivos para manipular o desempenho da empresa. Os acionistas majoritários e/ou os gestores podem exagerar os lucros reportados, por exemplo, para alcançar certos objetivos de lucros previamente definidos, ou relatar um desempenho extraordinário em casos específicos, como em uma emissão de ações. Os autores adotaram a mesma metodologia de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para a definição das variáveis de EM.

Como resultados, Fernandes e Ferreira (2007) verificaram que oportunidades de investimento, dependência de financiamento externo, dispersão de propriedade, manutenção de caixa, ambiente de forte proteção legal ao investidor e maior visibilidade e acesso aos mercados de capitais globais tendem a reduzir o gerenciamento de lucros. Os autores encontraram uma relação negativa significativa entre gerenciamento de lucros e valor da firma, medido pelo Q de Tobin.

Em linha similar, Prencipe et al. (2008) investigaram as motivações para gerenciamento de lucros em empresas familiares da Itália no período de 2001 a 2003. A

principal hipótese do estudo foi que as empresas italianas administradas pela família seriam menos propensas a usar gerenciamento de resultados e práticas contábeis de “maquiagem” de lucros. Em seus resultados, os autores confirmaram essa hipótese.

Lopes e Walker (2008) analisaram a transparência dos relatórios contábeis no Brasil, sob a perspectiva da firma, no período de 1998 a 2004. Afirmaram que o Brasil é um país adequado para o estudo, pois combina uma estrutura insatisfatória de governança, *enforcement* deficiente, fraca proteção legal aos acionistas, incentivos à manipulação de lucros, mercado financeiro instável e volátil e com importantes oportunidades de crescimento. Utilizaram como *proxy* de GC o índice desenvolvido por Carvalhal da Silva e Leal (2005) e abordaram quatro propriedades dos lucros: relevância de valor, oportunidade, conservadorismo e gerenciamento de resultados. O último foi desmembrado em quatro dimensões (EM1, EM2, EM3 e EM4), conforme Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Fernandes e Ferreira (2007). Como resultados, constataram que padrões mais rigorosos de governança e a decisão de emitir ADRs estão negativamente relacionados à manipulação dos relatórios contábeis em empresas inseridas no mesmo ambiente institucional.

Torres (2009) investigou a relação entre alisamento de lucros⁷ e estrutura de propriedade em 266 empresas da Bovespa no período 1998-2007. Iniciou seu trabalho esclarecendo que a prática do alisamento de lucros representa uma suavização intencional das flutuações no nível de resultado, já que variações constantes nos resultados são vistas por credores e investidores como indicador de risco. Utilizou a métrica de alisamento de lucros de Eckel (1981), definida como o coeficiente de variação do lucro líquido, dividido pelo coeficiente de variação das vendas. Segundo esta métrica, o alisamento de lucros é um processo intencional a partir do momento em que o coeficiente de variação do lucro líquido é menor que o coeficiente de variação das vendas. Caso contrário, pode-se afirmar que o alisamento é um processo natural. Constatou que quanto mais concentrada a estrutura de propriedade de uma empresa, maior é o alisamento de lucros em suas práticas. Verificou que o efeito da estrutura de propriedade e controle sobre o alisamento de lucros é menor quando a empresa possui maior nível de GC.

Outro assunto relevante ao se abordar transparência é a acurácia das informações divulgadas. Este tema é abordado por autores como Fernandes e Ferreira (2008) e Dalmácio

⁷ Segundo Torres (2009), o alisamento de lucros é a modalidade mais comum de gerenciamento de resultados no Brasil.

(2009). Os primeiros estudaram a decisão de emitir ADRs, a transparência e a acurácia das informações para uma amostra de 28.060 empresas de capital aberto em 47 mercados desenvolvidos e emergentes no período de 1980 a 2003. Eles utilizaram a variação do retorno das ações das empresas como *proxy* para medir a acurácia das informações. Constataram que as informações sobre a empresa são rapidamente incorporadas nos preços das ações. Concluíram que empresas que emitem ADRs reduzem a variação nos retornos de suas ações, revelando mais um benefício trazido pela decisão de internacionalização da empresa (emissão de ADRs) em sentido similar aos achados de Doidge et al. (2005) e Lopes e Walker (2008).

Dalmácio (2009) estudou a relação entre boas práticas de GC e acurácia das previsões dos analistas de investimento do mercado brasileiro, sob a ótica da teoria da sinalização. Sua amostra foi composta por 105 empresas de capital aberto listadas na Bovespa com cobertura frequente de analistas de mercado no período de 2000 a 2008. Constatou que para a amostra estudada a acurácia da previsão dos analistas é influenciada positivamente pelas práticas diferenciadas de GC adotadas pelas empresas e que os analistas de investimento podem estar incorporando o sinal (práticas diferenciadas de GC) emitido pelas empresas brasileiras, levando a uma previsão de lucros mais precisa.

De maneira diferente, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) estudaram a assimetria de informações e o pagamento de proventos, relacionando-os a aspectos de GC, para os dados de 178 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa, entre 2000 a 2004. Constataram que a probabilidade de pagamento de proventos tem relação significativa e positiva com possibilidades de crescimento da empresa, tamanho da firma, fluxo de caixa, redução do endividamento e adesão aos NDGC (níveis diferenciados de governança corporativa) da BM&FBovespa.

Silveira e Dias (2007) voltaram sua atenção para o impacto da divulgação de disputas entre acionistas controladores e minoritários no preço das ações no mercado de capitais brasileiro. Para tanto, utilizaram 26 casos divulgados na mídia sobre 22 empresas, no período de 2000 a 2006. Os autores classificaram os conflitos divulgados em quatro tipos: (a) alterações no bloco controlador (compra/venda, troca de ações em condições desfavoráveis, cisão, incorporação); (b) fechamento de capital; (c) disputa entre acionistas, desrespeito aos direitos de minoritários, política de dividendos e diluição da participação dos acionistas minoritários; e (d) transações duvidosas com *stakeholders*. O estudo se caracterizou por analisar aspectos pouco abordados pela literatura de governança – eventos indesejados sob a forma de conflitos corporativos comuns no contexto brasileiro. Constataram um significativo

retorno anormal negativo das ações (7%) logo em seguida à publicação das notícias levantadas.

2.4 Governança corporativa e desempenho/valor/risco

Visando compreender melhor a relação entre governança e desempenho/valor/risco, procedeu-se neste estudo à elaboração de quatro tabelas, de forma a sintetizar os resultados dos principais estudos sobre o tema.

A primeira tabela contém os autores, período de realização dos trabalhos, variáveis utilizadas e resultados e conclusões alcançadas. Esta tabela é composta por cerca de trinta estudos sobre o tema, sendo que todos eles utilizaram regressão múltipla como método de pesquisa (Apêndice – Tabela A).

Na segunda tabela, apresentam-se as pesquisas que utilizaram diversos testes estatísticos, estudos de eventos, estudos de carteiras e programação linear. Decidiu-se separar tais estudos dos da Tabela A porque nenhum deles utilizou regressão múltipla. Como consequência, seus resultados e conclusões divergem quanto à forma de apresentação (Apêndice - Tabela B).

Na terceira tabela, constam pesquisas que tratam qualitativamente a relação entre governança e desempenho/valor/risco. Os trabalhos qualitativos são interessantes de se analisar, pois apontam constatações de especialistas, analistas de investimentos e executivos da área de Relações com Investidores (RI) sobre tendências em governança, ajudando a definir variáveis para pesquisa e a entender a evolução da GC em alguns setores (Apêndice - Tabela C).

A quarta tabela envolveu um assunto mais específico: apresenta pesquisas que tiveram por objetivo desenvolver um índice de governança corporativa. É importante esclarecer que na construção de índices de GC os autores acabam tratando também dos aspectos desempenho/valor/risco⁸. Esta tabela buscou mostrar como o índice foi criado nas pesquisas, as variáveis estudadas, a metodologia de análise, os resultados e as conclusões. Ressalta-se que alguns trabalhos nesta tabela são replicações de outros, com algumas mudanças na escolha das variáveis de pesquisa. Por exemplo, Mello (2007) é uma replicação (crítica) de

⁸ A quantidade de estudos sobre governança corporativa e risco é bem menor que a de estudos sobre governança e desempenho/valor, como pode se verificar no Apêndice – Tabela A.

Carvalho da Silva e Leal (2005) e Alho (2006) é uma adaptação do índice de GC desenvolvido por Silveira, Barros e Famá (2004) (Apêndice – Tabela D).

Exibem-se, na sequência, dois trabalhos sobre a relação entre governança e desempenho/valor/risco que serviram como suporte conceitual para este estudo: Correia (2008) e Lameira (2007).

Correia (2008) investigou quais mecanismos de governança provenientes da teoria da agência tem maior importância no contexto brasileiro e buscou construir e validar um índice de governança para as empresas no Brasil. Ela analisou 242 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa, no período de 1997 a 2006. Utilizou análise de componentes principais (ACP) para construir o índice de governança e regressão de dados em painel, para validá-lo. Para construir seu índice (denominado de IQG), selecionou cinco dimensões de GC: composição do conselho de administração; estrutura de propriedade e de controle; modalidades de incentivo aos administradores; proteção aos acionistas minoritários; e transparência das informações publicadas.

A autora dividiu seu trabalho em três etapas principais: (1º) analisou as cinco dimensões de governança separadamente e algumas de suas relações mais evidentes; (2º) utilizou a ACP para chegar a um índice de governança; e (3º) validou o índice usando regressão de dados em painel e análise de variância. Em seguida, procedeu à análise da relação entre performance contábil-financeira e o índice de governança elaborado. Para tanto, agregou diversos indicadores contábeis tradicionais (margem líquida, EBITDA/Ativo Total, ROE e ROA) e obteve um único Indicador de Performance Contábil (IPC), por meio da ACP. Em suma, verificou a relação entre IPC e IQG em equações econométricas e validou externamente o índice elaborado usando o Q de Tobin e a taxa de retorno ajustada ao risco como variáveis dependentes principais.

Como resultado, obteve relação positiva e significativa entre o IQG e o Q de Tobin e relação negativa e significativa entre taxa de retorno ajustada ao risco e IQG. Segundo os dados analisados por Correia (2008), para o contexto brasileiro o IQG é dominado pelas dimensões transparência das informações publicadas e proteção aos investidores minoritários, que, juntas, representam cerca de 74% do seu valor total, sendo 39% para a primeira dimensão e 35% para a segunda. Em terceira posição vêm os incentivos aos administradores, com 17% do total. Conselhos de administração e estrutura de propriedade contribuem juntos com apenas 7% do índice. Assim, concluiu que os mecanismos de GC assumem importâncias distintas no contexto brasileiro.

Lameira (2007) investigou a relação entre a qualidade da governança e o desempenho/valor/risco para uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2002 a 2006. Para mensurar a qualidade da GC, o autor desenvolveu um índice composto por 20 questões binárias e objetivas sobre os seguintes temas de GC: a) estrutura de propriedade e controle; b) nível de *disclosure* das informações; c) auditoria e conselho fiscal; d) conselho de administração e política de remuneração; e e) relacionamento com investidores. O próprio pesquisador usou de dados secundários (obtidos nos IANs da CVM) para responder ao seu questionário.

Este trabalho serviu de base para o presente estudo, principalmente no que se refere à questão “risco”. Sobre esse aspecto, as hipóteses ou pressupostos da pesquisa de Lameira (2007) consistiram em: (a) maiores índices de qualidade da governança se associam a menores riscos. Logo, as empresas que desejarem diminuir sua percepção de risco no mercado devem procurar melhorar suas práticas de GC; (b) quando as empresas começam a melhorar suas práticas de GC, os retornos exigidos sobre o capital diminuem. Assim, empresas com melhor qualidade de GC estão associadas a menores retornos excedentes, pois possuem menores riscos.

Para elaborar seus pressupostos sobre o risco, Lameira (2007) se baseou parcialmente no estudo de Skaife, Collins e LaFond (2004), que, por sua vez, encontraram uma relação negativa e significativa entre governança e custo implícito de capital, como *proxy* para risco. Ademais Skaife, Collins e LaFond (2004) destacam a importância do beta, do tamanho da empresa e do índice *market-to-book* como variáveis de controle para os modelos que associam custo implícito de capital com qualidade da governança.

Lameira (2007) trabalhou com quatro tipos de equações de regressão, alternando as variáveis dependentes (VDs) nos modelos. A primeira VD analisada foi desempenho (ROA, ROE, *Market-to-sales-ratio* e *Ebit-to-sales-ratio*, alternados). A segunda foi risco (beta local, beta medido contra o S&P 500, volatilidade do retorno das ações, risco idiossincrático, custo médio ponderado de capital e diferença entre o retorno da ação no mercado e o retorno da renda fixa no mesmo período, alternados). A terceira foi a qualidade da GC medida pelo índice construído por ele. A quarta VD foi valor (valor de mercado da empresa/valor contábil do ativo). A principal variável independente nos modelos foi o índice de governança

construído no estudo.⁹ Dentre as diversas variáveis de controle adotadas, destacam-se o uso de tempo de experiência societária (logaritmo do número de meses em que a empresa é companhia aberta), a identidade do controlador (privado ou estatal) e a adesão aos níveis de GC da bolsa.

Como principais resultados, Lameira (2007) constatou que maior dispersão do capital ordinário, maior participação do controlador no capital total, menores graus de imobilização, maiores conselhos, menor alavancagem operacional e financeira, menores riscos¹⁰, maiores margens, adoção de programa de ADR níveis 2 ou 3, maior tempo de experiência societária, maiores patrimônios e a participação no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa, relacionam-se positivamente com a qualidade da governança praticada pelas empresas.

No que tange à relação entre GC e desempenho/valor/risco em momentos econômicos distintos (crise e não crise), este estudo se baseou parcialmente nos trabalhos de Srour (2005) e Gonçalves (2009), que serão detalhados¹¹ no item 2.6.2.

2.5 Governança corporativa no Brasil

No Brasil, os mecanismos de GC ainda carecem de aperfeiçoamentos, devido aos seguintes motivos principais: mercado de capitais ainda pouco expressivo, propriedade acionária concentrada, sobreposição propriedade-gestão, conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários, fraca proteção a minoritários, *enforcement* deficiente, baixa eficácia dos conselhos de administração e modelo voltado para os interesses dos proprietários. No entanto, há sinais de evolução no país, principalmente devido a: fusões, entrada de investimentos estrangeiros, reestruturações societárias em empresas de capital aberto, modificações em suas estruturas de propriedade e gestão, crescente profissionalização dos Conselhos de Administração, aumento das ofertas públicas de ações (IPOs – *Initial Public Offerings*) e maior conscientização da classe empresarial (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

A bolsa de valores de São Paulo (BM&FBovespa) criou níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), que são divididos em: nível 1, nível 2 e nível 3 ou Novo Mercado. São todos destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se

⁹ O índice de GC construído por Lameira (2007) alternou-se nos modelos de regressão, ora como variável dependente, ora como variável independente.

¹⁰ Medidos por volatilidade dos retornos das ações e custo médio ponderado de capital (WACC).

¹¹ Logo, pode-se dizer que o suporte conceitual deste estudo foi proveniente principalmente de: Correia (2008), Lameira (2007), Srour (2005) e Gonçalves (2009).

comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de GC adicionais em relação ao que é exigido para o mercado tradicional.

Segundo Peixe (2003), as vantagens da adesão ao Novo Mercado são: (a) empresas – melhor precificação das suas ações, conseguindo com isso menores custos de transação, com base no pressuposto de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de GC e que apresentam maior grau de transparência; e (b) investidores – maior segurança e a oportunidade de adquirir o que a bolsa chama de “produto-ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito a voto que permitem ao investidor participar e acompanhar melhor a evolução da companhia.

A BM&FBovespa, ao criar o Novo Mercado, também criou, em 2001, um novo índice de ações, chamado de índice de governança corporativa (IGC), formado apenas por empresas que adotam as práticas dos níveis diferenciados de governança. A criação do IGC tornou mais fácil a implementação de pesquisas em governança, possibilitando estudos de comparação entre empresas que possuem níveis diferenciados de GC e empresas pertencentes ao mercado tradicional da BM&FBovespa.

A principal inovação do Novo Mercado em relação ao mercado tradicional e aos níveis 1 e 2 é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. As companhias nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As companhias nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. O Quadro 2 detalha as exigências de cada um desses níveis.

No Brasil, a adesão aos NDGC da BM&FBovespa passou a ser quase uma condição para as empresas abrirem seu capital, especialmente no caso de elas necessitarem de financiamentos com taxas de juros reduzidas ou investimentos de instituições financeiras. Ademais, a governança passou a ter importância para investidores, analistas de mercado, bancos, instituições de investimento, agências de *rating*, fundos de pensão e *private equities* no processo de avaliação e valorização das empresas (AUDIT COMMITTEE INSTITUTE, 2007).

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
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	Permite a existência somente de ações ON.	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais).	Permite a existência de ações ON e PN.	Permite a existência de ações ON e PN.
Conselho de administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandatos de 2 anos.	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandatos de 2 anos.	Mínimo de três membros (conforme legislação).	Mínimo de três membros (conforme legislação).
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 ¹² .	80% para ações ON (conforme legislação).	80% para ações ON (conforme legislação).
Adoção da câmara de arbitragem do mercado	Obrigatório.	Obrigatório.	Facultativo.	Facultativo.

Quadro 2 – Exigências requeridas para integrar os NDGC da BM&FBovespa

Legenda: Ações Ordinárias (ON); Ações Preferenciais (PN); *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP); *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Fonte: BM&FBovespa (2012).

Além da criação dos NDGC, há diversas iniciativas que visam aprimorar as práticas de GC nas empresas brasileiras, tais como: (a) aprovação da Lei 10.303/2001, conhecida como “nova Lei das S.A.s”; (b) criação dos códigos de governança corporativa do IBGC e da cartilha da CVM; (c) definição do BNDES quanto à adoção de boas práticas de GC como um dos requisitos para a concessão de financiamentos; (d) Nova Lei de Falências, voltada para a proteção dos credores; e (e) Leis 11.638/2007 e 11.941/2009, que têm como finalidade atualizar as regras contábeis brasileiras e harmonizar essas regras com normas internacionais.

A Lei 10.303/2001 tem por objetivo permitir maior acesso do pequeno investidor ao mercado acionário e reduzir a concentração acionária. Assim, essa lei tem a intenção de proporcionar maior segurança aos investimentos do pequeno investidor e fazê-lo participar mais ativamente do controle das companhias em que ele investe. Tal lei consiste em um

¹² Até 09/05/11, a norma era: 100% para ações ON e 80% para ações PN. Após esta data, conforme o Quadro 2.

marco fundamental no avanço da GC no Brasil. Dentre as principais mudanças trazidas por ela, destaca-se que:

a) alteração na proporção máxima entre ações ordinárias e ações preferenciais, que passa de 33% para 50% para as empresas constituídas após a lei; b) permissão para que, em determinados casos, os minoritários possam eleger e destituir membros do Conselho de Administração (representantes dos acionistas); c) explicitação das regras de atuação do Conselho Fiscal, melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, alargamento do seu prazo de divulgação; d) estabelecimento de regras mais rígidas para aquisições ou fechamentos de capital através da exigência de ofertas públicas de aquisição por parte do adquirente; e) permissão para que estatutos indiquem utilização de câmaras de arbitragem para a resolução de conflitos internos nas empresas (Lei 10.303/2001)¹³.

Visando complementar essas iniciativas, a CVM elaborou uma cartilha, em junho de 2002, com o objetivo de influenciar e disciplinar a relação entre acionistas, conselheiros, auditores e gestores. Tal cartilha aborda: (a) assembleias, estrutura acionária e grupos de controle; (b) estrutura e responsabilidades do conselho de administração; (c) proteção a acionistas minoritários; e (d) auditoria das demonstrações financeiras.

Em suma, pode-se dizer que a governança corporativa no Brasil tem apresentado sinais de evolução, mas ainda carece de aperfeiçoamentos legais, institucionais e de monitoramento, a fim de proporcionar maior reconhecimento nacional e internacional às empresas que escolhem o caminho da boa governança no país.

2.6 Governança corporativa e crises

2.6.1 Contextualização das crises

Neste item, busca-se revisar as principais crises que afetaram a economia brasileira na primeira década do século XXI. Apresenta-se um panorama geral das rupturas ocorridas no período de 2000 a 2009, destacando as “crises gerais”¹⁴ de 2000-2002 e a crise financeira global de 2008.

Reinhart e Rogoff (2008) apresentam a história das crises financeiras, em nível mundial, envolvendo desde meados do século XIV até a crise do *subprime* nos Estados Unidos (EUA), em 2008. Os autores abordam cinco tipos de crises econômicas: crises

¹³ Síntese das principais alterações trazidas pela Lei 10.303/2001. Ela altera a Lei 6.404/76 em seus artigos 4º e 15º, dentre outros.

¹⁴ Termo emprestado de Gonçalves (2009).

externas; crises internas ou domésticas; crises bancárias; crises de moeda; e explosões inflacionárias.

Para os propósitos deste estudo, interessam as crises bancárias. Sobre elas, Reinhart e Rogoff (2008) priorizam a análise dos eventos. Ressaltam que, em geral, os problemas bancários não emergem do lado do passivo, mas de uma deterioração prolongada da qualidade dos ativos, em decorrência de um colapso nos preços reais do governo ou de falências crescentes no setor não financeiro. Dessa forma, um grande aumento nas falências ou nos empréstimos vencidos nas instituições financeiras poderia ser usado para marcar o início de uma crise bancária. Ao comentar quais eventos delimitam essas crises citam:

(1) corridas bancárias que levam ao encerramento, à fusão ou à aquisição pelo setor público de uma ou mais instituições financeiras (como na Venezuela em 1993 ou Argentina em 2001) e (2) se não há corridas, o encerramento, a fusão, a aquisição, ou uma grande assistência do governo para uma importante instituição financeira (ou grupo de instituições), que marca o início de uma sequência de resultados semelhantes para outras instituições financeiras (como no caso da Tailândia em 1996-97) (REINHART; ROGOFF, 2008, p. 81).

Ademais, segundo os autores, os períodos de alta mobilidade de capital estrangeiro têm produzido repetidamente crises bancárias internacionais, fato reconhecido na década de 1990 e em anos anteriores.

Em apreciação distinta, Reinhart e Rogoff (2009) abordam a síndrome intitulada “Essa época é diferente” (“*This-Time-Is-Different Syndrome*”), na qual os governantes e os agentes econômicos se guiavam pela crença firme de que as crises financeiras seriam fenômenos que ocorrem com outras pessoas, em outros países e em outras épocas. Em geral, o governante ou o agente de determinado país partia do pressuposto de que ele gerenciava melhor que os outros, era mais inteligente e já havia aprendido com os erros passados.

De forma complementar, Laeven e Valencia (2008) retratam as crises bancárias ocorridas no período de 1970 a 2007, com dados sobre a contenção das crises e políticas de resolução para 42 episódios de rupturas, incluindo também dados sobre crises de moeda e crises de dívida soberana. Os autores citam que as principais causas das crises financeiras envolvem uma combinação de políticas macroeconômicas insustentáveis (incluindo grandes déficits correntes e dívida pública), oferta excessiva de crédito, grandes entradas de capital e fragilidades nos balanços, tudo isso adicionado a uma paralisia política decorrente de uma variedade de restrições políticas e econômicas. Os autores buscam respostas para a resolução das crises e para a recuperação econômica dos países, colocando que há governantes que têm priorizado a redução dos custos fiscais das crises; outros, limitado os custos econômicos em termos de perdas de produção e aceleração da reestruturação; e outros, focado em alcançar

metas de longo prazo e reformas estruturais.

Em relação à ajuda do governo para recuperar as instituições financeiras em momentos de crise, Laeven e Valencia (2008) afirmam que pesquisas empíricas recentes têm mostrado que o auxílio governamental aos bancos pode ser contraprodutivo, resultando em perdas crescentes para essas instituições financeiras, as quais frequentemente aproveitam para assumir riscos improdutivos à custa do governo. Os autores constataam que tais políticas governamentais tendem a ser muito onerosas e não necessariamente aceleram a velocidade da recuperação econômica dos bancos. Complementam que é difícil saber como a crise iria se desdobrar na ausência das políticas de intervenção do governo.

Dado que o período investigado neste estudo envolve os anos de 2000 até 2009, é importante compreender as crises que ocorreram neste horizonte temporal. No contexto das crises internas no Brasil destacam-se a crise energética de 2001 e a crise eleitoral de 2002. No restante do mundo, tem-se, de forma mais marcante: (a) a bolha da internet em 2000; (b) os atentados terroristas nos EUA em 2001; (c) os escândalos contábeis de grandes empresas, como Enron e WorldComm, em 2002, na Europa e nos EUA; (d) a crise de 2001 na Argentina; e (e) a crise do *subprime* nos EUA em 2007-2008. Dessa forma, subdividiu-se o presente item em: crises locais (2000-2002) e crise global (2008).

Crisis locais

Segundo Tolmasquim (2000), a crise energética brasileira ocorreu devido à falta de planejamento do governo. A escassez de chuvas ocorrida no período não poderia ser elencada como fator causador da crise, já que os reservatórios de acumulação de água são planejados para servir a vários anos. Segundo os autores, entre 1990 e 2000 o consumo de energia no país cresceu 49%, enquanto a capacidade instalada foi expandida em apenas 35%. Ademais, faltaram investimentos importantes para a geração e a transmissão de energia. As empresas estatais de energia elétrica deixaram de investir cerca de 17 bilhões de reais desde outubro de 1998, devido à meta do governo de reduzir o déficit público, dado que os investimentos das estatais são contabilizados como despesas do governo nas contas públicas.

De acordo com Viana (2004), como não haveria tempo hábil para implantar novos projetos de geração e transmissão de imediato, restou ao Brasil apenas a opção de adotar um programa de redução do consumo. Assim, no dia 1º de junho de 2001 começou a vigorar o maior programa de racionamento de energia da história do país, organizado por Pedro Parente, ministro chefe da Casa Civil na época. Das 27 unidades federativas do Brasil, apenas 5 (Acre, Amapá, Amazonas, Rondônia e Roraima) não tiveram que reduzir o consumo de

energia. As medidas do programa afetaram cerca de 39 milhões de unidades consumidoras (residências, comércio, indústria e setor rural), o que equivalia a uma população superior a 140 milhões de pessoas, correspondendo a cerca de 80% da população brasileira na época. O racionamento reduziu em 20% o consumo de energia e gerou reflexos na produção e, conseqüentemente, nos indicadores econômicos. Em setembro de 2001, a produção industrial apresentou uma retração de 0,3% em relação a agosto e de 1,9% se comparada ao mesmo mês de 2000. Entre junho e setembro de 2001, a queda foi de 0,3% quando comparada ao mesmo período do ano anterior (VIANA, 2004).

Ademais, segundo Tolmasquim (2000) e Viana (2004), a crise energética brasileira trouxe consigo: redução do crescimento econômico, aumento do desemprego, aumento do déficit da balança comercial, perda de arrecadação de impostos e efeito inflacionário. Somam-se a isso os incômodos gerados pela privação de energia para a população. Destaca-se que é difícil isolar os efeitos dessa crise na economia brasileira, pois no mesmo período também ocorreram a crise na Argentina e os atentados terroristas nos EUA. Contudo notou-se um pior desempenho industrial nas regiões brasileiras mais atingidas pelo racionamento. Segundo Viana (2004), oficialmente, o Brasil superou o racionamento de energia no dia 1º de março de 2002, havendo como resultado uma maior conscientização da população brasileira quanto ao consumo racional de energia elétrica.

Após a passagem da crise energética, o Brasil enfrentou uma crise política no ano de 2002. De acordo com Brotto (2009), as eleições presidenciais de 2002 eram interpretadas pelos investidores estrangeiros como sendo uma ameaça aos seus investimentos. A possível eleição de Luís Inácio Lula da Silva causou temor nos investidores sobre a possibilidade de o governo mudar os rumos da economia. O risco Brasil chegou ao nível recorde de 1.227 pontos, o dólar atingiu a cotação de 4 reais e o Ibovespa sofreu uma baixa de 65% entre janeiro e outubro de 2002.

Sobre o teste da transição do governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) para o governo do presidente Lula, Pastore e Pinotti (2008) comentam que:

Enquanto o mercado duvidava da adesão de Lula à nova disciplina fiscal e monetária, vivemos um crescente desequilíbrio, com a elevação dos prêmios de risco para níveis indicativos de *default*, e a uma nova 'parada brusca' de fluxos de capitais, com a diferença de que desta vez ela não era proveniente de um 'contágio' de uma crise externa e sim de uma crise de confiança gerada domesticamente. Naquele ponto o Brasil estava em uma encruzilhada: ou provava que, independentemente de quem assumisse o governo, o compromisso com o novo regime de política econômica era total, ou sucumbiria debaixo de uma crise perene, como vinha ocorrendo com a Argentina. Lula compreendeu que não tinha opções, reafirmou o compromisso com os pontos fundamentais do novo regime macroeconômico, e rapidamente o Brasil retornou ao equilíbrio (PASTORE; PINOTTI, 2008, p. 2).

Segundo Bezerra (2008, p. 335), na reta final da eleição de 2002, apesar das desconfianças internacionais, “o mercado sorriu para o candidato e o abraçou como se faz com um velho amigo. Sem desconfianças públicas, sem implicâncias, sem rancores”.

Voltando o foco para as crises externas que influenciaram a economia brasileira, de acordo com Brotto (2009), a bolha da internet ocorreu entre 1995 a 2001. Com o crescimento da rede, as empresas listadas na Nasdaq passaram por uma supervalorização, fato que contribuiu para o surgimento de milhares de outras organizações ligadas à internet. Em março de 2000, a Nasdaq chegou ao pico de 5.048 pontos, o que correspondia a um crescimento de mais de 100% no período de um ano. Com o estouro da bolha, a crise retirou 5 trilhões de dólares do valor de mercado das empresas de tecnologia entre março de 2000 e outubro de 2002.

Outro acontecimento que originou uma nova crise econômica, segundo Posner e Vermeule (2009), ocorreu em 11 de setembro de 2001, quando um ataque terrorista maciço às torres do *World Trade Center*, em Nova York, matou mais de três mil pessoas. Todas as bolsas de valores apresentaram altas taxas de queda no período posterior ao ataque e as companhias aéreas, principalmente as norte-americanas, caminharam para graves crises, algumas culminando com a falência.

Ações executivas e legislativas foram realizadas para estabilizar os mercados e combater o terrorismo. Um dos resultados foram sete anos de debate sobre as competências do Poder Executivo, a natureza e a qualidade da legislação de emergência elaborada pelo Congresso dos EUA e os riscos, benefícios e malefícios da ação governamental. Brotto (2009) destaca que após os atentados terroristas a Bolsa de Nova York ficou quatro dias sem operar, registrando perdas de 590 bilhões de dólares na sua reabertura. O índice Dow Jones teve seu pior desempenho em pontos na história, caindo 14,3% em uma semana. No Brasil, o Ibovespa chegou a cair 7,26% no dia 13 de setembro.

Também no ano de 2001, a Argentina, integrante do Mercosul e maior parceira comercial do Brasil neste bloco, vivenciou uma profunda crise econômica. Segundo Lauer (2008), neste ano o PIB argentino caiu 11%, houve bloqueio dos depósitos bancários e moratória da dívida externa no valor de US\$ 144,5 bilhões, com total desorganização financeira interna. De acordo com o autor, a crise foi causada por um modelo de estabilização com câmbio fixo ultrarrígido e por um conjunto de reformas liberalizantes.

Neste contexto, o país sofreu um aumento generalizado do desemprego doméstico e condições de vida precárias, sendo que a linha da pobreza chegou a atingir 53% da população.

Houve déficit crônico do balanço de pagamentos, aumento das importações, estagnação na produtividade e nas exportações. Ao longo da recessão, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e outros organismos internacionais concederam alguns pacotes de ajuda, na expectativa de minimizar os problemas (LAUAR, 2008).

Em um trabalho empírico, Boschi (2005) analisou a crise argentina de 2001-2002 e a transmissão de choques econômicos dessa crise para o Brasil, México, Rússia, Turquia, Uruguai e Venezuela. O autor constatou que o efeito da crise argentina foi insignificante para as moedas do Brasil e do México e que o impacto no mercado de ações brasileiro foi quase zero e muito pequeno no México, Rússia e Venezuela.

Mais tarde, em 2002, a mídia internacional começou a divulgar grandes fraudes e escândalos corporativos nos EUA e na Europa (casos da Enron, Worldcom e Parmalat), que causaram uma crise de confiança nos investidores do mercado de capitais. Após esse fato, houve a publicação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), aprovada em julho de 2002 pelo Congresso dos EUA, com o objetivo de aumentar a credibilidade do mercado financeiro (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Neste estudo, não se identificaram crises ou rupturas econômicas com efeitos significativos sobre a economia brasileira entre 2003 a 2007. Neste período, as variações anuais nominais do Ibovespa foram sempre positivas e superiores a 17% (2004). Quanto ao PIB, sua variação percentual real foi sempre positiva e superior a 1,1% (2003). Em 2003, no entanto, o PIB per capita se reduziu em 0,2% (BM&FBovespa, 2012; BACEN, 2011). Dessa forma, neste trabalho, definiu-se que o período de 2003 a 2007 foi de estabilidade e crescimento econômico no contexto brasileiro.

Crise global

Continuando a análise das rupturas econômicas que afetaram o Brasil na primeira década do século XXI, analisar-se-á a crise financeira de 2008, que, de acordo com Rogoff e Reinhart (2010), foi a mais grave ocorrida após a “Grande Depressão” de 1929, tendo sido um marco na história da economia global, que provavelmente implicará na reformulação da política e da economia durante pelo menos uma geração.

No mesmo sentido, segundo Earle (2009, p. 785), a crise de 2008 tem sido comparada a um “tsunami de crédito, único no século”, um verdadeiro “desastre” em que a perda de confiança entre os principais atores (os reguladores, os bancos e o público) gerou um descrédito das instituições e mercados financeiros.

Caballero, Farhi e Gourinchas (2008) afirmam que os desequilíbrios globais persistentes das últimas décadas, a crise do *subprime* e a volatilidade dos preços do petróleo e de outros ativos estão fortemente interconectados. Os autores argumentam que as crises dos mercados emergentes no final da década de 1990, o subsequente crescimento rápido da China e de outras economias do leste asiático e o aumento nos preços das *commodities* nos últimos anos reorientaram em conjunto os fluxos de capitais provenientes dos mercados emergentes em direção aos Estados Unidos. Dessa forma, os mercados emergentes e os produtores de *commodities*, que necessitavam de instrumentos financeiros líquidos para armazenar sua nova riqueza, se voltaram para os mercados financeiros dos EUA, que foram percebidos na época como bem posicionados para fornecer esses instrumentos. Ademais, as baixas taxas de juros reais tornaram a acumulação de estoques rentável e elevaram o preço dos recursos escassos.

No que concerne à situação dos sistemas financeiros, fortemente atingidos pela crise, Bresser-Pereira (2009) observou que na década de 1970 começou a se formar uma onda ideológica neoliberal ou fundamentalista de mercado, na qual houve uma sistemática desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais.

Neste cenário, Farhi *et al.* (2009, p. 136) comentam que o perfil dos bancos passou por uma forte mudança: as instituições que antes procuravam diversas formas de retirar os riscos de crédito dos seus balanços e prover maior liquidez passaram a utilizar, intensamente, inovações financeiras com o objetivo de alavancar suas operações. Para excluir os riscos de crédito dos balanços, os bancos recorreram, principalmente, aos chamados “produtos estruturados” – instrumentos resultantes da combinação entre um título representativo de um crédito (debêntures, bônus, títulos de crédito negociáveis, hipotecas e dívida de cartão de crédito) e um leque de derivativos financeiros. Essa “alquimia financeira” foi possível graças à atuação das agências de classificação de riscos (*rating*), que foram responsáveis pela criação do mito de que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como sendo de baixo risco em mercados secundários.

Corroborando Farhi *et al.* (2009), Ferrari, Filho e Paula (2009) afirmam:

O processo de globalização financeira, em que os mercados financeiros são integrados de tal forma a criar um único mercado mundial de dinheiro e crédito, acaba, por sua vez, diante de um quadro em que inexistem regras monetário-financeiras e cambiais estabilizantes e os instrumentos tradicionais de política macroeconômica tornam-se crescentemente insuficientes para conter os colapsos financeiros (e cambiais) em nível mundial, resultando em crises de demanda efetiva. [...] A atual crise financeira [...] põe em xeque os benefícios concretos dessa globalização, com mercados financeiros desregulados, inclusive nos países desenvolvidos (FERRARI FILHO; PAULA, 2009, p. 143).

Posner e Vermeule (2009) comparam a crise de governança ocorrida após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 com a crise financeira de 2008. Eles argumentam que os dois episódios foram muito semelhantes em linhas gerais, mas com importantes diferenças nos detalhes. Afirmam que amplos processos políticos, ao invés de restrições legais ou constitucionais, foram operados nos dois episódios para criar um padrão similar de crise de governança, em que o Congresso delegou novos e grandes poderes ao Executivo. Outro aspecto importante foi que, no âmbito das restrições gerais da política da crise, Bush, presidente dos EUA na época, afirmou a sua autoridade de forma mais agressiva após o 11/09/01 em relação à postura assumida pelo seu governo na crise de 2008.

Em outra linha de investigação, Brunnermeier (2009) ressaltou que é útil recordar alguns fatores-chave que antecederam a bolha imobiliária. Na última década, a economia dos EUA experimentava um ambiente de baixa taxa de juros, devido às grandes entradas de capital provenientes do exterior, especialmente dos países asiáticos e, também, porque o *Federal Reserve*, correspondente ao Banco Central nos EUA, adotou uma política de taxa de juros mais “frouxa”. O autor classifica a crise de 2008 como uma crise bancária clássica. O que ocorreu de novo nesta crise foi a extensão da securitização, que levou a uma rede obscura de obrigações interconectadas, gerando uma nova arquitetura financeira.

Segundo Catanach e Ragatz (2010), as causas da crise de 2008 podem ser classificadas em seis categorias gerais: (a) uso generalizado e inadequado de derivativos; (b) desregulamentação mal gerenciada dos serviços financeiros e incentivo aos bancos para investirem em hipotecas de alto risco; (c) política econômica questionável (baixas taxas de juros após o colapso tecnológico de 2000 e do ataque terrorista de 2001 e incentivo para estender o crédito para a compra da casa própria); (d) estratégia bancária, mediante a disponibilização de produtos financeiros complexos; (e) supervisão frouxa (erros das agências de *rating* em conceder classificações positivas para produtos muito arriscados); e (f) novas regras contábeis e falta de conservadorismo na contabilidade. Todos esses fatores interagiram entre si para criar uma grande crise financeira.

Apesar de ter sido amplamente considerada como a causa da crise de 2008, a expansão dos empréstimos *subprime* por si só não poderia ter criado uma ruptura dessa magnitude (CATANACH; RAGATZ, 2010). O que ocorreu foi uma combinação de fatores: ambiente de baixa taxa de juros; indústria financeira recém-desregulamentada, buscando por produtos inovadores; e supervisão regulamentar frouxa, que maximizou o problema trazido por esses empréstimos.

Segundo Bresser-Pereira (2010), a política monetária expansionista conduzida por Alan Greenspan, presidente do *Federal Reserve* nos EUA, pode ter contribuído para a crise. No entanto, segundo o autor, expansões de crédito são fenômenos comuns que não conduzem sempre a uma crise, enquanto que uma desregulamentação significativa, como a que ocorreu na década de 1980, é um fato histórico importante para fundamentar a crise financeira. Bresser-Pereira (2010) destaca:

Crises financeiras aconteceram no passado e acontecerão no futuro, mas uma crise econômica tão profunda como essa poderia ter sido evitada. Se, depois da quebra, os governos dos países ricos não tivessem subitamente acordado e adotado políticas keynesianas de redução das taxas de juros, aumentando a liquidez drasticamente, e principalmente, se engajando em expansão fiscal, essa crise teria feito provavelmente mais danos à economia mundial do que a Grande Depressão (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 14).

Como desdobramento, iniciou-se uma reflexão sobre o próprio papel do Estado na economia quanto à necessidade de regulamentar os sistemas financeiros domésticos e reestruturar o sistema financeiro mundial. A crise demonstrou que os mercados não são eficientes e que, portanto, as funções do Estado precisam ser resgatadas de forma a assegurar a operacionalização da mão invisível do mercado. Dessa forma, quando a crise atingiu seu ápice, o instrumental keynesiano, antes relegado ao último plano, precisou voltar a ser usado de forma pragmática. Assim, caberia ao Estado regular e garantir o mercado e, como visto durante a crise de 2008, servir de prestador de última instância (BRESSER-PEREIRA, 2009).

Corroborando parcialmente a visão de Bresser-Pereira (2009, 2010), Taylor (2009) investigou o papel das ações e das intervenções do governo na crise financeira de 2008. Taylor (2009) atribui aos excessos monetários a principal causa da crise. Segundo ele, a decisão de adotar taxas de juros anormalmente baixas foi tomada com cuidadosa consideração pelos formuladores de políticas monetárias. O *Federal Reserve* usou uma linguagem transparente para descrever as decisões, comunicando, por exemplo, que os juros seriam baixos por "um período considerável" e que eles iriam subir lentamente em um "ritmo medido", esclarecendo que as decisões eram desvios da regra em algum sentido. De acordo com a visão do autor, a intervenção governamental tornou a situação pior, focando a liquidez, e não o risco, e fornecendo apoio para certas instituições financeiras e seus credores, mas não para outras, de uma forma *ad hoc*, sem um quadro claro e compreensível do cenário. Taylor (2009) sugere a introdução de uma meta de inflação global, pois isso ajudaria a prevenir cortes rápidos nas taxas de juros em um país se isso afetasse perversamente as decisões em outros países.

Em contraposição às ideias de Taylor (2009) e Bresser-Pereira (2010), Alan Greenspan publicou um *paper* apresentando as causas e desdobramentos da crise de 2008. Na ótica do então presidente do *Federal Reserve*, as mudanças geopolíticas ocorridas após o final da Guerra Fria induziram a um declínio mundial nas taxas reais de juros de longo prazo, o que, por sua vez, produziu bolhas dos preços das casas em mais de uma dúzia de países. No entanto, segundo Greenspan *et al.* (2010), foi a maciça securitização do mercado hipotecário *subprime* dos EUA no período de 2003 a 2006 que gerou os ativos tóxicos que provocaram o colapso da bolha mundial em 2008. Os autores assumem que os mecanismos de gestão de risco e de regulamentação oficial falharam em definir os níveis de capital e liquidez que teriam impedido o contágio financeiro e aliviado os efeitos da crise. De acordo com essa visão, as medidas urgentes para sanar a crise deveriam envolver o aumento do capital regulatório, da liquidez e das exigências de garantias para os bancos. Ademais, Greenspan *et al.* (2010) afirmam que a política monetária não foi a causadora da bolha.

Greenspan *et al.* (2010, p. 248) argumentam que não havia como antecipar a crise de 2008:

Algumas pessoas acreditam que a principal causa da recente crise é que os políticos não conseguiram prever o estouro da bolha imobiliária. Seria realmente bom se, de alguma forma, os dirigentes que guiam a economia nacional tivessem poderes sobre-humanos para prever o futuro. Na realidade, os nossos líderes econômicos são mortais que compartilham os mesmos preconceitos e falhas na percepção que os participantes do mercado (GREENSPAN *et al.*, 2010, p. 248).

No que se refere às medidas para tranquilizar o mercado e às previsões para as futuras crises, Greenspan *et al.* (2010) consideram:

Pode-se legislar proibições sobre os tipos de ativos securitizados que agravaram a crise atual. Mas os mercados para esses ativos e para as hipotecas *subprime* com taxas ajustáveis não existem mais. [...] A próxima crise, sem dúvida, envolverá uma infinidade de ativos inovadores, alguns dos quais terão características tóxicas não intencionais, que ninguém pode prever com antecedência. Mas se o capital e as garantias forem adequados, as perdas serão restritas aos acionistas que buscam retornos anormais. Os demais acionistas não estarão em risco (GREENSPAN *et al.*, 2010, p. 244).

Sob ótica distinta, Dwyer e Tkac (2009) definiram que os direcionadores da crise de 2008 foram títulos heterogêneos, difíceis de avaliar. Dessa forma, buscaram compreender como uma quantidade relativamente pequena de títulos criou uma turbulência tão forte nos mercados financeiros mundiais em 2007 e 2008. De forma complementar, analisaram o comportamento dos preços de habitações nos Estados Unidos a partir de janeiro de 2000 até março de 2009. O quadro geral é conhecido: ocorreram aumentos dos preços das habitações em meados de 2006 e 2007, seguidos por reduções de valor. Essas reduções ocorreram

primeiro no cenário norte-americano, depois se espalharam para outras partes do mundo. Dwyer e Tkac (2009) contrariam a posição de Greenspan *et al.* (2010), afirmando que a crise financeira poderia, sim, ter sido evitada.

Quanto às consequências da crise de 2008, podem-se elencar: falências e fechamentos de bancos, queda no valor das ações das principais bolsas de valores do mundo, contágio da crise para outros países, queda nas negociações do comércio internacional, queda no volume de empréstimos bancários e mudanças no perfil de investimentos das empresas.

Como consequência imediata da crise, em setembro de 2008, depois da estatização de importantes instituições de crédito hipotecário – *Fannie Mae* e *Freddie Mac* – desapareceram dois bancos de investimento muito importantes nos Estados Unidos: o *Lehman Brothers*, que pediu concordata, e o *Merrill Lynch*, adquirido pelo *Bank of America*. Após essas quebras houve a quase falência da maior seguradora do mundo, a AIG, que foi socorrida pelo *Federal Reserve*. A quebra do *Lehman Brothers*, em 15 de setembro de 2008, marcou uma nova fase para a crise financeira, que se tornou, a partir daí, uma crise global sistêmica (FREITAS, 2008).

No dia em que o *Lehman Brothers* anunciou sua concordata, foi percebido o declínio do mercado financeiro dos Estados Unidos, que refletiu nos mercados financeiros da América, Ásia e Europa. Na Europa, a Bolsa de Londres caiu 3,42%, a Bolsa de Paris despencou 4,29%, enquanto a Bolsa de Frankfurt recuou 3,34%. Os mercados da China, Japão, Hong Kong e Coreia do Sul não estavam em funcionamento, devido a um feriado, mas após este período as bolsas caíram significativamente (BBC ONLINE, 2008).

A data marcante da quebra do *Lehman Brothers* (15/09/2008), no entanto, não foi quando se apresentou a maior queda dos principais índices de bolsas mundiais. No Brasil, um mês após a quebra (em 15/10/2008), a Bovespa suspendeu o pregão por meia hora e, mesmo assim, o resultado do Ibovespa foi negativo em 11,47%, sendo a maior queda desde o dia 10 de setembro de 1998, e o câmbio do dólar fechou a R\$ 2,16. Nesse dia, a bolsa de Londres caiu 7% e a de Nova York atingiu a maior queda dos últimos 21 anos, 7,8% (BBC ONLINE, 2008).

Em seguida, pode-se dizer que a Europa também entrou em crise, pois havia algumas instituições financeiras que investiram em títulos lastreados em hipotecas oferecidas por *Wall Street*. Dessa forma, após as perdas com esses investimentos, aumentou o número de instituições financeiras europeias com probabilidade de insolvência. Assim, a Europa passou a sofrer os mesmos efeitos dos Estados Unidos. Com isso, a crise foi se alastrando pelo mundo inteiro, gerando uma crise financeira mundial (THE NEW YORK TIMES, 2010).

Para estudar os efeitos do contágio das crises entre os países, Simpson (2010) analisou o nível de integração global dos sistemas bancários internacionais. O autor afirma que houve custos significativos associados à integração bancária global e que estes custos foram identificados em um período anterior à crise de 2008, por meio da análise dos dados de índices bancários diários de países no período de dezembro de 1999 a setembro de 2008. A integração dos bancos implica interdependência, o que, por sua vez, gera risco sistêmico e/ou transmissão de volatilidade. Em geral, os canais de contágio podem surgir dos efeitos da riqueza, das externalidades internacionais, do mercado interbancário e dos sistemas de pagamento. Simpson (2010) recomendou que fosse criada uma autoridade global de regulamentação centralizada, visando melhorar a eficiência dos sistemas bancários internacionais e reduzir os efeitos maléficos do contágio.

Além da transmissão de volatilidade entre países, outra consequência da crise apontada por Robertson (2011) foi a queda do nível de atividade do comércio internacional. O volume das exportações mundiais de mercadorias em 2009 foi 15% abaixo do nível de 2007. Isso representou a maior queda nos volumes de comércio global desde o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio, criado em 1948. A única outra recessão grave no comércio internacional foi uma queda de 7% no volume comercializado em 1974-1975, após a crise do petróleo. Em 2008, essas reduções nos fluxos de comércio atingiram a maioria dos países e todas as categorias de produtos. A Europa e a América do Norte registaram as maiores reduções nas importações e nas exportações.

No que se refere aos empréstimos bancários nos EUA, Ivashina e Scharfstein (2009) constataram cinco fatos marcantes durante a crise: (a) o volume dos novos empréstimos em 2008 foi significativamente inferior ao volume dos novos empréstimos em 2007, mesmo antes do período de pico da crise financeira (agosto-outubro de 2008); (b) o declínio em novos empréstimos se acelerou durante a crise financeira, caindo de 36% em agosto-outubro de 2008, em relação ao período de três meses anteriores; (c) empréstimos para investimentos reais (capital de giro ou outros fins corporativos) e empréstimos de reestruturação (para aquisições, compras alavancadas e recompra de ações) diminuíram de forma similar; (d) durante o período de pico da crise empréstimos sem grau de investimento caíram 50% em relação ao período anterior, enquanto os empréstimos com grau de investimento caíram 19%; e (e) durante o ápice da crise, as linhas de crédito rotativo e os empréstimos de curto prazo diminuíram, mas o declínio no crédito rotativo (39%) foi um pouco maior do que a redução nos empréstimos de curto prazo (26%).

Os autores ressaltam que não ficou claro se a redução do volume de empréstimos foi dirigida pela oferta ou pela demanda. Não se sabe ao certo se os bancos recusaram financiamentos para mutuários solventes que precisavam de empréstimos ou se as empresas é que cortaram os investimentos em resposta às preocupações sobre a economia, e, assim, optaram por não assumir empréstimos no período (IVASHINA; SCHARFSTEIN, 2009).

Ao se analisar os efeitos da crise de 2008 nas organizações, percebem-se também impactos negativos no desempenho corporativo. Campello, Graham e Harvey (2010) investigaram os efeitos das restrições financeiras no cenário da crise do *subprime* de 2008. Os autores entrevistaram 1.050 *Chief Financial Officers* (CFOs) nos EUA, Europa e Ásia, inicialmente, questionando se as empresas em que eles trabalham enfrentaram restrições de crédito durante a crise. Eles constataram, em primeiro lugar, que empresas pequenas, privadas, muito endividadas e financeiramente restritas foram afetadas mais severamente pela crise do *subprime*. Ademais, os autores verificaram que o impacto da crise de 2008 foi grave para as empresas com restrições financeiras, levando a cortes profundos em várias despesas, custos e investimentos. Empresas norte-americanas financeiramente restritas planejaram reduzir significativamente seu nível de emprego (em cerca de 11%), seu gasto em pesquisa e desenvolvimento (P&D) (em 22%), investimento de capital (9%), despesas de marketing (33%) e dividendos (14%) no ano de 2009, pós-crise.

Eles também constataram que a incapacidade de contrair empréstimos no exterior fez com que muitas empresas com restrições financeiras ignorassem projetos de investimento atraentes, com 86% dos CFOs norte-americanos afirmando que os investimentos foram restringidos durante a crise de 2008, sendo que mais da metade dos executivos entrevistados cancelou ou adiou seus planos de investimento. Tais resultados se confirmam nos cenários da Europa e da Ásia e, em muitos casos, foram mais fortes nessas economias (CAMPELLO; GRAHAM; HARVEY, 2010).

Dentre as firmas norte-americanas com limitações de orçamento, 86% disseram que ignoraram investimentos atrativos durante a crise de 2008 devido a dificuldades em obter financiamento externo. Algumas organizações não só cancelaram os investimentos, devido ao aperto dos mercados de crédito, como venderam ativos para obter capital. A maioria das empresas financeiramente restritas vendeu ativos para financiar operações em 2008, enquanto as organizações não restritas não mostraram propensão significativa para vender seus ativos. Campello, Graham e Harvey (2010) evidenciaram que a crise de 2008 impactou sistematicamente os investimentos reais das empresas, mas de forma desigual entre as organizações.

Para entender as consequências da crise no Brasil, é importante compreender como estava a economia brasileira no período de 2000 a 2008. Ao analisar o comportamento do PIB brasileiro nesse período, nota-se um evidente ciclo de crescimento econômico, mais notável a partir de 2004, quando o PIB cresceu 5,7%. Em termos anuais, o crescimento do PIB em 2008 foi de 5,1%. No entanto, no quarto trimestre de 2008, comparado ao trimestre anterior, houve uma queda de 3,6%, aparentemente resultado da crise internacional (IBGE, 2005, 2009).

De 2001 a 2007, o mercado de capitais e as indústrias brasileiras operavam num ambiente de excelente liquidez, revelando crescimento no valor das ações e expansão na produção e no consumo. No princípio da crise, o Brasil não foi diretamente atingido, já que os bancos brasileiros se mostraram mais conservadores e mantiveram sua alavancagem em níveis razoáveis. Além disso, não possuíam papéis vinculados à hipotecas *subprime*. Mas, passados alguns meses da notícia da eclosão da crise nos EUA, vários setores de atividades no Brasil começaram a sentir os efeitos da contração de crédito, que resultaram na queda das exportações e da demanda interna, gerando demissões e ondas de férias coletivas. Os setores mais afetados foram o automotivo, o de bens de capital e o de construção (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2008).

Em 2008, ocorreu uma desvalorização expressiva das ações de empresas nacionais. O valor das ações brasileiras negociadas em bolsa passou de 2,47 para 1,37 trilhões de reais, representando redução de quase 45% (BM&FBovespa, 2009).

O principal efeito da crise no país foi a dificuldade em se obter recursos financeiros nos âmbitos interno e externo. Empresas que dependiam de financiamento externo tiveram que cancelar ou adiar seus projetos de investimento. Consequentemente, infere-se que, devido à diminuição na oferta de empregos, as famílias reduziram seu consumo, desencadeando retração na produção. Reduções do consumo interno, do crédito, das exportações e dos investimentos, de forma combinada, causaram a diminuição da demanda das empresas, que se viram obrigadas a demitir funcionários (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2008).

Paralelamente, verificou-se uma evasão de divisas no país. Os investidores estrangeiros venderam seus papéis no Brasil para cobrir suas perdas no exterior. Houve redução na demanda e nos preços das *commodities*, potencializando a queda no mercado acionário brasileiro, que já havia se iniciado. Nesse contexto, o governo promoveu uma série de alterações em suas políticas monetária e fiscal, adotando importantes medidas, como reduzir os depósitos compulsórios e os impostos sobre produtos industrializados para automóveis e eletrodomésticos, além de aumentar os investimentos públicos (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2008).

Após a crise de 2008, diversos pesquisadores brasileiros desenvolveram trabalhos teórico-empíricos sobre os efeitos da crise nos mercados de capitais brasileiro e estrangeiro. Neste sentido, citam-se como exemplo: Raffaelli (2010), Barba (2011) e Serra (2011).

Barba (2011) investigou os impactos da crise nos mercados de capitais da Argentina, Brasil, Chile e México. A autora buscou analisar três aspectos: relacionamento de longo prazo entre os retornos do mercado de capitais dos EUA e dos países latino-americanos; relacionamento de curto prazo entre os retornos dos EUA e dos países latino-americanos; e mudanças na transmissão da volatilidade do mercado dos EUA para os países latino-americanos. A metodologia utilizada envolveu modelos econométricos de cointegração e vetores autoregressivos (VAR), aplicados aos períodos anterior à crise, de crise e posterior. Os países foram analisados dois a dois, em cada período. Dentre seus resultados, ela destaca: (a) a Argentina e o Brasil tornaram-se cointegrados com os EUA somente no período pós-crise; (b) a crise financeira de 2008 teve um impacto importante no relacionamento de longo prazo, principalmente, entre Argentina, Brasil e México com os EUA; (c) a América Latina não responde homogeneamente a choques dos EUA no longo prazo; (d) os mercados de capitais do Brasil, Argentina e México parecem ser mais vulneráveis a movimentos no mercado norte-americano; (e) o crescimento dos investimentos estrangeiros na economia brasileira pode estar levando o país a ser mais vulnerável; e (f) crises financeiras aumentam a integração entre os mercados.

Sobre as datas de corte da crise financeira, Barba (2011) comenta a dificuldade para definir esses períodos. Segundo a autora, não há consenso na literatura sobre as datas dos eventos de crise. Em geral, as datas são determinadas em função de eventos econômicos, como quebra de bancos e quedas nas bolsas, porém esses eventos não garantem que a crise tenha se iniciado efetivamente naquele momento.

Partindo do mesmo cenário, Raffaelli (2010) analisou as possíveis relações entre a eficiência de mercado e a crise mundial de 2008, para uma amostra de 27 países. A autora buscou verificar se a crise modificou o nível de eficiência dos índices acionários de países desenvolvidos e em desenvolvimento, no período de 01/01/2007 a 30/06/2010. O objetivo da pesquisa da autora foi testar a eficiência de mercado nos períodos anterior e posterior à crise.

No que tange às datas possíveis para demarcar a crise financeira, Raffaelli (2010) adotou três enfoques para definição das datas: (a) data em que todos os índices de bolsas de sua amostra apresentaram algum nível de queda (15/09/2008); (b) data em que os índices de bolsas de sua amostra apresentaram as maiores quedas (variou entre os países: para o Brasil, por exemplo, foi 15/10/2008 – maior queda do Ibovespa e do Ibrx); e (c) período de retornos

contínuos diários acumulados de 2007 a 2010, sendo que para o Brasil, considerando o Ibovespa e o Ibrx100, o período da crise envolveu 06/10/2008 a 09/04/2009.

Os principais resultados obtidos na pesquisa da autora foram: considerando a data de início de crise em sua maior queda (Brasil: 15/10/2008), todos os períodos analisados apresentaram ineficiência de mercado, para todos os países; e, considerando a data de quebra do *Lehman Brothers* (15/09/2008), não houve modificação da eficiência de mercado em nenhum período (pré, durante ou pós crise). Logo, constatou-se ineficiência de mercado na maioria dos períodos investigados, evidenciando a imprevisibilidade para a maior parte dos índices.

Outro trabalho com contexto similar foi o de Serra (2011), que analisou a perda de valor de 135 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa durante a crise de 2008, utilizando a metodologia de modelagem hierárquica linear. O autor definiu o período de crise como tendo início em 20 de maio de 2008 (quando ocorreu o pico do Ibovespa com 73.517 pontos) e finalizando em 27 de outubro de 2008 (quando ocorreu uma das maiores baixas do Ibovespa com 29.435 pontos), apresentando uma queda total de 60%. O autor utilizou-se da técnica multinível como sendo o primeiro nível as empresas e o segundo nível os setores. Constatou que a variabilidade total dos retornos das ações tem origem em características das empresas (76,9% da variabilidade total) e em características dos setores (23,1% da variabilidade total). Concluiu também que as características das empresas que mais influenciaram o retorno das ações foram livro/mercado (valor contábil do patrimônio líquido/valor de mercado do patrimônio líquido), tamanho e iliquidez, e que as características dos setores que mais influenciaram o retorno das ações foram beta desalavancado, crescimento da receita e uma variável *dummy* para ter ou não a tarifa regulada.

Em relação às perspectivas futuras dos países no período pós-crise, segundo Robertson (2011), os Estados Unidos e muitos países da União Europeia ainda estão lutando para reduzir o desemprego, a estagnação econômica e os desequilíbrios externos. Nestas circunstâncias, segundo ele, a recuperação econômica global dependerá em grande parte das novas economias dinâmicas da Ásia e da América Latina. Observou-se que no quarto trimestre de 2009, o comércio internacional começou a se recuperar, constatando-se pequenos aumentos nos embarques de produtos químicos, telecomunicações e equipamentos de transporte. Essa melhoria lenta continuou em 2010 e apresentou progressos mais significativos em 2011.

A Fundação Bertelsmann divulgou em abril de 2010 um estudo alemão que constatou que entre quatorze países desenvolvidos e em desenvolvimento, somente sete reagiram bem à crise de 2008 (Alemanha, Brasil, China, Estados Unidos, Grã-Bretanha, Índia e Turquia).

Segundo essa pesquisa, os países em desenvolvimento reagiram melhor aos problemas financeiros do que as nações industrializadas, pois aprenderam com as crises anteriores (BBC ONLINE, 2010).

No período pós-crise, tem-se que o PIB brasileiro em 2009 atingiu o valor de R\$ 3,143 trilhões, de acordo com dados do IBGE (2010), representando uma redução de 0,2% em relação ao ano anterior. Essa foi a primeira retração da atividade econômica brasileira¹⁵ desde 1992. O volume de crédito no país mostrou elevação de 16% em 2009 e 20% em 2010. Em 2010, a variação percentual real do PIB foi de 7,5%, revelando uma recuperação econômica consistente. Já em 2011, a mesma variação correspondeu a 2,7% (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2010; BACEN, 2011).

2.6.2 Crises financeiras *versus* governança corporativa

Alguns estudos sobre governança (JOHNSON *et al.*, 2000; MITTON, 2002; SROUR, 2005) buscaram compreender a relevância dos mecanismos de GC em diferentes momentos econômicos, em especial nos de crise ou crescimento. Rajan e Zingales (1998) argumentam que antes dos acontecimentos da crise asiática (entre julho de 1997 e agosto de 1998), os investidores ignoravam as práticas de governança corporativa das empresas enquanto os negócios tinham bom desempenho. No entanto, durante o período da crise, esses investidores se desfizeram imediatamente de suas posições em países que apresentavam pouco comprometimento legal entre os acionistas minoritários e o acionista controlador, afetando o desempenho das firmas.

Na ótica de Srouer (2005), quando ocorrem choques negativos de retorno, as boas práticas de governança reduzem o incentivo do controlador em desviar recursos, protegendo o valor da firma para os acionistas minoritários. De outro lado, em momentos de choques positivos de retorno se aplicaria o raciocínio inverso, e as organizações de pior governança teriam desempenho relativo melhor.

Neste contexto, Johnson *et al.* (2000) investigaram o papel da governança corporativa no período em que ocorreu a crise financeira no Leste Asiático, contemplando uma amostra de 25 países emergentes, sendo 6 da América Latina, 6 da Europa, 10 da Ásia, 2 do Oriente Médio e a África do Sul. Constataram que certas medidas de governança corporativa,

¹⁵ Considerando a variação percentual real do PIB, e não o PIB per capita. Caso se considere o PIB per capita, houve retração também em 2001 e 2003.

particularmente a eficácia da proteção aos acionistas minoritários, explicaram melhor o nível de desvalorização cambial e a queda dos preços das ações do que as medidas macroeconômicas convencionais. Uma possível explicação é que em países com fraca governança corporativa, piores resultados econômicos resultam em mais expropriação pelos gestores e, portanto, uma maior queda nos preços dos ativos. Segundo os autores, isso não significa que as explicações macroeconômicas não sejam importantes na crise asiática. Não há consenso entre os economistas quanto à importância relativa de aspectos como: contas correntes, reservas, dívida externa, política monetária e política fiscal para os mercados emergentes em 1997-1998. No entanto, estas variáveis não têm efeitos simples ou diretos na determinação da extensão da crise entre os países de mercados emergentes nesse período.

Em abordagem similar, Mitton (2002) estudou mecanismos de governança corporativa em 398 organizações de cinco países do Sudeste Asiático atingidas pela crise de 1997-1998. Para analisar a característica de transparência, o autor utilizou como *proxies* o fato de as empresas possuírem ADRs (de qualquer nível) ou de serem auditadas por uma grande companhia multinacional de alta credibilidade (*Big Six*). Os resultados empíricos mostraram que empresas que possuíam ADR obtiveram retorno superior de 10,8% durante a crise e que aquelas auditadas por grandes companhias chegaram a um resultado superior, de 8,1%. O autor ainda constatou que as empresas com maior qualidade de *disclosure*, maior transparência, maior concentração de propriedade por *outsiders* e com mais foco corporativo (menos diversificadas) experimentaram melhor desempenho no preço das ações durante a crise.

Ademais, observou a presença de retornos significativamente mais baixos durante a crise para as empresas nas quais os direitos de voto dos maiores acionistas excederam os seus direitos sobre o fluxo de caixa e para as empresas com estruturas de propriedade piramidais. Os seus resultados, juntamente com os de Johnson *et al.* (2000), são importantes, na medida em que contribuem para a compreensão das consequências da crise e demonstram uma relação entre finanças corporativas e eventos macroeconômicos. Além disso, sugerem que as firmas individuais, e não apenas os países, têm algum controle sobre o nível de proteção oferecido aos acionistas minoritários.

Corroborando Johnson *et al.* (2000), Lemmon e Lins (2001) investigaram o efeito da estrutura de propriedade sobre o valor de 800 empresas durante a crise do Leste Asiático. Os países estudados foram: Hong Kong, Indonésia, Malásia, Filipinas, Singapura, Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia. Uma das hipóteses principais do estudo foi: tudo o mais mantido constante, firmas nas quais os *insiders* possuem substanciais direitos de controle e baixos

direitos sobre o fluxo de caixa devem estar mais sujeitas à expropriação durante o período de crise. Segundo Lemmon e Lins (2001), a crise do Leste Asiático representou um choque negativo nas oportunidades de investimento das firmas nesses mercados, o que maximizou os incentivos dos acionistas controladores em expropriarem os acionistas minoritários. Além disso, a grande separação entre direitos de fluxo de caixa e direitos de voto, que decorre do uso de estruturas piramidais e *holdings* nesses mercados, sugere que os *insiders* têm incentivos e habilidade para se engajarem em expropriação. O indicador Q de Tobin das empresas nas quais os minoritários são mais sujeitos à expropriação declinou 12% mais que o das demais empresas no período de crise. Para o retorno das ações, o resultado foi similar: firmas em que a probabilidade de expropriação dos minoritários é mais elevada tiveram pior desempenho que as demais empresas em 9% por ano, durante o período de crise. No período pré-crise, as diferenças entre empresas com separação entre direito de voto e direito de fluxo de caixa não influenciaram tanto o desempenho.

Outro estudo similar é o de Baek, Kang e Park (2002), em que investigaram a relação entre governança corporativa e valor da firma durante a crise financeira coreana para uma amostra de 644 empresas não financeiras listadas na bolsa de valores da Coreia entre novembro de 1997 e dezembro de 1998. Os autores segmentaram sua amostra em empresas “chaebol” e empresas “não chaebol”. O termo “chaebol” consiste em um grupo de empresas nas quais mais de 30% das ações pertencem ao acionista controlador e/ou a suas empresas afiliadas. Este tipo de organização, frequentemente, incorre em endividamento excessivo e seus gerentes-proprietários têm expropriado outros investidores, investindo recursos da empresa para maximizar seu próprio bem-estar ou do grupo.

Como resultados, Baek, Kang e Park (2002) constataram que durante a crise coreana as empresas “chaebol” sofreram menor redução no seu valor comparativamente às “não chaebol”. As organizações com maior qualidade no *disclosure* e com fontes alternativas de financiamento externo sofreram menos os impactos da crise. Em contraste, as empresas “chaebol” com controle familiar vivenciaram maior queda do valor de seu patrimônio. As organizações em que os direitos de voto dos acionistas controladores ultrapassaram seus direitos sobre o fluxo de caixa solicitaram mais empréstimos de seus principais bancos e se mostraram altamente diversificadas, também revelando retornos mais baixos. Os autores inferiram que a mudança no valor da empresa durante uma crise dessa magnitude ocorre em função das diferenças de governança corporativa no nível da firma e das medidas de incentivos aos proprietários-gerentes.

Mais recentemente, Srour (2005) investigou a eficácia de mecanismos de governança corporativa, utilizando uma amostra de 350 empresas brasileiras de capital aberto no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001. Os dados demonstraram que empresas que se envolvem na emissão de ADRs nível 2 e/ou pertencentes ao Novo Mercado da BM&FBovespa tendem a se comprometer mais fortemente com a proteção aos acionistas minoritários. Segundo o autor, firmas com ADR nível 2 ou do Novo Mercado possuem maiores retornos em períodos de crise e distribuem mais lucros sobre forma de dividendos.

Um dos testes de Srour (2005) consistiu em explorar a eficácia dos contratos privados para as firmas brasileiras em situações extremas, tais como aquelas vivenciadas durante a crise asiática, o choque da desvalorização do real (janeiro de 1999 a janeiro de 2000) e a crise de 11 de setembro de 2001. Seguindo a metodologia de Johnson *et al.* (2000), o autor analisou o impacto de práticas mais rígidas de governança corporativa na performance da firma em momentos de choques inesperados de retorno. Sobre seus resultados, Srour (2005) comenta:

Em choques negativos, como o da crise asiática e da crise de 11 de setembro, empresas com melhores políticas de distribuição de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista experimentaram uma queda relativamente menor nos seus retornos. Enquanto isso, perante um choque positivo, como o da desvalorização do real, essas mesmas boas características proporcionaram um menor retorno relativo para as firmas. Isto é, encontrou-se evidência robusta de que as boas características de governança diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choque (SROUR, 2005, p. 638-639).

Corroborando os estudos de Johnson *et al.* (2000), Lemmon e Lins (2001) e Mitton (2002), Srour (2005) concluiu que melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade do retorno das firmas.

Seguindo as metodologias de Johnson *et al.* (2000) e de Srour (2005), Gonçalves (2009) propõe que as boas práticas de governança sejam avaliadas em momentos adversos de retorno. O autor procurou descobrir se a adoção de um conjunto de boas práticas de governança corporativa reduz o risco dos acionistas nos momentos de crises econômicas. Com esse objetivo, analisou quatro crises: crise mexicana (setembro de 1994 a março de 1995), crise asiática (julho de 1997 a janeiro de 1999), “crises gerais”, que englobaram várias crises¹⁶ observadas entre fevereiro de 2000 e outubro de 2002, e crise americana do *subprime*

¹⁶ As “crises gerais”, segundo Gonçalves (2009), englobaram crises como a moratória na Argentina em 2000, a crise energética no Brasil e os atentados terroristas nos EUA em 2001, a crise eleitoral brasileira e os escândalos corporativos americanos em 2002.

(maio de 2008 a outubro de 2008). Como resultado, percebeu que durante a crise asiática as empresas que adotaram melhores práticas de GC obtiveram retorno até 7% maior do que aquelas que não adotaram tais práticas. No entanto, para as outras três crises não foram encontrados os resultados esperados. Durante a crise norte-americana do *subprime*, por exemplo, quando a variável para governança¹⁷ se mostrou significativa, seu sinal foi contrário ao esperado, mostrando que empresas que adotam boas práticas de GC vêm tendo um retorno pior do que as demais. Logo, não se pode afirmar que em momentos de crise o comportamento dos investidores brasileiros leve em consideração as boas práticas de governança.

Voltando o foco para a crise financeira global de 2008, Howson (2009) analisa o papel da governança corporativa nesse cenário. Para o autor, diferentemente de outras crises de confiança no mundo dos negócios, esta não estava associada a fraudes contábeis do “tipo Enron”. O foco da crise consistiu na forma de operar de instituições financeiras globais que se envolveram em negociações arriscadas com “ativos tóxicos”, comprometendo o mercado de crédito mundial. Em maio de 2009, o Senado dos Estados Unidos introduziu um projeto de lei sobre os direitos dos acionistas, o qual apontava a necessidade de uma ampla reforma da governança. Tal projeto ressaltou que entre as principais causas da crise financeira e econômica vivenciada pelos EUA estava o fracasso dos mecanismos de GC. Entretanto, Howson (2009) destaca que seria um erro atribuir as causas da crise à governança corporativa. Ele observa que as práticas de governança têm o objetivo de conciliar os interesses e dirimir os conflitos entre diversos *stakeholders* e *shareholders*, mas seu foco predominante é interno: maximizar a riqueza dos proprietários.

Na mesma linha de investigação de Howson (2009), mas com conclusões opostas, Tarraf (2011) explica como as falhas de governança corporativa contribuíram para a crise financeira de 2008. Mais precisamente, estuda como os atuais sistemas de governança corporativa falharam na proteção contra a tomada agressiva de riscos e em proporcionar o controle que as empresas precisavam para promover práticas sólidas de negócios. Conclui que a tomada agressiva de riscos, um aspecto inerente à governança corporativa, foi uma das principais causas da crise financeira. Para ele, o colapso do mercado de crédito e a resultante

¹⁷ Definida neste trabalho como o índice de governança construído por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005).

crise ocorreram devido a uma gestão inadequada dos riscos por executivos e conselhos de administração.

Cheffins (2009) foi outro autor que também buscou compreender as práticas de GC durante a crise de 2008. Para isso, analisou o perfil de governança de 37 empresas pertencentes ao índice *Standard's & Poors* 500 (S&P500) no ano de 2008, sendo dois terços delas provenientes do setor financeiro. Em geral, corroborando Howson (2009), ele concluiu que não se pode dizer que a governança corporativa falhou durante a crise financeira. Embora o sistema de GC das empresas norte-americanas não tenha operado de forma adequada durante a crise de 2008, alguns mecanismos, como os conselhos de administração, funcionaram razoavelmente bem nas empresas da amostra, sob condições muito difíceis.

Em estudo comparativo, Huy (2011) identifica as diferenças nos atuais sistemas de governança corporativa de quatro países da região Ásia-Pacífico: Japão, Austrália, Filipinas e Coreia. O autor pretendeu realizar um diagnóstico dos padrões de GC da Ásia-Pacífico e dar recomendações para governos e organizações pertinentes. Segundo ele, após a crise de 2008 cada país deve buscar formas de modificar e rever o seu código de governança corporativa e alcançar níveis mais avançados de governança, estrutura, mecanismos e posições.

Em trabalho empírico sobre o tema, Erkens, Hung e Matos (2009) investigaram o papel desempenhado pela GC na crise financeira de 2008 e as funções desempenhadas pelo conselho de administração, pelos investidores institucionais e pelos acionistas majoritários durante a crise. Utilizaram dados de 296 instituições financeiras de 30 países envolvidos no centro da crise. O período de análise se estendeu de janeiro de 2007 a setembro de 2008. Constataram que as empresas com conselhos mais independentes tiveram chances maiores de captar recursos durante a crise. O trabalho refutou a ideia de que as perdas ocorridas durante a crise foram resultado de fraca supervisão por parte dos conselhos e dos investidores. Paradoxalmente, verificaram que, apesar de os conselhos e os acionistas terem executado sua função de controle durante a crise – substituindo o fraco desempenho dos CEOs no mesmo período, eles incentivaram os investimentos em ativos relacionados às hipotecas *subprime*, o que gerou grandes perdas durante a crise financeira. Na busca por maiores retornos, os acionistas incentivaram os gestores a assumir investimentos de maior risco. Como desdobramento, constataram que empresas com conselhos mais independentes e com maior propriedade institucional buscaram, de forma mais frequente, substituir seus CEOs com fraco desempenho no período de crise.

Voltando o foco para o papel do conselho de administração, Liu, Liu e Uchida (2010) examinaram a relação entre a independência do conselho, o *turnover* (rotatividade) da gestão

e a política de dividendos no Japão durante a crise de 2008. Quanto à amostra analisada, os autores selecionaram as empresas que no exercício contábil de 2008 experimentaram 33% ou mais de quedas no lucro operacional antes da depreciação. Das 2.190 empresas com dados disponíveis, 885 (40,4%) satisfizeram esse critério. As hipóteses principais do estudo foram: (a) o *turnover* da gestão tem maior probabilidade de ocorrer em empresas com maior número de conselheiros independentes durante períodos de crise financeira; e (b) as empresas com mais conselheiros independentes são menos propensas a diminuir dividendos durante crises financeiras do que aquelas com conselhos controlados por *insiders*.

Liu, Liu e Uchida (2010) argumentaram que os dados da crise financeira têm duas vantagens na abordagem do papel dos diretores independentes. Primeira, podem-se coletar dados de várias empresas que experimentam declínios significativos de desempenho durante um período muito curto (no caso, agosto de 2007 a dezembro de 2008), permitindo que se investiguem o *turnover* da gestão e a política de dividendos das empresas em um ambiente homogêneo. Segunda, ao acrescentar um elemento exógeno, os dados da crise financeira permitem que se evite o problema da endogeneidade, que comumente aflige os pesquisadores de governança corporativa. Como resultados, os autores constataram que desempenhos insatisfatórios de empresas associados à crise de 2008 geraram graves conflitos de agência. Concluíram, também, que os gestores recebem incentivos para diminuir substancialmente os dividendos, a fim de reter recursos da organização à custa da riqueza do acionista. Apontaram que os conselhos independentes monitoram criticamente a gestão e tornam os *turnovers* mais sensíveis ao desempenho insatisfatório das empresas. Além disso, a proporção de diretores independentes em relação ao total de membros do conselho se mostrou negativamente relacionada à probabilidade de que a organização irá diminuir o pagamento de dividendos. Tais resultados sugeriram que conselhos mais independentes disciplinam a gestão e protegem a riqueza dos acionistas.

Em apreciação similar, Liu, Uchida e Yang (2012) investigaram a relação entre governança corporativa e valor da firma na China durante a crise financeira de 2008. As hipóteses de seu estudo foram: empresas estatais sofreram menores reduções no seu valor do que as não estatais durante a crise; e organizações com alta proporção de propriedade gerencial (considerado o percentual de propriedade detida pelo CEO e pelos diretores executivos) sofreram menor redução do valor da firma durante a crise. Inicialmente, os autores definiram o período de crise como sendo de agosto de 2007 a dezembro de 2008 e analisaram as mudanças do Q de Tobin neste período. Em seguida, investigaram o período em que houve as maiores quedas nas ações da bolsa chinesa, de outubro de 2007 a outubro de

2008. Para validar seus resultados, avaliaram o período pré-crise – agosto de 2006 a julho de 2007, momento em que os índices de preços das ações chinesas aumentaram continuamente. Como resultados, ambos os períodos de crise comprovaram as hipóteses elencadas e o resultado do período pré-crise se mostrou contrário ao dos períodos de crise.

As evidências do estudo de Liu, Uchida e Yang (2012) mostraram que organizações chinesas controladas pelo Estado (denominadas de SOEs – *State-Owned Enterprises*) que apresentaram baixo desempenho antes da crise desempenharam melhor durante a crise, especialmente quando elas se apoiaram em financiamento bancário. Inferiram que a propriedade governamental mitiga as restrições financeiras durante períodos de crise. Argumentaram, também, que a propriedade gerencial é associada positivamente à performance durante a crise para as SOEs. Finalmente, concluíram que as empresas chinesas que contrataram uma companhia de auditoria de grande reputação experimentaram menor redução no valor da firma durante a crise de 2008.

No que tange aos estudos similares realizados no cenário brasileiro, podem-se citar os trabalhos de Azevedo (2009), Steagall Jr. (2009) e Fischer (2012), sendo que este último também aborda dados da economia alemã.

Azevedo (2009) investigou se o IGC valorizou mais do que o Ibovespa em períodos de crescimento econômico e em períodos de crise financeira. Para tanto, separou a amostra de dados em dois períodos: período de crescimento econômico (junho de 2001 a junho de 2008); e período de crise financeira (julho de 2008 a março de 2009). Ele concluiu que no período amostral total (junho de 2001 a março de 2009) as médias de retornos do IGC e do Ibovespa são diferentes, sendo os retornos médios do IGC superiores aos do Ibovespa. Considerando somente o período de crise, a média de retornos do Ibovespa foi ligeiramente superior à do IGC. Assim, constatou-se que as influências benéficas das práticas diferenciadas de GC na valorização do preço das ações são contestáveis em momentos de crise.

Sob ótica distinta, Steagall Jr. (2009) investigou se a utilização de derivativos, aliada às melhores práticas de governança corporativa, cria valor para as empresas. Para tanto, analisou uma amostra de 267 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBovespa, entre 2004 e 2007. Segundo o autor, as empresas passaram a usar derivativos tendo como principal intuito promover a suavização de fluxos de caixa decorrentes de picos de cotação de moeda, como aquelas ocorridas em 2002 e 2003. Sobre esse assunto, o autor comenta:

[...] as empresas que têm algum tipo de exposição, como por exemplo, risco de taxa de câmbio, de taxa de juros ou de preço de *commodities*, seja devido à necessidade de compra ou venda de moeda, seja por conta de uma subsidiária no exterior ou mesmo pelo descasamento de índices entre ativo e passivo, utilizam derivativos para garantir

que terão condições de honrar determinados compromissos, deixando os investidores mais tranquilos com relação à perenidade do negócio (STEAGALL JR., 2009, p. 9).

Os resultados do estudo sugerem que apenas a governança corporativa agrega valor à firma, mas não a utilização de derivativos. Foram encontradas evidências fracas de que a utilização de derivativos aliada às práticas de governança corporativa, especialmente no quesito estrutura acionária, adiciona valor para o acionista.

Em estudo mais recente, Fischer (2012) analisou o retorno das ações das empresas que adotam os mais altos níveis de governança corporativa no Brasil e na Alemanha. O autor buscou compreender quais são os efeitos da crise de 2008 na volatilidade do retorno das ações das empresas listadas no Novo Mercado brasileiro comparativamente ao *Prime Standard* alemão nos segmentos comercial, industrial e de prestação de serviços. O autor definiu as datas de corte da crise da seguinte forma: 2005 e 2006 – pré-crise; 2007 e 2008 – crise; 2009 e 2010 – pós-crise. Sua amostra envolveu 109 ações brasileiras pertencentes ao Novo Mercado e 269 ações alemãs pertencentes ao *Prime Standard*. Como principais resultados, o autor constatou que houve diferença estatisticamente significativa de volatilidade entre os países no período pré-crise (2005-2006), com volatilidade superior no Brasil em relação à Alemanha. No início da crise, em 2007, também é possível verificar diferença significativa de volatilidade entre os dois países. Exceção ocorreu no ano de 2008, auge da crise, em que os dois países não apresentaram diferença significativa de volatilidade. Em 2009, houve diferenças na volatilidade e em 2010 essas diferenças não foram significativas. O Brasil apresentou volatilidade superior em suas ações até 2008. Após esse ano, ocorre reversão, e a Alemanha passa a ter maior volatilidade. Quando se analisam os segmentos de atividade, conclui-se que a volatilidade das ações do Brasil e da Alemanha não se altera para diferentes tipos de segmento empresarial em ambos os mercados.

Em suma, os trabalhos sobre governança corporativa e crises apontam a necessidade de investigar melhor como o papel dos mecanismos de GC se altera em momentos econômicos distintos e se a governança atende a seus propósitos em momentos de choques adversos de retorno. A maioria dos estudos revela a dificuldade de definir os pontos de corte para as crises. Ademais, nota-se que a crise financeira de 2008 elevou o interesse dos pesquisadores em investigar a qualidade da governança em diferentes cenários econômicos. A seguir, apresenta-se o modelo teórico deste estudo.

2.7 Modelo teórico da pesquisa

Uma governança corporativa de qualidade pressupõe: (a) independência, imparcialidade e funções bem definidas para o conselho de administração; (b) equilíbrio na estrutura de propriedade e controle; (c) mecanismos de compensação aos gestores alinhados com a estratégia da empresa e com os interesses dos acionistas; (d) transparência das informações publicadas; e (e) proteção aos acionistas minoritários.

Para representar a qualidade da governança, de forma a considerar os cinco mecanismos abordados neste estudo, foram desenvolvidos indicadores de governança, os quais foram explicados no item 3.2. Em seguida, buscou-se associar esses indicadores a medidas de desempenho contábil, valor de mercado e risco.

Comparativamente aos estudos sobre governança e desempenho/valor, um número menor de pesquisas buscou relacionar boas práticas de governança com o risco (HABIB, 2005; CHEN; CHEN; WEI, 2003; SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004; LAMEIRA, 2007, SALMASI, 2007). Segundo esses autores, haveria uma relação negativa entre risco e qualidade da governança e, em especial, entre custo de capital e GC. Isto é, empresas bem governadas obteriam maior valor de mercado mediante a redução do seu custo de capital (variável *proxy* para o risco da estrutura de capital da organização). Os autores apontam uma alternativa para elevar o valor de mercado da firma: ao invés de somente buscar o aumento dos fluxos de caixa esperados, as empresas também devem tentar reduzir seu custo de capital, por meio da utilização dos mecanismos de governança corporativa.

O modelo teórico deste trabalho, considerando o cenário até aqui descrito, pode ser representado na Figura 1.

Destaca-se que o modelo da Figura 1 foi implementado em momentos econômicos distintos, dado o contexto brasileiro: crises locais (2000-2002), não crise (2003-2007) e crise global (2008-2009), considerando o horizonte total de análise do estudo: 2000 a 2009.

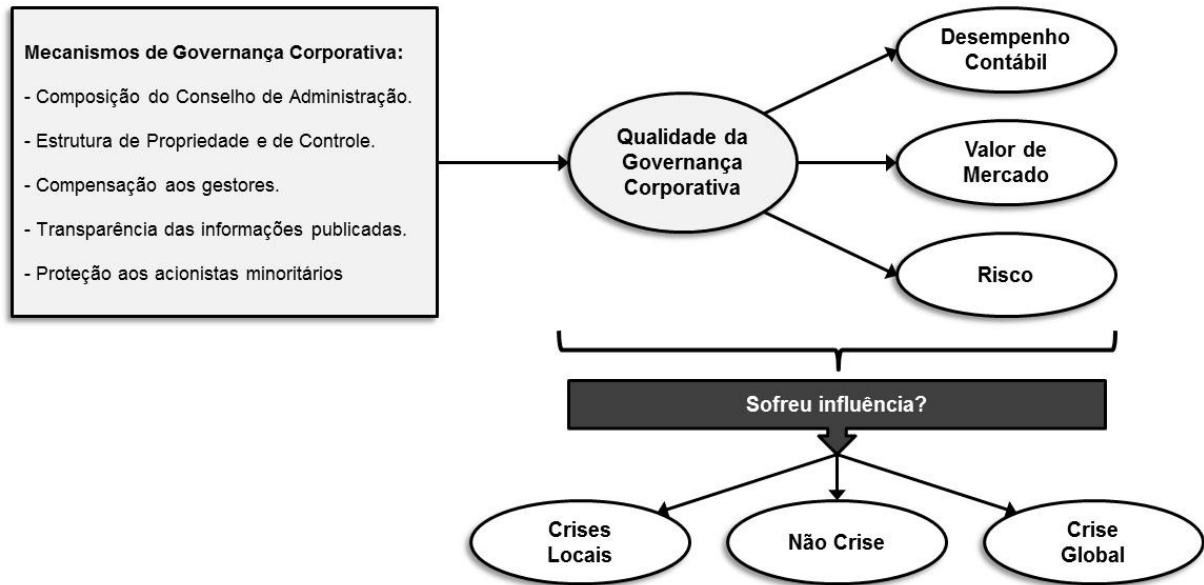


Figura 1 – Modelo teórico da pesquisa.

Fonte: Adaptado de Correia (2008, p. 123) e Lameira (2007).

Na próxima seção, desenvolve-se a metodologia adotada neste estudo, destacando a amostra, as fontes dos dados, as variáveis, os métodos e o tratamento dos dados, além dos modelos estimados.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, abordam-se: a classificação da pesquisa, a definição da amostra e dos dados, o detalhamento dos métodos adotados e a definição das variáveis.

3.1 Classificação da pesquisa, da amostra e dos dados

Quanto à forma de abordagem do problema e à sistemática do estudo, este trabalho é quantitativo. Richardson (1999, p. 29) esclarece que “o método precisa estar apropriado ao tipo de estudo que se deseja realizar, mas é a natureza do problema ou o seu nível de aprofundamento que, de fato, determina a escolha do método”.

Quanto à matriz teórica e aos objetivos de pesquisa, segundo Selltiz et al. (1967, p. 59), o estudo descritivo tem os seguintes objetivos: “(a) apresentar as características de uma situação, grupo ou indivíduo; (b) verificar a frequência com que algo ocorre ou com que está ligado a alguma outra coisa”. Como este estudo pretendeu avaliar o relacionamento entre governança e desempenho, valor de mercado e risco, ele se insere no item “b”.

Segundo Gil (1999), alguns estudos descritivos vão além da simples identificação da existência de relações entre variáveis, pretendendo determinar a natureza dessa relação, aproximando-se, neste caso, dos estudos explicativos e/ou causais. Este estudo se enquadra nesta definição.

No que se refere à amostra e aos dados, esta investigação utilizou dados secundários, coletados no banco de dados Economatica, nos sites da CVM e da BM&FBovespa e na demonstração das Informações Anuais (IANs) das empresas, entregues à CVM a cada ano. A amostra foi composta por empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, no período de 2000 a 2009. Consideraram-se como empresas com liquidez significativa aquelas que apresentaram índice de liquidez anual calculado pelo Economatica superior a 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas em quatro anos ou mais da pesquisa, incluindo, necessariamente, o ano de 2009, conforme o critério adotado por Silveira (2004). O setor de Finanças e Seguros ficou excluído da amostra, pois possui estrutura financeira bastante peculiar, sendo seus critérios de análise distintos em relação aos das demais empresas. A amostra final ficou composta por 245 empresas, após os filtros de liquidez e setor financeiro. Foi formado, então, um painel não balanceado de empresas negociadas na BM&FBovespa entre 2000 e 2009. Ou seja, para algumas empresas há dados somente em parte do período amostral. De acordo com Baum (2006), é preferível trabalhar com um painel não balanceado, porque o uso de painéis balanceados pode gerar um viés de

sobrevivência, além de provocar a redução acentuada da dimensão *cross-section*, isto é, do número de unidades analisadas.

Para definir os períodos de crise e de não crise, utilizou-se da literatura sobre o tema¹⁸ e dos indicadores do mercado financeiro, como o Ibovespa e o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Além disso, foi realizado o teste de Chow, com o objetivo de verificar possíveis quebras estruturais no período investigado. Dessa forma, segmentou-se o período investigado da seguinte forma: (i) crises locais – período compreendido entre 2000 e 2002; (ii) não crise – período entre 2003 e 2007; e (iii) crise global – período entre 2008 e 2009. A justificativa para essa segmentação de períodos foi fundamentada e descrita no item 2.6.1. Em relação aos EUA, a crise envolveu os anos de 2007 e 2008, considerando em 2007 a origem e em 2008 os desdobramentos da crise (FISCHER, 2012). Em relação ao Brasil, os desdobramentos da crise se fizeram sentir de outubro/2008 até abril/2009 no mercado de capitais (RAFFAELLI, 2010). Como os dados referentes à GC são todos disponibilizados em base anual, não foi possível trabalhar com os meses de crise, e sim com a aproximação por meio dos anos.

O ano de 2000 foi escolhido como sendo o início do período amostral, devido à criação do IGC pela BM&FBovespa nesse ano, momento em que passou a ser possível às empresas listadas aderirem aos diversos segmentos de listagem (nível 1, nível 2 e Novo Mercado).

Os anos de 2010 e 2011 não fizeram parte da amostra, pois, a partir do exercício contábil de 2010 as empresas brasileiras de capital aberto passaram a adotar as normas internacionais de contabilidade (IFRS), o que causou variações superiores a 10% nos lucros, para mais ou para menos, em 35% dos casos, dentre outras alterações em contas contábeis usadas neste estudo, o que dificultaria as análises comparativas de desempenho, valor e risco (VALOR ECONÔMICO, 2011).

A consulta às demonstrações IANs das empresas, entregues à CVM a cada ano possibilitou a obtenção dos dados referentes às variáveis que envolvem os mecanismos “conselho de administração”, “modalidades de compensação aos gestores”, “proteção aos acionistas minoritários”, e “estrutura de propriedade e controle”.

A consulta à base de dados Economatica possibilitou a obtenção dos dados referentes a desempenho contábil, valor de mercado e risco, bem como ao mecanismo de governança

¹⁸ Ver 2.6.1 e 2.6.2.

“transparência das informações publicadas”. Os dados sobre empresas emissoras de ADRs em seus diversos níveis foram solicitados via e-mail à CVM, que, posteriormente, enviou uma listagem para esta investigação. Os valores financeiros foram deflacionados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI)¹⁹.

Após o período dedicado à construção do banco de dados, recorreu-se a um conjunto de procedimentos estatísticos com o objetivo de estimar: (i) as relações *ceteris paribus* entre os aspectos de governança corporativa e os indicadores de desempenho/valor/risco; e (ii) como este efeito se altera em períodos econômicos distintos. Para tanto, adotaram-se os seguintes procedimentos: (a) utilização da abordagem análise de componentes principais (ACP), método que permite resumir em um indicador um conjunto de variáveis, a qual, no contexto deste trabalho, foi utilizada para construir um indicador baseado em estimativas representativas das cinco dimensões da governança; (b) aplicação de métodos de regressão para dados longitudinais, em que se contrapõem aspectos de desempenho/valor/risco ao indicador de governança e outras variáveis de controle, com o objetivo de reconhecer o efeito da governança sobre a variação do desempenho/valor/risco das firmas; e (c) adoção da estatística de teste conhecida como teste de Chow (1960), cujo objetivo é verificar se em determinados pontos da reta de regressão ocorrem quebras estruturais.

3.2 Método de construção do índice de governança

Este estudo envolveu uma quantidade elevada de variáveis ou indicadores representativos das dimensões de governança, que são correlacionados entre si. Por isso, foi necessário utilizar técnicas estatísticas para diminuir o número de mecanismos e, em seguida, produzir um índice consolidado que representasse todas as variáveis de qualidade da governança. No que se refere a este procedimento, este estudo se valeu do método de Nagar e Basu (2002), também adotado por Correia (2008).

Nagar e Basu (2002) afirmam que se determinado construto é multidimensional, ele pode ser examinado por meio de diferentes características. Os autores construíram um índice de desenvolvimento humano (IDH) para 174 países baseado em quatro variáveis causais

¹⁹ A escolha do IGP-DI se justifica pois o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) é utilizado como referência para o sistema financeiro brasileiro, balizando a negociação entre as instituições financeiras e regulando a oferta e a procura de recursos no mercado financeiro por essas instituições (BACEN, 2011).

(indicadores sociais), quais sejam: expectativa de vida ao nascer, taxa de alfabetização de adultos, taxa de escolaridade e PIB real per capita. O IDH proposto consiste em uma média ponderada de todos os componentes principais obtidos na ACP, sendo os pesos representados pelas variâncias proporcionais de cada um deles. Segundo Nagar e Basu (2002), esta técnica possibilita a elaboração de variáveis sintéticas, que não existem isoladamente, mas são representadas por combinações lineares de outras variáveis.

A técnica Análise de Componentes Principais (ACP) converte uma matriz de dados X , com N observações de K indicadores, em um conjunto novo de K variáveis (PC) ortogonais, de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível (NAGAR; BASU, 2002).

Nesta pesquisa, o conjunto de indicadores representativos de boas práticas de governança foi substituído por um número igual de componentes principais (PC), de forma que a variância total dos indicadores fosse representada por esses componentes. Em suma, o método da ACP busca explicar a estrutura de variância e covariância de um vetor aleatório, mediante combinações lineares das variáveis aleatórias originais. As combinações lineares construídas são denominadas de “componentes principais”, sendo que de K variáveis originais é possível obter m componentes principais. No procedimento proposto, todas as variáveis causais são substituídas por igual número de componentes, explicando, assim, 100% das variações (NAGAR; BASU, 2002).

Segundo Alexander (2008), a ACP é o procedimento mais simples dentre as técnicas de ortogonalização. Ela transforma um conjunto de variáveis correlacionadas em um conjunto de variáveis não correlacionadas. A ACP se baseia na decomposição espectral da matriz de covariâncias ou correlações. Dessa forma, considera-se a matriz de correlações das variáveis explicativas e procede-se à sua decomposição espectral, com o objetivo de representar a matriz de uma forma que permita tratar a multicolinearidade entre as variáveis. Seja X uma matriz $T \times K$ de K variáveis observadas para T períodos. As colunas de X são denotadas X_1, X_2, \dots, X_k , as quais representam séries de tempo de variáveis correlacionadas. Se padronizarmos as variáveis, tal que todas possuam média zero e variância de 1, então a covariância dos dados pode ser representada sob a forma matricial. Quando $T \geq K$, todos os autovalores desta matriz são positivos e a matriz é definida positiva. Cada componente principal é uma combinação linear das colunas de X , em que os pesos são escolhidos de tal forma que: (a) os componentes principais não são correlacionados entre si; e (b) o primeiro componente explica a maior parte da variação em X , e assim por diante (ALEXANDER, 2008).

Conforme propõem Nagar e Basu (2002) para o caso do IDH e Correia (2008) para o caso da qualidade da governança, após padronizar as variáveis de governança (para que seus pesos não sejam influenciados pelas unidades de medida), buscou-se transformá-las para que todas elas tivessem um comportamento positivo (quanto maior a variável, melhor a qualidade da GC). Dada a matriz X das N observações dos K indicadores:

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \cdots & X_{K1} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{N1} & \cdots & X_{KN} \end{bmatrix}$$

Cada uma das variáveis foi, então, padronizada (subtraiu-se sua média e dividiu-se o resultado pelo seu desvio padrão). Em seguida, obteve-se a matriz de correlação das variáveis e resolveu-se a equação determinística para os autovalores (λ), conforme a seguir:

$$|R - \lambda I| = 0 \quad [1]$$

Sendo: R a matriz de correlação das variáveis padronizadas, de ordem K x K.

Esta equação oferece como resultado um polinômio de ordem K. Suas raízes são os K autovalores da matriz R.

A fase seguinte envolveu a obtenção dos autovetores (α) referentes a cada λ , por meio do cálculo da equação matricial $(R - \lambda I) \alpha = 0$, cuja condição é $\alpha' \alpha = 1$.

A partir desse ponto, obtiveram-se os vetores característicos:

$$\alpha_1 = \begin{pmatrix} \alpha_{11} \\ \vdots \\ \alpha_{1k} \end{pmatrix}, \dots, \alpha_k = \begin{pmatrix} \alpha_{k1} \\ \vdots \\ \alpha_{kk} \end{pmatrix}$$

Por fim, obtiveram-se os componentes principais PC:

$$\begin{cases} PC_1 = \alpha_{11}X_1 + \alpha_{12}X_2 + \cdots \dots \dots + \alpha_{1K}X_K \\ PC_2 = \alpha_{21}X_1 + \alpha_{22}X_2 + \cdots \dots \dots + \alpha_{2K}X_K \\ PC_3 = \alpha_{31}X_1 + \alpha_{32}X_2 + \cdots \dots \dots + \alpha_{3K}X_K \\ \vdots \\ PC_K = \alpha_{K1}X_1 + \alpha_{K2}X_2 + \cdots \dots \dots + \alpha_{KK}X_K \end{cases}$$

Conforme orienta Nagar e Basu (2002), após a obtenção dos PCs, passou-se ao cálculo do índice de governança (igc), ou seja, a média ponderada dos K componentes principais, em que os pesos representam os autovalores da matriz de correlação R. Logo,

$$igc = \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \cdots + \lambda_K PC_K}{\lambda_1 + \lambda_2 + \cdots + \lambda_K} \right] \quad [2]$$

$$\lambda_j = var_j$$

$$pesos = \frac{\lambda_j}{\sum_{j=1}^k \lambda_j}$$

A etapa seguinte consistiu em padronizar o igc em uma escala de 0 a 1, sendo os maiores valores indicativos de uma GC de alta qualidade e os menores representando uma GC de baixa qualidade.

Utilizou-se, então, a equação:

$$igcpad = \left[\frac{igc_i - \min(igc)}{\max(igc) - \min(igc)} \right] \quad [3]$$

Segundo Nagar e Basu (2002), para obter a importância relativa de cada uma das variáveis que faziam parte do índice de governança, foi necessário substituir os componentes principais (PC_1, PC_2, \dots, PC_K) pela combinação linear que eles representam. A partir daí, a reorganização dos termos da equação possibilitou que se calculassem os pesos de cada variável.

Logo, com base em Correia (2008), trabalhou-se com os seguintes passos:

$$\begin{aligned} igc &= \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_K PC_K}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_K} \right] \\ igc &= [\lambda_1(\alpha_{11}X_1 + \dots + \alpha_{1K}X_K) + \dots + \lambda_K(\alpha_{K1}X_1 + \dots + \alpha_{KK}X_K)] * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} \\ igc &= \left\{ \lambda_1 \left[\alpha_{11} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_1} \right) + \dots + \alpha_{1K} \left(\frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_K} \right) \right] + \dots + \lambda_K \left[\alpha_{K1} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_1} \right) + \dots + \alpha_{KK} \left(\frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_K} \right) \right] \right\} * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} \\ igc &= \left\{ \left[-\bar{X}_1 \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\sigma_1} \right) - \dots - \bar{X}_K \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\sigma_K} \right) \right] * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} + X_1 \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\sigma_1} \right) + \dots \right. \\ &\quad \left. + X_K \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\sigma_K} \right) * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} \right\} \end{aligned}$$

Denominando a primeira parcela desta equação (sombreada acima) de γ , tem-se:

$$igc = \gamma + \underbrace{\left[\frac{1}{\sigma_1} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right) \right]}_{PESO_{X_1}} X_1 + \dots + \underbrace{\left[\frac{1}{\sigma_K} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right) \right]}_{PESO_{X_K}} X_K \quad [4]$$

Os pesos X_1, \dots, X_k representam a ordem de relevância das variáveis ou indicadores na composição do índice. Em suma, eles representam a parcela de contribuição de cada variável no valor total do igc. Estes pesos foram também padronizados, assumindo valores entre 0 e 1. Assim, como resultado, conseguiu-se verificar a contribuição das cinco dimensões de governança no índice igc.

Após a apresentação do método, é importante esclarecer que nesta pesquisa utilizaram-se três indicadores alternativos, a fim de comparar seus resultados. O primeiro consistiu em

efetuar uma análise de componentes principais (ACP) de todas as variáveis representativas das cinco dimensões de governança da pesquisa. O índice resultante foi denominado nesta pesquisa de *igc14*. O segundo consistiu no cálculo da média ponderada das componentes principais com *eigenvalue* superior a 1, gerando como resultado o índice denominado de *igcx*. Por fim, o terceiro indicador se valeu da utilização da primeira componente obtida no método ACP, que constituiu o *igc1*. A construção dos três índices se baseou nos passos apresentados por Nagar e Basu (2002). O detalhamento das variáveis representativas da governança que compuseram os índices está apresentado em 3.5.2.

Destaca-se que a primeira etapa dos cálculos (até a obtenção do *igcpad*) foi realizada para todos os três índices propostos nesta pesquisa (*igc14*, *igcx* e *igc1*). Mas a segunda etapa (obtenção dos pesos X_1, \dots, X_k) foi efetuada apenas para o *igc14*. Procedeu-se dessa forma pois o objetivo era verificar o percentual de contribuição das quatorze variáveis ao índice. A determinação dos pesos das cinco dimensões de GC foi realizada ano a ano, separadamente, de forma a identificar no horizonte temporal do estudo qual dimensão contribui mais e entender essas contribuições nos períodos de crises locais, não crise e crise global.

3.3 Modelo de regressão com dados em painel

Os modelos de regressão com dados em painel envolvem a análise de uma seção cruzada de unidades²⁰, sendo que para cada unidade existe uma série temporal de variáveis explicativas e dependente (HEIJ et al., 2004; GREENE, 2002). Em suma, os dados de painel (ou longitudinais) referem-se a dados de n entidades diferentes observadas em T períodos de tempo diferentes.

Em geral, o foco das análises em painel consiste na heterogeneidade das unidades *cross-section*, envolvendo, segundo Wooldridge (2002) e Heij et al. (2004), as seguintes hipóteses básicas:

- a) O número das unidades (n) deve ser maior que o número de observações no tempo (T) por unidade.
- b) Os efeitos específicos das unidades devem ser correlacionados com as variáveis explicativas, mas não devem ser correlacionados com o termo de erro (ϵ_{it})²¹.

²⁰ Empresas, indivíduos, países, por exemplo.

²¹ Esse item se refere aos modelos de efeitos fixos.

c) O termo de erro (ε_{it}) deve ser independente e identicamente distribuído, com média zero e variância constante.

d) As variáveis explicativas devem ser estritamente exógenas.

Há métodos que permitem tratar a heterogeneidade dos dados, quais sejam: modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios, cada um com suas particularidades.

3.3.1 Modelo de efeitos fixos

O modelo de efeitos fixos pressupõe que os efeitos marginais das variáveis explicativas são os mesmos para todas as unidades e que, para incorporar as diferenças entre as unidades os interceptos são distintos e representados por um conjunto de variáveis binárias (GREENE, 2002).

De acordo com Greene (2002), o modelo para um regressor é assim representado:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \varepsilon_{it} \sim \text{i. i. d} (0, \sigma^2) \quad [5]$$

Em que i representa as unidades e t , o número de períodos. As diferenças entre as unidades são capturadas no termo α_i , sendo β constante. Este modelo pode conter, ao invés de α_i , as $n - 1$ variáveis binárias representando todas as unidades *cross-section*.

Este modelo tem algumas desvantagens, como: (a) o fato de incluir diversas variáveis *dummies* consome muitos graus de liberdade; e (b) a transformação subjacente ao modelo remove todas as variáveis explicativas que não variam com o tempo, o que faz com que não seja possível estimar os coeficientes angulares para essas variáveis (KENNEDY, 2009).

3.3.2 Modelo de efeitos aleatórios

O modelo de efeitos aleatórios também assume que os efeitos marginais das variáveis explicativas (β_k) são os mesmos para todas as unidades. No entanto, trata a heterogeneidade das unidades de forma diferente do modelo de efeitos fixos, incorporando-a no termo de erro, que se torna, então, composto (KENNEDY, 2009).

O termo de erro deste modelo é formado por duas partes: perturbação, ou desvio, de α_i , medindo a extensão na qual o intercepto da unidade em análise difere do intercepto geral (u_i); e erro aleatório tradicional (ε_{it}).

Segundo Greene (2002), o modelo para um regressor é assim representado:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_i + \varepsilon_{it}, \quad \text{ou} \quad [6]$$

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + n_{it}$$

Sendo $n_{it} = \varepsilon_{it} + u_i$

Portanto, no modelo de efeitos aleatórios busca-se visualizar os interceptos específicos aos indivíduos como sendo distribuídos aleatoriamente entre as unidades *cross-section*, o que pode ser apropriado se as unidades amostradas forem extraídas de uma população maior (HEIJ et al., 2004; GREENE, 2002).

Segundo Kennedy (2009), este modelo economiza graus de liberdade e produz um estimador mais eficiente dos coeficientes de inclinação do que o modelo de efeitos fixos. Isso ocorre porque ele permite a estimação dos coeficientes das variáveis explicativas que não variam com o tempo. Por outro lado, este método não é adequado quando ocorre correlação entre o componente de efeito específico do termo de erro e as variáveis explicativas.

3.3.3 Testes de diagnóstico

De acordo com Greene (2002) e Kennedy (2009), a estimativa com dados em painel começa testando a hipótese nula (H_0) de que os interceptos são iguais. Isso é feito utilizando o teste LM (*Lagrange Multiplier*), que se baseia no método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) dos resíduos da regressão. A hipótese nula do teste considera que a variância de u_i (parte do termo de erro que engloba os desvios do intercepto) é igual a zero. Se esta hipótese não for rejeitada, o pesquisador irá utilizar regressão com dados agrupados (*Pooled Regression*) e MQO. Se H_0 for rejeitada, indicando que há variação nos interceptos das unidades, o próximo passo será definir qual estimador é mais adequado²² (de efeitos fixos ou aleatórios).

Para essa escolha, é utilizado o teste de Hausman, que avalia a correlação entre x_{it} e os efeitos individuais do intercepto, sob a hipótese nula de $\text{corr}(u_i, x_{it}) = 0$.

A estatística do teste é dada por:

$$H = [\widehat{\beta}_{FE} - \widehat{\beta}_{RE}]' V^{-1} (\widehat{\beta}_{FE} - \widehat{\beta}_{RE}) [\widehat{\beta}_{FE} - \widehat{\beta}_{RE}] \sim \chi^2(k) \quad [7]$$

Sendo: $\widehat{\beta}_{FE}$ o estimador consistente sob as hipóteses nula e alternativa; $\widehat{\beta}_{RE}$ o estimador eficiente sob a hipótese nula, mas inconsistente se H_0 for rejeitada; e V a variância dos coeficientes de inclinação estimados. Dessa forma, se os efeitos do intercepto não forem correlacionados com os x_{it} , escolhe-se o estimador de efeitos aleatórios (RE), que é eficiente e consistente. Caso contrário, havendo tal correlação, opta-se pelo estimador de efeitos fixos (FE).

²² Em inglês, utilizam-se os termos: FE – *Fixed Effects* ou RE – *Random Effects*.

O modelo de regressão com dados em painel engloba os problemas econométricos presentes nos modelos *cross-section* e nos modelos de séries temporais, em especial a heterocedasticidade da variância do termo de erro, comum nos primeiros, e a autocorrelação do termo de erro, frequente nos últimos. Diversos autores (BAUM, 2001; BAUM, 2006; STOCK; WATSON, 2004; WOOLDRIDGE, 2002) têm proposto formas de mitigar esses problemas, já que tanto o modelo de efeitos fixos como o de efeitos aleatórios pressupõem homocedasticidade e ausência de correlação entre os termos de erros contemporâneos. Segundo Baum (2006), a matriz de covariância dos coeficientes estimados pode ser obtida com o estimador Newey-West (*HAC robust*), que corrige ambos os problemas apontados.

Nesta pesquisa, foram utilizados o teste de heterocedasticidade de Baum (2001) e o teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) para verificar a existência desses problemas nos modelos econométricos. O primeiro consiste em um teste de Wald modificado, que é operacionalizado utilizando-se o comando *xttest3* do *software* Stata. O segundo verifica a existência de correlação serial de primeira ordem nos erros idiossincráticos, dada a hipótese nula de ausência de autocorrelação, e é implementado pela rotina *xtserial* do Stata. Após verificada a existência de um ou de ambos os problemas citados, os modelos desta pesquisa foram corrigidos mediante as opções *robust* e/ou *bw* no Stata, implementados utilizando o comando *xtivreg2*.

3.3.4 Endogeneidade

Os modelos de efeitos fixos (FE) e aleatórios (RE) assumem que não há correlação entre os regressores (x_{it}) e o termo de erro. Isto é, exigem que as variáveis sejam exógenas. Quando esse pressuposto não é atendido, surge a endogeneidade, fazendo com que os estimadores de MQO produzam estimativas inconsistentes e viesadas.

Wooldridge (2002) considera três possíveis fontes de endogeneidade:

- a) Variáveis omitidas – a endogeneidade surge de uma variável não controlada, que confunde o pesquisador. Esta variável é correlacionada com outra variável independente e com o termo de erro (ou seja, a variável omitida afeta a variável independente e a variável dependente).
- b) Erros de medida em uma das variáveis independentes (x_{it}) ou na variável dependente (y_{it}) – tanto x_{it} quanto y_{it} podem ser mensurados com algum grau de imprecisão, causada por erros de registro e pelo distanciamento entre um fator que se desejaria observar e a *proxy* efetivamente disponível.

c) Simultaneidade ou causalidade reversa – ocorre quando duas variáveis, sendo uma dependente e outra independente, são codeterminadas; ou seja, uma afeta a outra em sentido bidirecional.

Voltando o foco para os estudos de GC, cita-se como exemplo uma empresa que tenha melhorado suas práticas de governança, podendo ter, em decorrência, atraído a procura de um maior número de investidores e aumentado seu valor de mercado. Contudo, a empresa também pode ter tido um aumento de valor de mercado com o ingresso de novos investidores, e esse processo pode ter provocado a melhoria das práticas de governança. Em suma, no caso dos estudos em governança, há endogeneidade devido aos seguintes motivos principais: (a) no modelo econométrico, a variável independente e a dependente são determinadas conjuntamente; (b) há outros fatores que influenciam as variáveis dependentes e independentes; e (c) o desempenho passado influencia a estrutura de governança presente (LAMEIRA, 2007; CORREIA, 2008).

A possível endogeneidade presente nos estudos de governança também pode resultar em relações espúrias. Nessa relação, assume-se que um mecanismo de governança pode ser a causa de um melhor desempenho, por exemplo. Porém, pode ocorrer que uma variável não observada seja a real causa do melhor desempenho e que a relação entre melhoria da governança e melhor desempenho possa ter ocorrido em função de uma relação espúria entre essas variáveis. Assim, mesmo que estas não possuam relação de causa e efeito, pode-se, *a priori*, assumir equivocadamente tal entendimento (LAMEIRA, 2007).

Para lidar com a endogeneidade comum nos problemas de finanças, há dois métodos que têm se destacado na literatura recente: variáveis instrumentais (IV – *Instrumental Variables*) e modelo de momentos generalizados (GMM). Stock e Watson (2004) citam que a maior dificuldade decorrente do método das IV consiste em se encontrar instrumentos relevantes (que sejam correlacionados com x_{it}) e exógenos (que não sejam correlacionados com ε_{it}). O teste de Hansen (1982) verifica a ortogonalidade dos instrumentos em relação ao termo de erro, dada a hipótese nula de que os instrumentos usados são válidos. Este teste é consistente mesmo existindo problemas de heterocedasticidade e de autocorrelação.

Os modelos GMM mais usados são: o estimador em primeira diferença, de Arellano e Bond (1991); e o estimador em sistema, de Blundell e Bond (1998). De acordo com Roodman (2006), tais estimadores são adequados nas seguintes situações principais:

- a) processo dinâmico; b) efeitos individuais fixos presentes na estrutura dinâmica; c) variáveis endógenas; d) heterocedasticidade e/ou autocorrelação entre os clusters; e) erros não-correlacionados entre as unidades *cross-section*; f) painel com um número elevado de unidades de seção cruzada e com dimensão temporal reduzida; g)

variáveis que não são estritamente exógenas, sendo correlacionadas com valores passados e, provavelmente, presentes no termo de erro (ROODMAN, 2006, p. 1).

Para verificar a presença de endogeneidade, Correia (2008) empregou o teste de Baum, Schaffer e Stillman (2007). Ela optou por este teste porque a estatística sobre ele pode ser obtida após a correção cluster da matriz de covariância dos coeficientes. Tal tipo de correção de erros-padrão é mais adequado na presença de autocorrelação e ajuda a verificar a ortogonalidade das variáveis de governança.

Barros *et al.* (2010) avaliam casos de finanças em que a endogeneidade pode ocorrer e realizam estimativas pelos procedimentos de mínimos quadrados ordinários (MQO), efeitos fixos (FE), efeitos aleatórios (RE), GMM em diferenças (GMM-Dif) e GMM sistema (GMM-Sys). Segundo os resultados dos autores, os tradicionais métodos de MQO, RE e FE são inadequados na presença de problemas de endogeneidade. Já os métodos de estimação para dados em painel, obtidos mediante o estimador GMM, que se utilizam de suposições de exogeneidade sequencial dos regressores, apresentam-se como alternativas capazes de contornar os problemas apresentados mesmo que o analista não disponha de boas variáveis instrumentais externas ao modelo. A eficácia destes procedimentos dependerá da validade das suposições de exogeneidade sequencial e da especificação adequada do modelo empírico, algo que não se pode garantir *a priori*. As análises de simulação de Barros *et al.* (2010) apontam para o estimador GMM-Sys (BLUNDELL; BOND, 1998) como o mais apropriado (combinando baixo viés e elevada eficiência) para modelar empiricamente relacionamentos causais entre variáveis de finanças corporativas.

Após apresentar as formas de identificação da endogeneidade propostas pela literatura sobre governança, é importante detalhar quais procedimentos foram seguidos neste estudo. Inicialmente, é preciso esclarecer o conceito de parâmetros identificados e do estimador 2SLS. Segundo Baum (2006), os parâmetros de uma equação econométrica são chamados de identificados quando existem instrumentos válidos suficientes de forma que o estimador 2SLS produza estimativas únicas. Em econometria, diz-se que uma equação é identificada se os parâmetros nesta equação são identificados. O 2SLS é um estimador de variáveis instrumentais (IV) que reduz o número de instrumentos ao número exato necessário para estimar a equação econométrica e preencher a matriz de instrumentos.

Dessa forma, para identificar os modelos endógenos e seus respectivos instrumentos, inspirou-se nas orientações de Baum (2006). Adotaram-se, então, os seguintes passos: (i) teste de endogeneidade, com objetivo de verificar os modelos não identificados; (ii) teste de restrições sobreidentificadoras, visando delinear a qualidade dos instrumentos utilizados; e

(iii) teste de redundância dos instrumentos, para verificar se um instrumento contribui de modo decisivo para a identificação do modelo em questão.

Optou-se por realizar o teste de endogeneidade de Durbin-Wu-Hausman, com o comando *xtivreg2*. Em suma, este teste propõe a comparação do resultado das estimativas obtidas por estimadores IV e estimadores de mínimos quadrados ordinários (MQO), sob a hipótese nula de que os estimadores MQO oferecem estimativas consistentes para o modelo sob análise.

Contudo, o “poder” do teste está associado à qualidade dos instrumentos excluídos. Essa qualidade depende da relação que os instrumentos estabelecem tanto com os resíduos quanto com o regressor que se suspeita endógeno. Um bom instrumento deve possuir duas qualidades: (a) deve estar correlacionado com o regressor endógeno; e (b) não deve apresentar correlação com os erros estocásticos do modelo analisado. Neste contexto, o teste de restrições sobreidentificadoras avalia se os instrumentos relacionados permitem a identificação do modelo com o regressor endógeno. Em outras palavras, permite avaliar se os instrumentos excluídos estão correlacionados aos resíduos do modelo. Instrumentos correlacionados com o termo de erro não são suficientes para garantir a condição de posto do modelo IV e geram fortes suspeitas de correlação diferente de zero entre os instrumentos excluídos e o termo de erro. Dado que os modelos IV se baseiam em estimadores de mínimos quadrados generalizados (MQG), robustos em comparação aos estimadores de MQO, recorreu-se ao teste de restrições sobreidentificadoras de Hansen. A hipótese nula deste teste afirma que os instrumentos não são correlacionados com o termo de erro.

Por fim, identificada a presença de endogeneidade utilizando como instrumentos as defasagens do índice de qualidade da governança (primeira, segunda e terceira defasagens), procurou-se verificar se cada instrumento excedente trazia informação relevante para a identificação do modelo IV. Essa verificação é necessária, na medida em que a superidentificação em modelos IV pode resultar em estimativas viesadas e dificultar a aproximação com os parâmetros populacionais em grandes amostras. Para realizar essa avaliação, recorreu-se ao teste de correlações canônicas de Anderson, cuja hipótese nula sugere que o instrumento avaliado é inadequado para identificar a equação estimada.

Em suma, os testes realizados permitiram identificar: (a) quais modelos apresentaram indícios de endogeneidade; e (b) qual é a melhor especificação dos instrumentos que permitiram tanto identificar o modelo quanto evitar viés na aproximação para grandes amostras.

Segue um resumo esquemático dos procedimentos adotados em cada modelo:

- i) Teste de endogeneidade de Durbin-Wu-Hausman – função “*endog* (variável endógena)” do comando *xtivreg2*, associado à estatística J de Hansen (saída-padrão do comando *xtivreg2* do Stata e estimadores MQG); e
- ii) Teste de redundância dos instrumentos – função “*redundant* (instrumento)” do comando *xtivreg2*.

3.4 Teste de Chow

Diversos autores (BARBA, 2011; RAFFAELLI, 2010, LIU; UCHIDA; YANG, 2012) comentam sobre a dificuldade em se definir os períodos de corte (datas de início e final) das crises. Sobre esse assunto, Barba (2011) afirma que as datas são definidas em função de eventos econômicos, porém tais acontecimentos não garantem que a crise tenha se iniciado exatamente naquele momento.

Nesta pesquisa, utilizou-se da literatura sobre crises e de indicadores financeiros (Ibovespa e PIB brasileiro) para definir os períodos de crises. No entanto, dadas as limitações dessas fontes, foi realizado também, de forma complementar, o teste de Chow, visando verificar se em determinados pontos da reta de regressão ocorrem quebras estruturais.

Segundo Chow (1960) e Brooks (2008), o teste de Chow, também conhecido como teste de estabilidade do modelo ou teste de quebras estruturais, permite avaliar a estabilidade dos coeficientes do modelo estimado ou verificar mudanças estruturais ao longo do período de estimação. Suas hipóteses são:

H0: igualdade dos coeficientes em dois períodos diferentes.

H1: coeficientes diferentes.

De acordo com Brooks (2008), este teste envolve os seguintes passos:

- a) Fragmentar o período total T em dois subperíodos diferentes, com T₁ e T₂ observações, respectivamente;
- b) Estimar o modelo com todas as observações T = T₁ + T₂ e calcular a soma dos quadrados dos resíduos SQRT com T₁ + T₂ - k graus de liberdade, em que k é o número total dos coeficientes do modelo;
- c) Estimar separadamente o modelo no período T₁ e no período T₂ e calcular a soma dos quadrados dos resíduos SQR₁ e SQR₂ com T₁-k e T₂-k graus de liberdade, respectivamente;
- d) Estabelecer o teste estatístico da distribuição F do seguinte modo:

$$F = \frac{[SQR_T - (SQR_1 + SQR_2)/K]}{(SQR_1 + SQR_2)/(T_1 + T_2 - 2K)} \sim F_{k, T+T-2k} \quad [8]$$

e) O critério da estabilidade ou igualdade dos coeficientes nos dois períodos (hipótese H0) implica que:

$$F < F_{k, T_1 + T_2 - 2K} (1 - \alpha)$$

No caso de não haver observações suficientes num dos subperíodos, surge como alternativa o teste de Chow modificado, que se apresenta do seguinte modo:

$$F = \frac{[SQR_T - SQR_1/T_2]}{SQR_1/(T_1 - K)} \sim F_{T_2, T_1 - K} \quad [9]$$

Seu critério de estabilidade envolve não se rejeitar a hipótese nula (estabilidade do modelo) se: $F < F_{T_2, T_1 - k} (1 - \alpha)$.

Baum (2006) destaca que, usualmente, o teste de Chow é utilizado para dois regimes ou períodos de tempo (por exemplo: períodos de guerra e de paz mundial). No entanto, ressalta que é possível trabalhar-se com mais de dois regimes, bastando adicionar variáveis *dummies* para cada período e suas interações com os outros regressores. Assim, podem-se estimar variâncias diferentes para cada intervalo de tempo. Como este estudo envolve três regimes (crises locais, crise global e não crise), buscou-se adaptar o teste de Chow à realidade desta investigação, conforme metodologia proposta por Baum (2006).

Em termos práticos, para testar se havia descontinuidade nos modelos de regressão, a construção dos modelos envolveu a apresentação das variáveis dependente, independente e de controle e das interações entre as mesmas variáveis com as *dummies* de crise. Definiu-se d1 como sendo a *dummy* de crises locais e d2 como a *dummy* de crise global. Logo, o teste de Chow consiste em um teste de significância conjunta, similar a um teste de Wald que, no caso deste estudo, verifica a existência de uma diferença de médias entre períodos de crise e de não crise.

Após a apresentação dos procedimentos adotados nesta pesquisa, quais sejam: (a) utilização da ACP para a construção do índice de governança; (b) regressão com dados longitudinais para verificar os relacionamentos de interesse; e (c) adoção do teste de Chow, apresentam-se as variáveis investigadas, com seus conceitos e metodologias de cálculo.

3.5 Variáveis da pesquisa

A seleção das variáveis se baseou na pesquisa bibliográfica da literatura nacional e internacional sobre GC. No Apêndice – Tabela A, constam as variáveis usadas por diversos autores, os resultados e as principais evidências que serviram de base para a seleção das variáveis deste trabalho.

As variáveis adotadas são indicadores de desempenho contábil, medidas para valor de mercado e risco, indicadores de qualidade da governança corporativa e variáveis de controle.

3.5.1 Variáveis dependentes

Foram estimados modelos de regressão múltipla com dados em painel contendo as seguintes variáveis dependentes:

- Para desempenho contábil: margem líquida, ROA, ROE, EBITDA/ativo total e EBIT/vendas.
- Para valor de mercado: Q de Tobin, índice *market to book* (patrimônio líquido), índice *market to book* (ativo total) e taxa de retorno ajustada ao risco (excesso de retorno em relação ao ativo livre de risco) – RI_RF.
- Para risco: beta e custo médio ponderado de capital²³ (CMPC ou WACC).

3.5.1.1 Medidas de desempenho contábil

Com base em Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Correia (2008), utilizaram-se margem líquida e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Com base em Chi (2005) e Correia (2008), utilizaram-se retorno sobre o ativo (ROA) e lucro operacional antes de juros, depreciação e amortização (EBITDA/ativo total). Conforme Lameira (2007), trabalhou-se também com o indicador EBIT/vendas. Em seguida, apresentam-se as fórmulas dessas variáveis.

$$a) \text{ Margem líquida} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{vendas líquidas}} \quad [10]$$

$$b) \text{ ROE} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}} \quad [11]$$

$$c) \text{ Lucro operacional antes de juros, deprec. e amort.} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{ativo total}} \quad [12]$$

$$d) \text{ ROA} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{ativo total}} \quad [13]$$

$$e) \text{ EBIT/Sales} = \frac{\text{lucro operacional (antes de impostos e taxas)}}{\text{receita líquida de vendas}} \quad [14]$$

Essas cinco variáveis de desempenho não foram analisadas separadamente, mas sim agrupadas em um indicador, denominado indicador de performance contábil (IPC5). Para sua

²³ Em inglês, usa-se o termo *Weighted Average Cost of Capital* – WACC. Esse termo foi usado na parte empírica desta pesquisa.

criação, foi utilizado o método de análise de componentes principais, seguindo o mesmo procedimento efetuado para a criação do índice de governança deste estudo. Dessa forma, o IPC5 contém a média ponderada de todos os componentes principais das cinco variáveis contábeis.

3.5.1.2 Medidas de valor de mercado

a) Q de Tobin (Q_TOBIN)

O Q de Tobin é definido, conforme aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994), como o valor de mercado das ações, acrescido do valor contábil²⁴ das dívidas ou capital de terceiros e dividido pelo ativo total, isto é:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{\text{Ativo Total}} \quad [15]$$

Sendo:

VMAO = Valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP = Valor de mercado das ações preferenciais; e

DIVT = Valor contábil das dívidas ou capital de terceiros.

Alguns dos trabalhos que utilizam esta variável nas análises de governança para representar desempenho/valor são: Klapper e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Okimura (2003), Silveira (2004), Bohren e Odegaard (2004), Carvalho da Silva e Leal (2005), Lameira, Ness Jr e Soares (2005), Silveira, Barros e Famá (2005), Gotardelo (2006), Alho (2006), Dami (2006), Mello (2007), Velasquez (2008), Zolini (2008), Correia (2008), Menezes (2009), Ribeiro (2009), Rolim (2009), Rossoni (2009) e Cremers e Ferrell (2010).

b) Índice preço/valor patrimonial da ação (índice *market-to-book* - MBPL)

Logaritmo natural do índice preço/valor patrimonial por ação, que resulta da divisão entre o preço da ação e o patrimônio líquido por ação, informado no último balanço.

c) Índice preço/valor contábil do ativo (índice *market-to-book* - MBA²⁵)

Logaritmo natural do índice valor de mercado da empresa/valor contábil do ativo total, informado no último balanço. Lameira (2007) utiliza esta variável.

²⁴ Como não foi possível obter o valor de mercado das dívidas, optou-se por usar o valor contábil, com base na proposta de Chung e Pruitt (1994).

²⁵ O valor de mercado da empresa é igual à quantidade total de ações *outstanding* multiplicada pela cotação das ações não ajustada por proventos, obtido na base Econômica.

d) Taxa de retorno ajustada ao risco (excesso de retorno em relação ao ativo livre de risco) – (RI_RF)

Representa a diferença entre o retorno da ação (RI) e o retorno do título livre de risco (RF), sendo:

$$RI = \ln \left[\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right] \quad [16]$$

Em que:

P_{it} = preço de fechamento da ação i no instante t, ajustado pelos proventos;

P_{it-1} = preço de fechamento da ação i no instante t-1, ajustado pelos proventos; e

RF = taxa de retorno do título livre de risco no período t, considerada neste estudo como a taxa de rentabilidade do CDI²⁶.

Gompers, Ishii e Metrick (2003), Correia (2008) e Lameira (2007) adotam esta variável em seus estudos de governança corporativa.

3.5.1.3 Medidas de risco

a) Beta

Representa o risco sistemático, medido pela regressão do retorno mensal do título contra o retorno mensal do índice de mercado (Ibovespa). Para a obtenção do beta, foram usadas informações de sessenta meses anteriores. Lameira (2007) utiliza esta variável.

b) Custo médio ponderado de capital (CMPC ou WACC)

Representa o risco da estrutura de capital da empresa, sendo uma variável *proxy* para o custo implícito de capital. Foi adotado por Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007). Conforme Damodaran (2002, p. 299), deduzindo a partir da fórmula do valor da firma, pode ser apresentado como:

$$\text{VALOR DA FIRMA} = \text{EQUITY} + \text{DEBT} = \left\{ \left[\text{EBIT} \cdot (1 - T) + D - I \right] \times \left[1 + (1 - \text{payout}) \times \text{ROA} \right] \right\} / \left\{ \left[\text{WACC} - (1 - \text{payout}) \times \text{ROA} \right] \right\} \quad [17]$$

A partir da fórmula do valor da empresa, chega-se a:

²⁶ O CDI foi escolhido como taxa livre de risco pois ele é utilizado como referência para o sistema financeiro brasileiro, balizando a negociação entre as instituições financeiras e regulando a oferta e a procura de recursos no mercado financeiro por essas instituições (BACEN, 2011).

$$WACC = \left\{ \frac{[EBIT*(1-T)+D-I]}{(EQUITY+DEBT)} * [1 + (1 - payout) * ROA] \right\} + [(1 - payout) * ROA] \quad [18]$$

Em que:

EQUITY: Valor de mercado das ações da empresa;

DEBT: Valor contábil da dívida da empresa;

EBIT: lucros antes de juros e impostos;

T: alíquota de imposto de renda;

D: valor da depreciação incorrida no período;

I: valor do investimento feito pela empresa;

Payout: percentual do lucro destinado ao pagamento de dividendos;

ROA: razão entre o lucro operacional e os ativos totais da empresa; e

WACC: abreviatura de *Weighted Average Cost of Capital*, que significa custo médio ponderado de capital da empresa.

Visando facilitar a interpretação dos resultados, neste estudo o WACC obtido por meio da fórmula 18 foi dividido pelo Ativo Total, gerando o coeficiente WACC/AT.

Conforme Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007), espera-se relação estatisticamente significativa entre governança e WACC quando o WACC estiver representado no período $t + 1$, pois os efeitos do custo implícito de capital só são sentidos em termos de governança no ano posterior ao analisado. Dessa forma, neste estudo, esta variável foi considerada em $t + 1$ e também foi avaliada no tempo corrente, para dirimir possíveis dúvidas e verificar se a percepção dos autores se comprova para os dados desta pesquisa.

3.5.2 Variáveis independentes

As principais variáveis independentes dos modelos estimados são os indicadores de qualidade da governança desenvolvidos neste estudo (igc14, igcx e igc1). Assim como em Correia (2008), esses indicadores foram elaborados considerando cinco mecanismos ou dimensões de governança: (a) composição do conselho de administração; (b) estrutura de propriedade e de controle; (c) modalidades de compensação aos gestores; (d) proteção aos acionistas minoritários; e (e) transparência das informações publicadas.

3.5.2.1 Variáveis de composição do conselho de administração

Para representar a composição do conselho, de acordo com os conceitos propostos pela teoria de agência, foram adotadas as seguintes variáveis:

a) Separação das funções de presidente do conselho e CEO (SEP_PCEO)

Variável *dummy* assumindo valor 1 quando há separação das funções e 0 caso contrário. Trabalhos que adotam esta variável: Silveira (2004), Gotardelo (2006), Velasquez (2008), Correia (2008), Ribeiro (2009), Almeida (2012), dentre outros.

b) Grau de independência do conselho (GIC)

Número de conselheiros independentes, dividido pelo total de conselheiros, gerando um percentual que retrata o nível de independência do conselho. Silveira (2004), Gollner (2006), Gotardelo (2006), Velasquez (2008), Correia (2008), Ribeiro (2009) e Almeida (2012) adotam esta variável.

c) Tamanho do Conselho (TAM_CA)

Número de membros do Conselho de Administração. Lipton e Lorsh (1992), Jensen (1993) e Almeida (2012) utilizam esta variável.

3.5.2.2 Variáveis de estrutura de propriedade e de controle

Como abordado na matriz teórica, a forma de distribuição do capital nas organizações pode contribuir para reduzir seus problemas de agência. As variáveis selecionadas para representar este aspecto foram:

a) Direito de controle (DCONT)

Representa o direito de controle do acionista majoritário, ou seja, o percentual de ações ordinárias em seu poder. Alguns dos trabalhos que utilizam esta variável são: Silveira (2004), Bohren e Odegaard (2004), Silveira, Barros e Famá (2005), Gotardelo (2006), Dami (2006), Lameira (2007), Menezes (2009) e Ribeiro (2009).

b) Direito sobre o fluxo de caixa (DSFC)

Representa o direito sobre o fluxo de caixa, ou seja, o direito de propriedade do controlador (percentual de ações ordinárias e preferenciais em poder do controlador). Alguns trabalhos que usam esta variável são: Silveira (2004), Gotardelo (2006), Lameira (2007), Correia (2008) e Menezes (2009).

3.5.2.3 Variáveis de compensação aos gestores

As modalidades de compensação aos gestores têm a finalidade de recompensar e punir os gestores em função de seu desempenho e, assim, motivá-los a agir com maior eficiência, alinhados com os interesses dos proprietários. Este estudo selecionou as seguintes medidas:

a) Variação na remuneração (VAR_REM)

Variação no valor da remuneração anual total paga a todos os administradores. Trabalhos que adotam esta variável: Jensen e Murphy (1990), Hall e Liebman (1998), Gabaix e Landier (2008) e Correia (2008).

b) Remuneração total (REM)

Valor absoluto da remuneração total paga aos administradores, incluindo o valor da participação deles nos lucros. Alguns trabalhos que adotam esta variável: Jensen e Murphy (1990), Hall e Liebman (1998), Firth, Fung e Rui (2006) e Correia (2008).

c) Participação no lucro (P_LUCRO)

Variável *dummy* assumindo o valor 1 quando a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros da empresa e 0 caso contrário. Correia (2008) e Gollner (2006) adotam esta variável.

d) Plano de opções (PL_OP)

Variável *dummy* assumindo o valor 1 quando a companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra de ações e 0 em caso contrário. Correia (2008) adota esta variável.

3.5.2.4 Variáveis de proteção aos acionistas minoritários

Uma organização com governança de qualidade busca mecanismos para limitar a liberdade de ação dos acionistas controladores, procurando equilibrar os interesses de todas as classes de acionistas (LA PORTA *et al.*, 1998; WONG, 2009). Com o objetivo de representar o nível de proteção aos minoritários, utilizaram-se as seguintes medidas:

a) Índice de *payout* (PAYOUT)

É a relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício. O índice de *payout* mede a porcentagem do lucro líquido a ser distribuído aos acionistas da empresa. Trabalhos que adotam esta variável: Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva (2004) e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).

De acordo com La Porta *et al.* (1998, p. 1114), “os acionistas recebem dividendos porque eles têm o direito de retirar, por meio do voto, os diretores que não lhes remuneram”. Sem esse direito, os investidores não seriam remunerados conforme esperam e, conseqüentemente, as empresas teriam mais dificuldades para obter financiamento externo. Ademais, conforme Wong (2009), os acionistas têm o direito de receber uma parte *pro rata* de distribuições econômicas, tais como dividendos e lucros, e de vender ações a um preço justo.

b) Internacionalização da empresa (ADR)

Variável *dummy* que indica se a empresa emite ADRs no mercado de ações norte-americano, no nível 2 ou no nível 3. De acordo com Stulz (1999), as firmas que emitem ADRs nas bolsas norte-americanas tendem a se comprometer com padrões mais elevados de proteção aos acionistas, visando melhorar a captação de recursos. Logo, se a companhia mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3 em uma bolsa norte-americana, ela recebeu o valor 1; e em caso contrário, 0.

Alguns trabalhos que usam esta variável nos estudos de governança são: Reese e Weisbach (2001), Mitton (2002), Silveira (2004), Alencar e Lopes (2005), Lameira, Ness Jr. e da Motta (2005), Lameira, Ness Jr. e Soares (2005), Silveira, Barros e Famá (2005), Alho (2006), Lameira (2007), Mello (2007), Menezes (2009), Rossoni (2009), Klapper e Love (2002) e Bozec e Bozec (2007).

c) Direito de voto de classes de ações preferenciais (DV_AP)

Variável *dummy* assumindo valor 1 quando o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais; e 0, caso contrário. Correia (2008) adota esta variável.

d) Prioridade no reembolso do capital (PRC)

Variável *dummy* assumindo o valor 1 se as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia; e 0, caso contrário. Correia (2008) adota esta variável.

3.5.2.5 Variáveis de transparência das informações publicadas

A qualidade da governança das empresas está associada ao nível de transparência de suas informações prestadas. Este estudo se baseou na proposta de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), trabalhando com *proxies* de manipulação dos lucros (*earnings management*) para mensurar a qualidade das informações publicadas, sob a forma de transparência dos lucros contábeis.

Outros estudos que usaram *proxies* similares para transparência foram Fernandes e Ferreira (2007) e Correia (2008). Sendo assim, selecionaram-se as seguintes variáveis:

a) Transparência 1 (TRANSP1)

Suavização dos lucros operacionais publicados, mediante a alteração de componentes contábeis. Relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações. Sua fórmula de cálculo é:

$$TRANSP1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})} \quad [19]$$

Sendo:

TRANSP1: Transparência 1;

$LDIR_{it}$ = lucro depois do imposto de renda da empresa i no tempo t ; e

CFO_{it} = fluxo de caixa das operações da empresa i no tempo t .

O $LDIR$ foi retirado da base Económica, do demonstrativo do resultado das empresas. O cálculo do CFO demandou dados do balanço patrimonial e da demonstração das origens e aplicações de recursos. As fórmulas relevantes para o cálculo de $TRANSP1$, conforme o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), são:

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it} \quad [20]$$

$$ACC_{it} = [(\Delta AC_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta DC_{it} - \Delta TP_{it}) - DEP_{it}] \quad [21]$$

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - [(\Delta AC_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta DC_{it} - \Delta TP_{it}) - DEP_{it}] \quad [22]$$

Sendo:

ACC_{it} são os *accruals*, itens contábeis, que não representam entradas e saídas efetivas de caixa; ΔAC_{it} é a variação nos ativos circulantes totais; $\Delta CASH_{it}$ é a variação no disponível e investimentos de curto prazo; ΔCL_{it} é a variação nos passivos circulantes totais; ΔDC_{it} é a variação na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes; ΔTP_{it} é a variação no imposto de renda a pagar; e DEP_{it} é a despesa de depreciação e amortização.

Quanto à interpretação desta variável, baixos valores de $TRANSP1$ sugerem que os *insiders* exercem sua liberdade contábil para suavizar os lucros publicados (alterando os componentes contábeis). Isto é, se a variação dos fluxos de caixa é muito maior que a variação nos lucros, depreende-se que os lucros foram suavizados.

b) Transparência 2 (TRANSP2)

Suavização e correlação entre a variação em componentes contábeis (*accruals*) e a variação nos fluxos de caixa operacionais. Sua fórmula é:

$$TRANSP2 = \rho (\Delta ACC; \Delta CFO) \quad [23]$$

Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), para interpretar a $TRANSP2$ deve-se pensar que uma correlação negativa entre ΔACC e ΔCFO é um resultado normal decorrente do regime de competência. No entanto, se a correlação negativa for muito elevada, há um indício de que, possivelmente, houve uma suavização nos lucros publicados.

c) Transparência 3 (TRANSP3)

Representa a razão entre a magnitude do ACC e a magnitude do CFO .

$$TRANSP3 = \frac{|ACC|}{|CFO|} \quad [24]$$

De acordo com Leuz, Nanda e Wysocki (2003), a magnitude (medida em módulo) dos *accruals* é uma *proxy* para o nível em que os *insiders* exercem sua liberdade superestimando os lucros contábeis.

3.5.3 Variáveis de controle

No presente estudo, as variáveis de controle são fatores que ajudam a explicar cada um dos aspectos avaliados (desempenho contábil, valor de mercado e risco). O objetivo da inclusão desses fatores nos modelos estimados é reduzir as distorções e vieses que podem ser causados por elementos omitidos nos modelos.

3.5.3.1 Variáveis de controle para os modelos entre desempenho e qualidade da governança

Conforme Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Correia (2008), foram usados os seguintes fatores de controle ao analisar a relação entre governança e desempenho contábil:

- a) Tamanho da empresa (*logvm*): logaritmo natural do valor de mercado da empresa. É obtido pela multiplicação do preço de fechamento da ação pela quantidade de ações em circulação (*outstanding*) da firma.
- b) Índice *book-to-market* (*logvpap*): índice valor patrimonial da ação/preço. Logaritmo natural do índice valor patrimonial por ação/preço, que consiste na razão entre o patrimônio líquido por ação e o seu preço.

3.5.3.2 Variáveis de controle para os modelos entre valor de mercado e qualidade da governança

Fundamentando-se em Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Correia (2008), foram utilizados os seguintes fatores de controle ao investigar a relação entre governança e valor de mercado:

- a) Alavancagem financeira (*af*): operacionalizada mediante a seguinte fórmula:

$$af = \frac{\left(\frac{\frac{LL}{PL}}{LL-res_fin} \right)}{AT} \quad [25]$$

Sendo que: LL é o lucro líquido; PL é o patrimônio líquido; *res_fin* é o resultado financeiro (receitas financeiras – despesas financeiras); e AT é o ativo total.

- b) Crescimento das vendas (*cresc_ven*): variação percentual da receita bruta total de um ano para outro.

c) Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE): razão entre o lucro líquido do período e o valor contábil do patrimônio líquido.

d) Liquidez em bolsa (liqbol): volume de negociação da ação, cuja fórmula é:

$$liqbol = 100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)} \quad [26]$$

Em que:

p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido;

P = número total de dias do período escolhido;

n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido;

N = número de negócios com todas as ações negociadas na bolsa dentro do período escolhido;

v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e

V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

Essas variáveis de controle foram usadas para todos os modelos cuja variável dependente (VD) representa valor de mercado, exceto para os modelos em que a VD é RI_RF. Para os modelos com RI_RF, foram usadas as variáveis de controle dos modelos que relacionam risco e qualidade da governança.

3.5.3.3 Variáveis de controle para os modelos entre risco e qualidade da governança

Nas análises em que se investigam as possíveis relações entre risco e governança, utilizaram-se variáveis de controle propostas por Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Lameira (2007), quais sejam:

- a) Desvio padrão do retorno da ação (VOL_RET): mede a volatilidade dos retornos nos sessenta meses anteriores ao período em análise. Esta variável foi usada somente quando a variável dependente foi o beta.
- b) Beta: representa o risco sistemático e consiste na regressão do retorno mensal do título contra o retorno mensal do índice de mercado (Ibovespa). Trabalhou-se com o beta móvel de sessenta meses anteriores. Esta variável foi usada como controle para WACC.
- c) Índice *book-to-market* (logvpap): índice valor patrimonial da ação/preço. Logaritmo natural do índice valor patrimonial por ação/preço, que consiste na razão entre o patrimônio líquido por ação e o seu preço.
- d) Valor de mercado (logvm): *proxy* para tamanho da firma.
- e) Liquidez em bolsa (liqbol): volume relativo de negociações com a ação.

f) *Dividend yield* (dy): rendimento em dividendos. Obtido por meio da divisão entre o dividendo pago por ação no ano anterior e o preço da ação no final do exercício social.

g) Alavancagem operacional (ao): operacionalizada mediante a seguinte fórmula:

$$ao = \frac{(RLO - CPV)}{(RLO - CPV - DV - DA)} \quad [27]$$

Sendo que: RLO = receita líquida operacional; CPV = custo dos produtos vendidos; DV = despesa com vendas; e DA = despesa administrativa.

h) Alavancagem financeira (af): definida em 3.5.3.2.

i) Crescimento de vendas (cresc_ven): variação percentual da receita bruta total de um ano para outro.

3.5.3.4 Variáveis de controle comuns a todos os modelos

Neste item, apresentam-se algumas variáveis de controle utilizadas nesta pesquisa, para todos os modelos de regressão (desempenho, valor e risco).

a) Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (ADES)

Variável categórica (nominal) para classificar as empresas entre os níveis de adesão definidos pela BM&FBovespa. Os níveis de adesão podem ser: Nível 1, Nível 2 ou Nível 3 (Novo Mercado). As empresas receberam, então, valores de 0, 1, 2 ou 3, dependendo de sua adesão e correspondente nível, sendo 0 para empresas que não aderiram, pertencendo ao mercado tradicional da bolsa. Posteriormente, cada nível de adesão foi transformado em uma variável dicotômica do tipo 0 ou 1.

Alguns autores que adotam esta variável são: Carvalho (2003), Silveira (2004), Alencar e Lopes (2005), Lameira, Ness Jr. e Soares (2005), Silveira, Barros e Famá (2005), Martins, Menezes da Silva e Nardi (2006), Pedreira e Santos (2006), Alho (2006), Gotardelo (2006), Lameira (2007), Salmasi (2007), Mello (2007), Menezes (2009), Rossoni (2009) e Gomes (2009).

b) Crises identificadas pelo teste de Chow (D)

Inseriram-se nos modelos variáveis *dummies* por período, para captar os efeitos das crises e dos períodos de estabilidade econômica, seguindo a metodologia do teste de Chow, da seguinte forma: (d1) crises locais contra não crise: *dummy* que assume valor 1 se os anos forem 2000, 2001 ou 2002, e 0 caso contrário; e (d2) crise global contra não crise: *dummy* que assume valor 1 se os anos forem 2008 ou 2009 e 0 caso contrário. A justificativa para essa

segmentação de períodos foi apresentada no item 2.6.1. Destaca-se que o período de não crise foi definido neste estudo como sendo entre os anos de 2003 a 2007.

c) Identidade do controlador (Cont)

Variável categórica (nominal) para identificar o tipo de acionista controlador, que pode ser, conforme adaptações de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005):

- (1) FAM: indivíduos ou famílias, ou holdings/fundações que representam a família;
- (2) INST: investidores institucionais (bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos de investimento, fundações ou fundos mútuos);
- (3) ESTR: estrangeiros (indivíduos ou empresas);
- (4) PRIV: empresas privadas nacionais (não sendo provenientes da família fundadora da empresa e não sendo investidor institucional);
- (5) GOV: governo (União, estados ou municípios);
- (6) N-CONTR: empresas cujo maior acionista ordinário não é o controlador.

Estas variáveis foram transformadas em dicotômicas (*dummies*), para serem usadas nas análises de regressão. Por exemplo, a variável FAM se transformou em uma variável *dummy*, assumindo valor (1) quando o maior acionista direto é indivíduo ou família e (0) em caso contrário. A mesma transformação foi realizada com as demais variáveis.

Alguns trabalhos que adotam esta variável em estudos de GC (utilizando diferentes classificações para a identidade do controlador) são: Lehmann, Warning e Weigand (2004), Silveira (2004), Silveira, Barros e Famá (2005), Dami (2006), Lameira (2007) e Alho (2006).

Esta variável foi adicionada como variável de controle apenas nos modelos entre governança e WACC, conforme os modelos estimados por Lameira (2007).

O Quadro 3 apresenta um resumo das variáveis usadas neste estudo.

Variáveis Dependentes		
Desempenho Contábil	IPC5	Índice de performance contábil, gerado por análise de componentes principais de cinco variáveis (margem líquida, ROA, ROE, EBITDA/ativo total e EBIT/vendas).
	Q_TOBIN	É definido como o valor de mercado das ações, acrescido do valor contábil das dívidas ou capital de terceiros, dividido pelo ativo total.
Valor de Mercado	MBPL	Logaritmo natural do índice preço/valor patrimonial por ação, que resulta da divisão entre o preço da ação e o patrimônio líquido por ação, informado no último balanço.
	MBA	Logaritmo natural do índice valor de mercado da empresa/valor contábil do ativo total, informado no último balanço.
	RI_RF	Representa a diferença entre o retorno da ação (RI) e o retorno do título livre de risco (RF).
	BETA	Representa o risco sistemático, medido pela regressão do retorno mensal do título contra o retorno mensal do índice de mercado (Ibovespa).
Risco	WACC	Representa o risco da estrutura de capital da empresa, sendo uma variável <i>proxy</i> para o custo implícito de capital.
Variáveis utilizadas no cálculo do índice de governança		
Estrutura de Propriedade	DCONT	Representa o direito de controle do acionista controlador, ou seja, o percentual de ações ordinárias em seu poder.
	DSFC	Representa o direito sobre o fluxo de caixa, ou seja, o direito de propriedade do controlador (percentual de ações ordinárias e preferenciais em seu poder).
Conselho de Administração	SEP_PCEO	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando há separação das funções entre Presidente e CEO; e 0, caso contrário.
	GIC	Número de conselheiros externos dividido pelo total de conselheiros, gerando um percentual que retrata o grau de independência do conselho.
	TAM_CA	Número total de membros do Conselho de Administração.
Proteção aos acionistas minoritários	PAYOUT	Relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício. O índice de <i>payout</i> mede a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas da empresa.
	ADR	Variável <i>dummy</i> que indica se a empresa emite ADRs no mercado de ações norte-americano, no nível 2 ou no nível 3.
	DV_AP	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais; e 0, caso contrário.
	PRC	Variável <i>dummy</i> , assumindo o valor 1 quando as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da empresa; e 0, caso contrário.
Compensação de Gestores	VAR_REM	Variação do valor da remuneração anual total paga a todos os administradores.
	REM	Valor absoluto da remuneração total paga aos administradores, incluindo o valor da participação deles nos lucros.
	P_LUCRO	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros da empresa e 0, caso contrário.
	PL_OP	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando a companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra de ações e 0, caso contrário.

Transparência ²⁷	TRANSP1	Suavização dos lucros operacionais publicados, mediante a alteração de componentes contábeis. Relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações.
	TRANSP2	Suavização e correlação entre a variação em itens contábeis (<i>accounting accruals</i>) e a variação nos fluxos de caixa operacionais.
	TRANSP3	Mede a magnitude dos <i>accruals</i> (componentes contábeis).
Variáveis de controle		
Controle comum	ADES	Variáveis <i>dummies</i> para identificar se a empresa aderiu ou não aos níveis de GC definidos pela BM&FBovespa.
	CRISE (D)	Variáveis <i>dummies</i> por período para captar os efeitos de crises e de períodos de estabilidade econômica, sendo: (d1) crises locais contra não crise: <i>dummy</i> que assume valor 1 se os anos forem 2000, 2001 ou 2002 e 0, caso contrário; e (d2) crise global contra não crise: <i>dummy</i> que assume valor 1 se os anos forem 2008 ou 2009 e 0, caso contrário.
	CONT	Variáveis categóricas (nominais) para identificar o tipo de acionista controlador.
Controle contábil	Logvm	É obtido pela multiplicação do preço de fechamento da ação pela quantidade de ações em circulação (<i>outstanding</i>) da firma.
	Logvpap	Logaritmo natural do índice valor patrimonial por ação/preço, que consiste na razão entre o patrimônio líquido por ação e o seu preço.
Controle valor de mercado	Af	$af = \frac{\left(\frac{\frac{LL}{PL}}{LL - res_fin} \right)}{AT}$
	cresc_ven	Variação percentual da receita bruta total de um ano para outro.
	ROE	Razão entre o lucro líquido do período e o valor contábil do patrimônio líquido.
	Liqbol	Volume relativo de negociações com a ação.
Controle risco	VOL_RET	Representa a volatilidade dos retornos das ações da empresa.
	BETA	Consiste na regressão do retorno mensal do título contra o retorno mensal do índice de mercado (Ibovespa).
	Logvpap	Logaritmo natural do índice valor patrimonial por ação/preço, que consiste na razão entre o patrimônio líquido por ação e o seu preço.
	Logvm	É obtido pela multiplicação do preço de fechamento da ação pela quantidade de ações em circulação (<i>outstanding</i>) da firma.
	Liqbol	Volume relativo de negociações com a ação.
	<i>Dividend yield</i>	Obtido por meio da divisão entre o dividendo pago por ação no ano anterior e o preço da ação no final do exercício social.
	Af	$af = \frac{\left(\frac{\frac{LL}{PL}}{LL - res_fin} \right)}{AT}$
	Ao	$ao = \frac{(RLO - CPV)}{(RLO - CPV - DV - DA)}$
	Cresc_vendas	Variação percentual da receita bruta total de um ano para outro.

Quadro 3 – Variáveis usadas na pesquisa.

Fonte: Elaborado pela autora.

²⁷ As variáveis TRANSP1, TRANSP2 e TRANSP3 foram agrupadas em um único fator TRANSP, utilizando a média aritmética simples das variáveis, conforme sugere Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Com base nas variáveis listadas no Quadro 3, apresenta-se o modelo empírico da pesquisa.

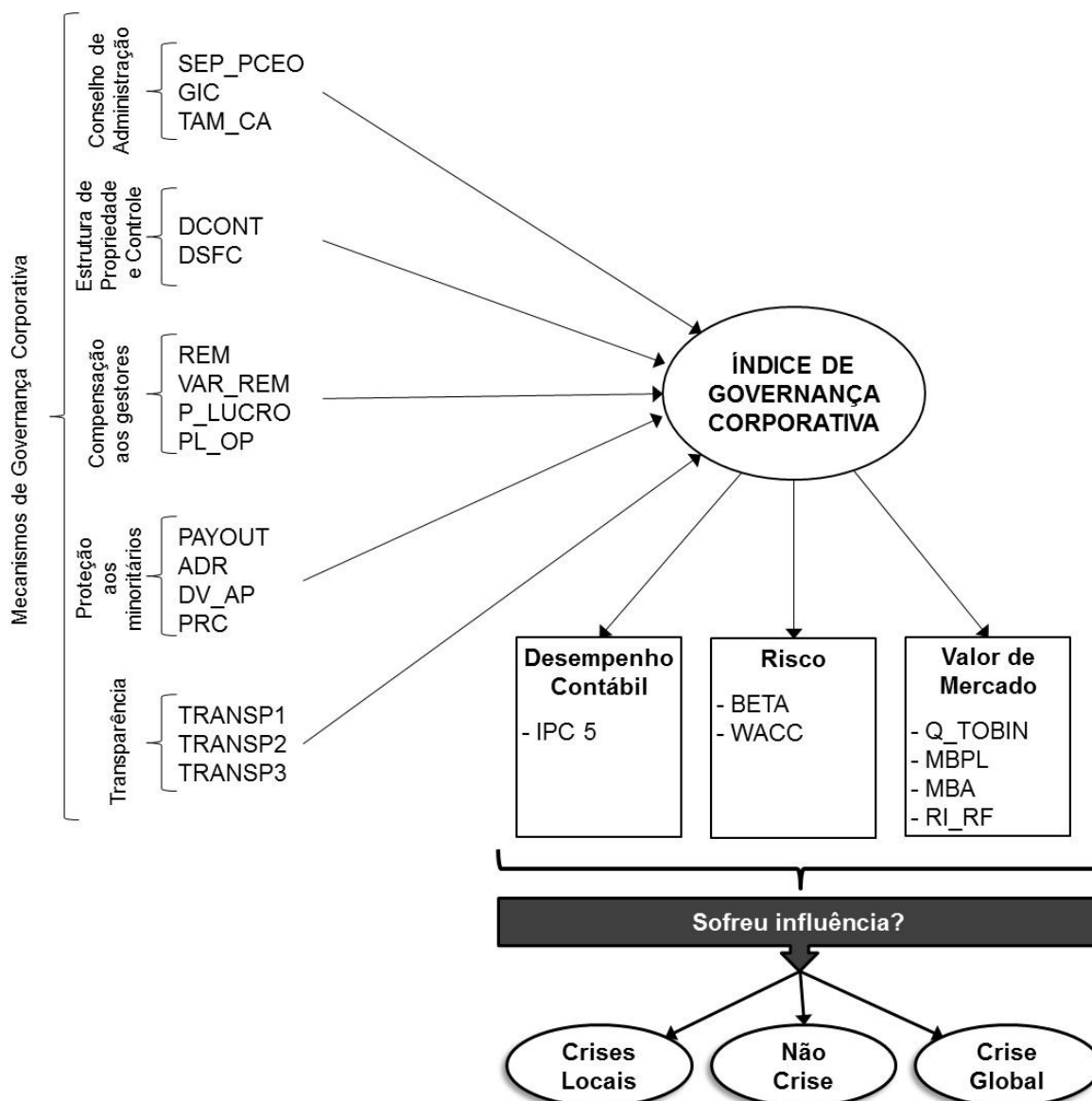


Figura 2 – Modelo empírico da pesquisa.

Fonte: Adaptado de Correia (2008, p. 150) e Lameira (2007).

Após a apresentação do modelo empírico da pesquisa, segue o Quadro 4, com os modelos de regressão analisados. O Quadro 4 consiste em uma síntese do item 3.5 (variáveis da pesquisa), já que apresenta as variáveis dependentes de desempenho/valor/risco, as principais variáveis independentes (igc14, igcx e igc1) e as variáveis de controle por aspecto avaliado. Conforme discutido, as variáveis de controle são diferentes para os indicadores de desempenho/valor/risco. Apenas as variáveis “ades” e “crise” são comuns a todos os modelos de regressão desta investigação.

Aspectos avaliados	Modelos	Var. Depend.	Var. Independ.	Variáveis de controle comuns	Variáveis de controle por aspecto
Desemp. Contábil	1	IPC 5	igc14	ades, crise	logvm; logvpap
Desemp. Contábil	2	IPC 5	igcx	ades, crise	logvm; logvpap
Desemp. Contábil	3	IPC 5	igc1	ades, crise	logvm; logvpap
Valor de Mercado	4	Q_TOBIN	igc14	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	5	Q_TOBIN	igcx	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	6	Q_TOBIN	igc1	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	7	MBPL	igc14	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	8	MBPL	igcx	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	9	MBPL	igc1	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	10	MBA	igc14	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	11	MBA	igcx	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	12	MBA	igc1	ades, crise	af; cresc_ven; ROE; liqbol
Valor de Mercado	13	RI_RF	igc14	ades, crise	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Valor de Mercado	14	RI_RF	igcx	ades, crise	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Valor de Mercado	15	RI_RF	igc1	ades, crise	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Risco	16	BETA	igc14	ades, crise	vol_ret; logvpap; logvm; liqbol; ao; af; cresc_ven.
Risco	17	BETA	igcx	ades, crise	vol_ret; logvpap; logvm; liqbol; ao; af; cresc_ven.
Risco	18	BETA	igc1	ades, crise	vol_ret; logvpap; logvm; liqbol; ao; af; cresc_ven.
Risco	19	WACC _{T+1}	igc14	ades, crise, cont	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Risco	20	WACC _{T+1}	igcx	ades, crise, cont	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Risco	21	WACC _{T+1}	igc1	ades, crise, cont	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Risco	22	WACC	igc14	ades, crise, cont	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Risco	23	WACC	igcx	ades, crise, cont	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy
Risco	24	WACC	igc1	ades, crise, cont	beta; logvpap; logvm; liqbol; dy

Quadro 4 – Modelos de regressão estimados

Fonte: Elaborado pela autora.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Descrição dos dados

4.1.1 Descrição das variáveis que compõem o índice de governança

Inicialmente, apresenta-se a descrição das variáveis que compõem os índices de governança, começando por aquelas pertencentes ao “conselho de administração”.

4.1.1.1 Descrição do conselho de administração

O tamanho médio do conselho de administração, considerando todas as observações, no período de 2000 a 2009 é de 12 membros, com desvio padrão de 6,25, variando de 1 a 41 membros. A empresa Totvs, do setor de *software* e dados, apresentou em 2008 o maior número de conselheiros da amostra: 41. A Tabela 1 apresenta os dados de tamanho do conselho, por ano de análise.

Tabela 1 – Evolução do tamanho médio do conselho de administração ao longo do período analisado

Ano	Número de observações (N)	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	11,33	5,27	4	31
2001	172	11,32	5,85	1	33
2002	173	11,31	5,57	2	31
2003	177	12,09	6,56	3	35
2004	184	12,47	6,80	3	35
2005	202	12,38	6,70	3	34
2006	234	12,35	6,27	3	34
2007	241	12,41	6,13	3	34
2008	244	12,50	6,46	3	41
2009	232	12,20	6,42	2	34

Fonte: Resultados da pesquisa.

O teste de Kolmogorov-Smirnov rejeita a hipótese nula de normalidade da variável tamanho do conselho.²⁸ O teste não paramétrico de Kruskal-Wallis não rejeita a hipótese nula de igualdade de médias entre os anos para tamanho do conselho (valor p de 0,7621). Logo, não se pode afirmar que houve crescimento significativo no número de membros do conselho

²⁸ Conforme Fávero *et al.* (2009), quando se verifica que certa variável não atende à suposição de normalidade, deve-se usar um teste não paramétrico para comparar as suas médias ao longo do tempo. Neste estudo, optou-se pelo teste de Kruskal-Wallis. A hipótese nula do teste afirma que as médias são iguais ao longo do tempo e a hipótese alternativa afirma que há diferenças nas médias. Foi adotado o nível de significância de 5%.

de administração. Assim, o crescimento médio de 7,68% de 2000 até 2009, passando de 11,33 para 12,20 membros não foi estatisticamente significativo.

O grau de independência do conselho (percentual de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros) foi na média de 55,71%, com desvio padrão de 15,55%, variando de 0 a 100% (TAB. 2).

Tabela 2 – Evolução do grau de independência do conselho de administração ao longo do período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	0,5262	0,1627	0	1
2001	172	0,5210	0,1635	0	1
2002	173	0,5255	0,1438	0	0,8421
2003	177	0,5516	0,1489	0	0,8750
2004	184	0,5497	0,1523	0	0,8888
2005	202	0,5642	0,1510	0	0,8888
2006	234	0,5702	0,1485	0	0,9473
2007	241	0,5733	0,1475	0	0,9230
2008	244	0,5748	0,1526	0	1
2009	232	0,5853	0,1706	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

O teste de Kolmogorov-Smirnov rejeita a hipótese nula de normalidade da variável GIC. Pelo teste de Kruskal Wallis, rejeita-se a hipótese nula de igualdade de médias entre os anos. Logo, pode-se dizer que houve crescimento significativo na média de GIC no período investigado.

Analisando o período de 2000 a 2009, tem-se que o grau de independência do conselho cresceu 11,23%, mostrando maior nível de independência do conselho de administração ao longo do período. Em todos os anos o GIC foi superior a 52%.

No que se refere à dualidade de funções no conselho, há 1.231 observações, ou 60,70% da amostra, revelando que existe a separação de funções entre presidente do conselho e CEO e 797 observações, ou 39,30% da amostra, em que não há esta separação, sendo as funções exercidas pela mesma pessoa.

Como SEP é uma variável categórica (*dummy*), o teste de Kruskal Wallis não foi realizado. Tem-se que em 2008, 67,62% das empresas apresentavam separação de funções entre presidente do conselho e CEO, percentual que era de 50,88% em 2000, mostrando um crescimento de 32,90% no indicador (TAB. 3).

Tabela 3 – Evolução da separação presidente/CEO ao longo do período de estudo

Ano	N	Número de empresas em que há a separação de funções	Percentual de empresas em que há a separação de funções
2000	171	87	50,88%
2001	172	91	53,22%
2002	173	92	53,18%
2003	177	102	57,63%
2004	184	107	58,15%
2005	202	127	62,87%
2006	234	150	64,38%
2007	241	157	65,15%
2008	244	165	67,62%
2009	232	153	65,95%

Fonte: Resultados da pesquisa.

4.1.1.2 Descrição da estrutura de propriedade e controle

Passa-se à análise do direito de controle (DCONT) – percentual de ações ordinárias em poder do maior acionista e do direito sobre o fluxo de caixa (DSFC) – percentual de ações ordinárias e preferenciais em poder do maior acionista.

Analisando todo o período amostral, tem-se que o direito de controle (DCONT) possui média de 55,77%, variando de 5,47% a 100%. Comparativamente, no estudo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), o maior acionista possuía, na média, 77,09% do capital votante em 2002, que equivale à variável DCONT deste estudo. Por sua vez, Correia (2008) encontrou um DCONT médio de 62,14% no período de 1997 a 2006. Sabe-se que quanto maior este indicador, pior a qualidade da governança corporativa, pois haverá maior probabilidade de os acionistas controladores expropriarem os direitos dos acionistas minoritários, conforme Claessens *et al.* (2002) (TAB. 4).

Tabela 4 – Evolução do direito de controle durante o período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	58,37	25,95	8,08	100
2001	172	59,80	26,39	10,29	100
2002	173	60,62	26,07	11,39	100
2003	177	60,14	26,68	9,62	100
2004	184	58,69	26,41	5,68	100
2005	202	56,20	26,24	5,47	100
2006	234	52,44	25,85	5,65	100
2007	241	52,57	25,59	10,06	100
2008	244	53,03	26,01	8,69	100
2009	232	50,82	25,74	7,03	100

Fonte: Resultados da pesquisa.

O teste de Kolmogorov-Smirnov mostra que não há normalidade para os dados de DCONT. O teste de Kruskal Wallis (valor p de 0,0088) mostra que há diferenças significativas entre as médias da variável DCONT entre os anos analisados.

Nota-se que de 2002 (maior DCONT) a 2009 (menor DCONT) houve queda de 16,16% na variável, representando uma redução significativa na concentração do controle das empresas analisadas, o que se mostra positivo para elevar a qualidade da governança corporativa das empresas.

No que se refere ao direito sobre o fluxo de caixa (DSFC) e analisando todo o período amostral, tem-se que a média desta variável foi de 39,63%, variando de 2,7% a 100%. Conforme Claessens *et al.* (2002), em termos de governança corporativa quanto maior esse percentual melhor será para a empresa, pois os acionistas majoritários terão menos incentivos para expropriar os direitos dos minoritários, dado que isso reduziria o valor da empresa.

Comparativamente, para a mesma variável (DSFC) no ano de 2002, com dados de empresas listadas na BM&FBovespa, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) constataram que o maior acionista detinha 55,70% do capital total e Correia (2008) observou um percentual de 44,32% para este aspecto entre 1997 e 2006 (TAB. 5).

Tabela 5 – Evolução do direito sobre o fluxo de caixa durante o período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	37,75	21,97	2,7	100
2001	172	39,38	23,16	3,43	100
2002	172	40,97	23,98	4,5	100
2003	177	40,56	23,90	4,5	100
2004	184	40,03	23,41	4,69	100
2005	202	39,43	22,56	4,69	100
2006	234	38,84	21,56	5,31	100
2007	241	39,76	21,59	5,31	100
2008	244	40,57	22,10	7,08	100
2009	232	39,06	21,46	5,24	100

Fonte: Resultados da pesquisa.

O teste de Kolmogorov-Sminorv concluiu que não há normalidade dos dados para a variável DSFC. Ao realizar o teste de Kruskal Wallis (valor p de 0,9368), nota-se que não há diferenças significativas nas médias da variável DSFC entre os anos de análise. Logo, não se pode afirmar que houve acréscimo estatisticamente significativo nesta variável entre os anos.

Em seguida, analisou-se a variável categórica identidade do controlador. A classificação da identidade desse acionista foi apresentada em 3.5.3.4. Ao avaliar essa variável em todo o período amostral, percebe-se que 53,82% das observações são de empresas que possuem como controladores indivíduos ou famílias. As organizações cujos controladores

são empresas privadas nacionais representam 17,15% da amostra. As firmas cujo maior acionista ordinário não é o controlador correspondem a 10,05% da amostra. As companhias estrangeiras representam 8,62% da amostra (TAB. 6).

Tabela 6 – Evolução da identidade do controlador no período analisado

Ano	N	Família (1)%	Investidor institucional (2) %	Estrangeiro (3)%	Emp. privada nacional (4)%	Governo (5)%	Maior ordinário não controla (6)%
2000	171	54,97	1,75	3,51	20,47	7,60	11,70
2001	172	54,65	2,91	6,40	18,60	7,56	9,88
2002	173	54,34	3,47	6,94	18,50	7,51	9,25
2003	177	56,50	3,39	6,78	18,08	7,34	7,91
2004	184	57,07	3,80	6,52	17,39	7,61	7,61
2005	202	54,95	2,48	9,41	16,34	5,94	10,89
2006	234	54,70	3,42	11,11	15,38	5,98	9,40
2007	241	51,87	4,15	12,45	15,77	5,81	9,96
2008	244	50,82	4,92	9,84	17,21	5,74	11,48
2009	232	50,65	5,63	9,96	15,58	6,49	11,69

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota-se que de 2004 a 2009 houve redução na participação do controle acionário familiar em 11,24%. De 2000 a 2009, os investidores institucionais aumentaram sua participação no controle em 221,71%. De 2000 a 2007, os estrangeiros aumentaram sua participação em 254,70%. As empresas privadas nacionais sofreram redução na participação em 23,88% de 2000 a 2009. No mesmo período, o governo viu sua participação no controle se reduzir em 14,60%. Quanto à categoria “maior acionista não é controlador”, de 2000 a 2009 a variação foi mínima, mas de 2000 a 2004 houve redução de 34,95%.

4.1.1.3 Descrição das modalidades de compensação aos gestores

A remuneração total média anual dos gestores, considerando todo o período amostral, foi de R\$4.963.440,00. Não foi possível obter o número de gestores por empresa e por ano, dado que após as mudanças do IAN da CVM para o formulário de referência (FR), esse dado não aparece de forma clara para avaliação.

Como o nível de significância do teste Kolmogorov-Smirnov é inferior a 5%, conclui-se que não há normalidade dos dados para remuneração. Aplicando o teste de Kruskal Wallis, obtém-se o valor p de 0,0001; isto é, rejeita-se a hipótese nula, revelando que há diferenças significativas nas médias da remuneração total entre os anos de análise.

No período de 2000 a 2009, a remuneração total média anual dos gestores sofreu um aumento significativo de 232,80%, passando de R\$2.192.371,00 para R\$7.296.395,00 (TAB.

7). Os valores mínimos de 0 representam dados de empresas provavelmente lançados de maneira incorreta nos IANs. Os desvios padrão se mostraram progressivamente elevados.

Tabela 7 – Evolução da remuneração total média anual no período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	2.192.371	4.008.372	0	4.36e+07
2001	172	2.853.262	4.913.323	0	4.72e+07
2002	173	3.725.054	7.276.335	0	6.97e+07
2003	177	3.862.321	7.495.698	0	8.12e+07
2004	184	4.816.715	9.478.851	0	9.31e+07
2005	202	5.404.028	9.793.611	0	8.81e+07
2006	234	5.349.397	8.495.138	0	7.00e+07
2007	243	5.937.319	9.277.964	0	9.70e+07
2008	244	6.257.414	8.366.957	0	7.00e+07
2009	232	7.296.395	1.04e+07	0	8.57e+07

Fonte: Resultados da pesquisa.

Considerando todo o período amostral, a média da variação na remuneração total anual foi de 140,55%, sendo as variações tanto negativas como positivas. Em 24,40% das observações, a variação na remuneração foi de zero (TAB. 8).

Tabela 8 – Evolução da variação na remuneração média anual no período analisado

Ano	N	Média (%)	Desvio padrão (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)
2000	136	188,40	1555,05	-99,90	17627,97
2001	143	29,58	90,64	-58,86	900,00
2002	143	43,15	312,42	-90,11	3710,33
2003	149	23,19	104,36	-87,07	1144,64
2004	156	29,02	89,15	-87,92	756,44
2005	158	34,75	165,04	-94,19	1604,84
2006	178	154,57	1259,63	-85,37	15733,33
2007	210	51,66	288,05	-100,00	3300,00
2008	217	539,30	7367,98	-99,00	108505,7
2009	212	161,95	1644,07	-99,90	23766,97

Fonte: Resultados da pesquisa.

Segundo o teste de Kolmogorov-Smirnov, não há normalidade nos dados de variação na remuneração (valor p de 0,000). O valor p de 0,0001 do teste de Kruskal Wallis entre os anos é inferior a 5%, o que leva à rejeição da hipótese nula; isto é, há diferenças significativas entre as médias da variação da remuneração entre os anos analisados.

Nota-se que no período de 2000 a 2009, a variação na remuneração se reduziu em 14,03%. De 2000 a 2008, o aumento foi de 186,25%. Há, portanto, variações estatisticamente significativas na remuneração.

No que se refere aos programas de participação dos gestores no lucro da empresa (p_lucro), nota-se que em 46,48% das observações totais os gestores estão engajados nesses programas (TAB. 9).

Tabela 9 – Evolução da participação dos gestores no lucro no período analisado

Ano	N	Número de empresas em que há a part. no lucro	Percentual de empresas em que há a part. no lucro (%)
2000	171	87	50,88
2001	172	86	50,00
2002	173	86	49,71
2003	177	90	50,85
2004	183	97	53,01
2005	202	100	49,50
2006	234	125	53,42
2007	242	108	44,63
2008	244	105	43,03
2009	233	60	25,75

Fonte: Resultados da pesquisa.

Como p_lucro é uma variável *dummy*, não foi necessário efetuar o teste de Kruskal Wallis. O ano de 2009 apresentou a menor participação dos gestores no lucro das empresas (25,75%). O ano de 2006 apresentou a maior participação dos gestores no lucro (53,42%). De 2000 a 2009, a redução na participação no lucro foi de 49,39%.

Sobre os planos de opções de ações, há 18,62% das observações totais em que este plano é oferecido pela empresa aos gestores (TAB. 10).

Tabela 10 – Evolução do plano de opções no período analisado

Ano	N	Número de empresas em que há pl_op	Percentual de empresas em que há pl_op (%)
2000	171	7	4,09
2001	172	7	4,07
2002	173	8	4,62
2003	177	11	6,21
2004	183	13	7,10
2005	202	21	10,40
2006	234	41	17,52
2007	242	74	30,58
2008	244	97	39,75
2009	233	99	42,49

Fonte: Resultados da pesquisa.

O número de empresas que ofereciam a alternativa de plano de opções de compra de ações para seus gestores representava 4,09% em 2000 e passou a 42,49% em 2009, revelando um aumento de 938,87%.

4.1.1.4 Descrição da proteção aos acionistas minoritários

A variável *payout*²⁹ tem média de 33,65% e desvio padrão de 241,31%, considerando todas as observações. Analisando cada ano separadamente, obtêm-se as informações apresentadas na Tabela 11.

Tabela 11 – Evolução do *payout* ao longo do período analisado

Ano	N	Média (%)	Desvio padrão (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)
2000	149	58,01	429,09	-471,22	5210,59
2001	151	59,07	232,06	-363,28	1994,22
2002	154	11,48	274,84	-2577,32	2042,30
2003	163	27,74	102,87	-973,24	484,40
2004	177	41,40	157,58	-368,92	2007,85
2005	190	17,36	280,28	-3635,59	746,52
2006	206	33,37	52,80	-186,34	240,10
2007	220	61,76	319,06	-77,75	4343,47
2008	241	9,25	259,02	-3586,21	1725,89
2009	234	26,78	98,57	-87,41	1250,13

Fonte: Resultados da pesquisa.

A menor média do *payout* ocorreu em 2008 (9,25%) e a maior, em 2007 (61,76%). Houve redução de 85% no *payout* entre 2007 a 2008. O teste de comparação de médias (Kruskal Wallis) demonstrou que há diferenças significativas entre as médias do *payout* no período investigado.

Para a variável emissão de ADRs, considerando todas as observações deste estudo, em média, 10,24% delas envolvem empresas que emitem ADRs nos níveis 2 ou 3 (TAB. 12).

Tabela 12 – Evolução da emissão de ADRs ao longo do período analisado

Ano	N	Número de empresas que emitem ADRs	Percentual de empresas que emite ADRs (%)
2000	171	18	10,53
2001	172	18	10,47
2002	173	19	10,98
2003	177	19	10,73
2004	184	21	11,41
2005	202	21	10,40
2006	234	22	9,40
2007	241	22	9,13
2008	244	23	9,43
2009	232	23	9,91

Fonte: Resultados da pesquisa.

²⁹ Fórmula de cálculo: dividendos/lucro líquido*100

O ano de 2007 foi o que apresentou menor percentual de empresas emissoras de ADRs (9,13%) e 2004 foi aquele com maior percentual de emissoras (11,41%). De 2004 para 2007, houve redução de 19,98% na emissão de ADRs.

Voltando o foco para a variável *dv_ap* (direito de voto das ações preferenciais), nota-se que do total da amostra, em média, 9,38% das observações são de empresas que concedem o direito de voto de ações preferenciais a seus acionistas (TAB. 13).

Tabela 13 – Evolução do DV_AP ao longo do período analisado

Ano	N	Número de empresas que concedem DV_AP	Percentual de empresas que concedem DV_AP
2000	171	8	4,68
2001	172	5	2,91
2002	173	7	4,05
2003	177	18	10,17
2004	184	24	13,04
2005	202	23	11,39
2006	234	24	10,26
2007	241	21	8,71
2008	244	22	9,02
2009	232	38	16,38

Fonte: Resultados da pesquisa.

O ano com menor concessão desse direito foi 2001 (2,91%) e aquele com maior concessão do direito foi 2009 (16,38%). Houve crescimento na variável de 463% entre 2001 e 2009.

Para a variável prioridade no reembolso de capital (PRC), considerando o período total da amostra, em 54,53% das observações há concessão desse direito.

O ano com menor percentual de empresas que concedem PRC foi 2009 (40,95%) e o com maior foi 2003 (71,19%). Houve redução de 42,47% no percentual de empresas que concedem PRC entre 2003 a 2009 (TAB. 14).

Tabela 14 – Evolução do PRC ao longo do período analisado

Ano	N	Número de empresas que concedem PRC	Percentual de empresas que concedem PRC (%)
2000	171	91	53,22
2001	172	98	56,98
2002	173	103	59,54
2003	177	126	71,19
2004	184	127	69,02
2005	202	122	60,40
2006	234	116	49,57
2007	241	113	46,89
2008	244	116	47,54
2009	232	95	40,95

Fonte: Resultados da pesquisa.

4.1.1.5 Descrição da transparência das informações publicadas

As estatísticas descritivas do indicador de transparência contábil e das variáveis que o compõem estão apresentadas na Tabela 15. A média do índice de transparência (transp_ms, que agrega as três medidas de *Earnings Management*) encontrada foi de 40,59%. Ressalta-se que Correia (2008) encontrou o percentual de 58,69% para transp_ms e Fernandes e Ferreira (2007) encontraram 51,54% para os dados de transparência no Brasil.

Tabela 15 – Descrição das variáveis de transparência

Variável	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Transp_ms	2045	0,4059	0,11	0,01	1
Transp1	2059	0,7736	0,56	0,07	5,44
Transp2	2023	-0,7294	0,38	-1	1
Transp3	1945	0,9774	0,09	0,00	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

É importante esclarecer que a variável transp_ms da Tabela 15 foi transformada para assumir um sentido positivo com a qualidade da governança. No entanto, para fins descritivos, as variáveis transp1, transp2 e transp3 se apresentam no sentido original, sem terem recebido tratamento nesta fase.

Dessa forma, ressalta-se que as variáveis originais transp1 e transp2 assumem comportamento positivo com a qualidade da governança. Ou seja, quanto maiores essas variáveis, maior o índice de governança. Por outro lado, a variável original transp3 apresenta comportamento inverso ao do índice de governança. Neste item, as variáveis foram mantidas no seu sentido normal. Para compor o índice de governança, foram transformadas, para serem todas positivas e diretamente relacionadas ao índice de governança. Logo, nesta descrição, considera-se que quanto maior transp3, pior será o índice de governança.

As médias de transp1, transp2 e transp3 foram de, respectivamente, 0,77, -0,72 e 0,97. Como transp2 é uma medida de correlação, ela varia de -1 (correlação negativa perfeita) a 1 (correlação positiva perfeita).

Segundo o teste de Kolmogorov-Smirnov, a transp_ms não tem comportamento de distribuição normal. O teste de Kruskal Wallis, com valor p de 0,0413, rejeita a hipótese nula; isto é, há diferenças nas médias da variável transp_ms entre os anos.

De 2000 a 2007, a transp_ms cresceu 9,39%. De 2000 a 2009, a transp_ms apresentou elevação de 8,13%. Tais crescimentos foram estatisticamente significativos (TAB. 16).

Tabela 16 – Evolução da transp_ms ao longo do período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	170	0.381	0.115	0.010	0.860
2001	174	0.393	0.107	0.030	0.910
2002	176	0.405	0.104	0.060	0.910
2003	180	0.396	0.098	0.070	0.870
2004	188	0.407	0.097	0.050	0.920
2005	204	0.416	0.101	0.010	0.920
2006	235	0.412	0.124	0.010	1.000
2007	241	0.416	0.119	0.020	1.000
2008	243	0.415	0.126	0.030	0.990
2009	234	0.411	0.124	0.020	0.990

Fonte: Resultados da pesquisa.

4.1.2 Descrição dos índices de governança

Começou-se por analisar os índices de governança de forma geral, considerando todas as observações. Os índices aqui analisados foram padronizados, variando de 0 a 1. Conforme explicado no item 3.2, optou-se por trabalhar com três índices nesta pesquisa: (a) igc14, que foi o índice de governança corporativa obtido por ACP das 14 variáveis de governança selecionadas nesta pesquisa, conforme a Figura 2; (b) igcx, que foi o índice obtido a partir das componentes com *eigenvalue* superior a 1, resultantes do método ACP; e (c) igc1, índice de governança representado pela primeira componente principal do procedimento ACP.

As variáveis de governança que compuseram os índices foram apresentadas no item 3.5.2. A Tabela 17 descreve os índices de governança desta pesquisa.

Tabela 17 – Descrição dos índices de governança corporativa

Índice de GC	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Igc14	2030	0.42	0.19	0	1
Igcx	2030	0.38	0.17	0	1
Igc1	2030	0.37	0.16	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Considerando todo o período amostral, o maior índice foi o igc14, com média de 0,42, e o menor índice foi o igc1, com média de 0,37. Analisam-se, a seguir, cada índice e sua evolução no período da pesquisa (2000 a 2009).

De acordo com o teste de Kolmogorov-Smirnov, o igc14 não tem distribuição normal. Segundo o teste de Kruskal Wallis, há diferenças significativas nas médias do igc14 entre os anos analisados. De 2002 a 2004, o igc14 apresentou crescimento de 107,69%. De 2002 a 2009, o igc14 cresceu 30,76%. Houve queda no índice de 2008 para 2009. Todas essas variações são estatisticamente significativas (TAB. 18).

Tabela 18 – Evolução do igc14 ao longo do período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	0.38	0.18	0	1
2001	172	0.31	0.15	0	1
2002	173	0.26	0.11	0	1
2003	177	0.46	0.17	0	1
2004	184	0.54	0.18	0	1
2005	202	0.39	0.18	0	1
2006	234	0.46	0.19	0	1
2007	241	0.47	0.16	0	1
2008	244	0.48	0.19	0	1
2009	232	0.34	0.15	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Segundo o teste de Kolmogorov-Smirnov, o igcx não tem distribuição normal. Segundo o teste de Kruskal Wallis (valor p de 0,0001), há diferenças significativas nas médias do igcx entre os anos analisados. Nota-se que de 2002 a 2008, o igcx cresceu 118,18%, mas de 2000 a 2009 se reduziu em 2,33%. Houve queda no índice de 2008 para 2009. Todas essas variações foram estatisticamente significativas (TAB. 19).

Tabela 19 – Evolução do igcx ao longo do período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	0.43	0.17	0	1
2001	172	0.40	0.14	0	1
2002	173	0.22	0.11	0	1
2003	177	0.32	0.18	0	1
2004	184	0.28	0.15	0	1
2005	202	0.32	0.18	0	1
2006	234	0.43	0.15	0	1
2007	241	0.41	0.14	0	1
2008	244	0.48	0.16	0	1
2009	232	0.42	0.17	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Segundo o teste de Kolmogorov-Smirnov, o igc1 não tem distribuição normal. Segundo o teste de Kruskal Wallis (valor p de 0,0001), há diferenças significativas nas médias do igc1 entre os anos analisados. Nota-se que de 2002 a 2009 o igc1 cresceu 73% e de 2000 a 2009, se elevou em 21,62%. Esses crescimentos foram estatisticamente significativos.

Após a realização dos testes de comparação de médias, apurou-se que há diferenças significativas nas médias de todos os índices entre os anos. No geral, percebem-se uma tendência de crescimento em todos os índices de governança no período investigado e uma ligeira queda entre os anos de 2008 e 2009 para os dois primeiros índices (igc14 e igcx), talvez, como um possível reflexo da crise financeira do *subprime* em 2008 (TAB. 20).

Tabela 20 – Evolução do igc1 ao longo do período analisado

Ano	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2000	171	0.37	0.16	0	1
2001	172	0.30	0.15	0	1
2002	173	0.26	0.12	0	1
2003	177	0.41	0.16	0	1
2004	184	0.29	0.13	0	1
2005	202	0.36	0.15	0	1
2006	234	0.39	0.13	0	1
2007	241	0.39	0.13	0	1
2008	244	0.44	0.16	0	1
2009	232	0.45	0.17	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Passa-se a descrever os índices de governança em relação aos setores de atividade da base Económica. Quando se realiza o teste de Kruskal Wallis do igc14, segundo este critério de agrupamento, percebem-se diferenças significativas nas médias do igc14 entre os setores do Económica (valor p de 0,0001).

Observou-se que os setores de papel e celulose e telecomunicações são os que apresentaram as maiores médias do igc14 (0,61 e 0,53 respectivamente). Por outro lado, as menores médias do igc14 foram verificadas nos setores de construção e agro e pesca (0,35 e 0,37, respectivamente). Quanto às variabilidades, a maior ocorreu no setor de mineração (0,25) e a menor no de agro e pesca (0,13). Os dados indicam que há variações consideráveis e estatisticamente significativas na qualidade da governança entre os setores (TAB. 21).

Tabela 21 – Descrição do igc14 considerando os setores Económica

Setor	Nome do setor	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
1	Agro e pesca	26	0.37	0.13	0.15	0.73
2	Alimentos e bebidas	117	0.39	0.21	0	1
3	Comércio	110	0.46	0.17	0.09	0.95
4	Construção	121	0.35	0.14	0.08	0.74
5	Eletroeletrônicos	58	0.41	0.19	0.09	1
6	Energia elétrica	268	0.41	0.16	0	0.78
7	Máquinas industriais	34	0.37	0.14	0.16	0.72
8	Mineração	24	0.44	0.25	0	0.91
9	Minerais não metálicos	30	0.48	0.21	0.07	0.92
10	Outros	349	0.38	0.18	0	1
11	Papel e celulose	29	0.61	0.18	0.25	0.88
12	Petróleo e gás	34	0.42	0.19	0	0.83
13	Química	117	0.44	0.17	0.11	0.90
14	Siderurgia e metalurgia	204	0.37	0.19	0	0.97
15	Software e dados	20	0.48	0.15	0.13	0.80
16	Telecomunicações	113	0.53	0.21	0.06	1
17	Têxtil	170	0.42	0.16	0.04	0.79
18	Transporte e serviços	86	0.46	0.23	0	1
19	Veículos e peças	120	0.42	0.20	0.10	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Esses resultados corroboram o estudo de Correia (2008, p. 229), que encontrou que o setor de telecomunicações revelou a maior média de seu índice (0,66) e o setor de construção a menor média (0,47).

A realização do teste de Kruskal Wallis do igcx, segundo os setores Econômica (critério de agrupamento), mostrou que há diferenças significativas nas médias do igcx entre os setores para a amostra deste estudo, dado o nível de significância de 5%.

Para o igcx, percebe-se que os setores de papel e celulose e software e dados apresentaram as médias mais elevadas (0,56 e 0,54, respectivamente). Por sua vez, as médias mais baixas do igcx foram verificadas nos setores de agro e pesca e construção (0,31 e 0,34, respectivamente). As maiores variabilidades foram encontradas nos setores de mineração (0,30) e transporte e serviços (0,22), enquanto os menores desvios ocorreram nos ramos de máquinas industriais e têxtil (0,13 e 0,14, respectivamente) (TAB. 22).

Tabela 22 – Descrição do igcx considerando os setores Econômica

Setor	Nome do setor	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
1	Agro e pesca	26	0.31	0.15	0.09	0.79
2	Alimentos e bebidas	117	0.37	0.20	0.01	1
3	Comércio	110	0.40	0.18	0.06	0.98
4	Construção	121	0.34	0.15	0	0.79
5	Eletroeletrônicos	58	0.37	0.19	0.06	1
6	Energia elétrica	268	0.37	0.14	0	0.80
7	Máquinas Industriais	34	0.37	0.13	0.18	0.68
8	Mineração	24	0.52	0.30	0.09	1
9	Minerais não metálicos	30	0.39	0.16	0.07	0.73
10	Outros	349	0.36	0.16	0	0.85
11	Papel e celulose	29	0.56	0.17	0.19	0.83
12	Petróleo e gás	34	0.37	0.15	0	0.75
13	Química	117	0.36	0.17	0.04	0.80
14	Siderurgia e Metalurgia	204	0.34	0.15	0	0.91
15	Software e dados	20	0.54	0.15	0.27	0.99
16	Telecomunicações	113	0.46	0.18	0.05	0.88
17	Têxtil	170	0.36	0.14	0.02	0.81
18	Transporte e serviços	86	0.41	0.22	0	1
19	Veículos e peças	120	0.37	0.21	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

O teste de Kruskal Wallis do igc1, segundo os setores Econômica, sugeriu que há diferenças significativas nas médias deste indicador entre os setores.

Conforme a Tabela 23, para o igc1, as médias mais elevadas se encontram nos setores de mineração (0,55) e papel e celulose (0,53) e as menores médias, nos setores de agro e pesca (0,33) e química (0,34). Quanto aos desvios, os setores com maior variabilidade são:

mineração (0,28) e veículos e peças (0,21). Já os ramos com menores desvios são: têxtil (0,11) e energia elétrica (0,12).

Verificou-se certa uniformidade entre os três índices (igc14, igcx e igc1) já que em todos eles o setor de papel e celulose se destacou e o de agro e pesca apresentou baixos índices de governança (TAB. 21, 22 e 23).

Tabela 23 – Descrição do igc1 considerando os setores Econômica

Setor	Nome do setor	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
1	Agro e pesca	26	0.33	0.16	0.11	0.63
2	Alimentos e bebidas	117	0.38	0.19	0.04	1
3	Comércio	110	0.40	0.17	0.11	0.88
4	Construção	121	0.38	0.14	0.02	0.74
5	Eletroeletrônicos	58	0.35	0.16	0.10	0.81
6	Energia elétrica	268	0.35	0.12	0	0.79
7	Máquinas industriais	34	0.39	0.13	0.21	0.68
8	Mineração	24	0.55	0.28	0.14	1
9	Minerais não metálicos	30	0.38	0.14	0.18	0.68
10	Outros	349	0.37	0.15	0	0.81
11	Papel e celulose	29	0.53	0.16	0.20	0.79
12	Petróleo e gás	34	0.38	0.15	0.19	1
13	Química	117	0.34	0.15	0	0.84
14	Siderurgia e metalurgia	204	0.34	0.13	0.08	0.74
15	Software e dados	20	0.48	0.17	0.28	0.85
16	Telecomunicações	113	0.44	0.17	0.07	0.83
17	Têxtil	170	0.34	0.11	0.10	0.71
18	Transporte e serviços	86	0.39	0.20	0.03	0.85
19	Veículos e peças	120	0.36	0.21	0.08	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Passa-se a analisar os índices de governança em função da identidade do controlador das empresas (TAB. 24).

Tabela 24 – Descrição do igc14 considerando a identidade do controlador

Tipo	Controlador	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
1	Indivíduos ou famílias	1092	0.40	0.18	0	1
2	Investidores institucionais	75	0.46	0.22	0	1
3	Estrangeiros	175	0.41	0.18	0	1
4	Empresas privadas nacionais	347	0.45	0.19	0	1
5	Governo	135	0.42	0.17	0	0.77
6	Maior acionista não controla	204	0.40	0.20	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

O teste de Kruskal Wallis do igc14 (valor p de 0,0001), quando se usa o critério de agrupamento por identidade do controlador, constatou que há diferenças significativas nas médias do índice entre os tipos de controladores.

As empresas cujo controlador é(são) investidor(es) institucional(is) apresentaram maior média no igc14 (0,46), resultado similar ao encontrado por Correia (2008). A menor média do índice se encontrou em empresas familiares (0,40). Quanto às variabilidades, a maior está também nas empresas controladas por investidores institucionais (0,22) e a menor nas empresas governamentais (0,17).

O teste de Kruskal Wallis do igcx (valor p de 0,0001), quando se usa o critério de agrupamento por identidade do controlador, constatou que há diferenças significativas nas médias do índice entre os tipos de controladores (TAB. 25).

Tabela 25 – Descrição do igcx considerando a identidade do controlador

Tipo	Controlador	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
1	Indivíduos ou famílias	1092	0.35	0.16	0	0.98
2	Investidores institucionais	75	0.44	0.21	0	1
3	Estrangeiros	175	0.39	0.18	0	1
4	Empresas privadas nacionais	347	0.40	0.18	0	1
5	Governo	135	0.38	0.14	0.03	0.80
6	Maior acionista não controla	204	0.42	0.20	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para o igcx, observou-se que a média e o desvio padrão mais elevados foram obtidos para as empresas controladas por investidores institucionais (0,44 e 0,21, respectivamente). A média mais baixa está nas empresas familiares (0,35), conforme Correia (2008). O menor desvio foi obtido nas empresas governamentais (0,14).

O teste de Kruskal Wallis do igc1 (valor p de 0,0001), quando se usa o critério de agrupamento por identidade do controlador, indicou que há diferenças significativas nas médias do índice entre os tipos de controladores. A estatística descritiva por controlador para o igc1 apresentou resultado bastante similar à estatística do igcx, corroborando Correia (2008), tendo os mesmos tipos de controladores apresentado maiores médias e desvios (TAB. 26).

Tabela 26 – Descrição do igc1 considerando a identidade do controlador

Tipo	Controlador	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
1	Indivíduos ou famílias	1092	0.35	0.14	0	0.88
2	Investidores institucionais	75	0.48	0.19	0.03	1
3	Estrangeiros	175	0.40	0.16	0.05	1
4	Empresas privadas nacionais	347	0.38	0.17	0	1
5	Governo	135	0.37	0.13	0.11	0.79
6	Maior acionista não controla	204	0.44	0.18	0.12	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Em seu trabalho sobre governança, risco e valor de mercado, Lameira (2007) deixa como sugestões para futuras pesquisas que se segreguem as empresas dos setores de *commodities* das empresas dos demais setores, pois se supõe que as primeiras devem possuir maior transparência de suas operações, devido ao fato de trabalharem com parâmetros de preços e custos internacionais conhecidos e amplamente divulgados. A partir daí, decidiu-se investigar neste estudo se o fato de ser uma empresa de *commodities* influencia a governança corporativa. Classificou-se a amostra por este critério. Pelos dados da estatística descritiva, têm-se os resultados da Tabela 27.

Tabela 27 – Descrição dos índices de governança considerando a variável *commodities*

Índice	Empresa de commodities? Sim (1), Não (0)	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Igc14	1	409	0.4100	0.17	0	0.91
Igcx	1	409	0.3800	0.16	0	1
Igc1	1	409	0.3700	0.15	0	1
Igc14	0	1621	0.4211	0.19	0	1
Igcx	0	1621	0.3799	0.18	0	1
Igc1	0	1621	0.3762	0.16	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para o igc14, considerando o fato de a empresa ser de *commodities* ou não, o teste de Kruskal Wallis constatou que há diferenças nas médias do índice. Para o igcx, obteve-se o mesmo resultado (há diferenças nas médias do índice). Por sua vez, para o igc1, este teste não rejeitou H₀ (valor p de 0,4419). Isto é, não há diferenças significativas nas médias do igc1 por este critério.

Para o igcx, a média foi praticamente igual entre as empresas com ou sem *commodities*. Dado o igc14, a média do índice foi menor para empresas que têm *commodities* como produto básico (TAB. 27), contrariando a suposição de Lameira (2007).

Outro critério de agrupamento utilizado para descrever os índices de governança foi a adesão aos níveis de GC da bolsa. Buscou-se, então, responder à seguinte pergunta: o fato de a empresa analisada estar classificada em um dos níveis diferenciados de GC da BM&FBovespa influenciou os índices de governança calculados nesta investigação? Sabe-se que a BM&FBovespa instituiu, em 2001, três níveis de governança: nível 1, nível 2 e Novo Mercado. A amostra foi classificada com base nestes níveis.

Os testes de Kruskal Wallis rejeitam H₀ para todos os índices de governança do estudo (valor p de 0,0001 para os três índices). Logo, há diferenças significativas nas médias dos índices igc14, igcx e igc1 quando se consideram os NDGC da BM&FBovespa.

Ao analisar o *igc14*, verificou-se que entre as empresas do Novo Mercado (nível 3), a média do índice foi superior às empresas do mercado tradicional (nível 0). As empresas do nível 2 apresentaram a maior média do índice, seguidas das empresas do nível 1 e empresas do Novo Mercado.

Ao analisar o *igcx*, verificou-se que as empresas do Novo Mercado apresentaram maior média que as empresas do mercado tradicional. As empresas do nível 2 obtiveram a maior média do *igcx*, seguidas pelo nível 1 (TAB. 28).

Tabela 28 – Descrição dos índices de governança considerando a variável adesão aos NDGC

Índice	Empresa está nos NDGC? Não (0), Sim (1, 2 ou 3)	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
<i>Igc14</i>	0	1480	0.40	0.18	0	1
<i>Igcx</i>	0	1480	0.34	0.16	0	1
<i>Igc1</i>	0	1480	0.33	0.14	0	1
<i>Igc14</i>	1	160	0.51	0.18	0.08	0.91
<i>Igcx</i>	1	160	0.48	0.19	0.02	1
<i>Igc1</i>	1	160	0.46	0.17	0.18	1
<i>Igc14</i>	2	62	0.61	0.19	0.19	1
<i>Igcx</i>	2	62	0.53	0.14	0.24	1
<i>Igc1</i>	2	62	0.43	0.09	0.25	0.62
<i>Igc14</i>	3	319	0.41	0.16	0	1
<i>Igcx</i>	3	319	0.46	0.15	0.04	1
<i>Igc1</i>	3	319	0.51	0.13	0.23	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

No que se refere ao *igc1*, notou-se que as empresas do Novo Mercado obtiveram a melhor média (0,51), seguidas das empresas do nível 1, do nível 2 e do nível 0 (mercado tradicional), com média de 0.33.

Buscou-se verificar se o tempo (em anos) de abertura de capital³⁰ da empresa na BM&FBovespa tem relação com a qualidade de sua governança. Os dados mostraram que 50,15% das observações analisadas possuem 14 anos de abertura de capital na bolsa ou menos. De outro lado, 49,85% da amostra possuem entre 14 e 77 anos de tempo de abertura de capital (TAB. 29).

A aplicação do teste de Kruskal Wallis revelou que há diferenças estatisticamente significativas nas médias do *igc14*, *igcx* e *igc1* quando se considera a idade das empresas (valores p de 0,0001 em todos os testes).

³⁰ Essa variável foi denominada de “idade” nesta pesquisa.

Tabela 29 – Descrição dos índices de governança considerando a variável idade

Índice	Tempo de abertura de capital (idade)	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Igc14	Idade <= 14	977	0.4418	0.1956	0	1
Igcx	Idade <= 14	977	0.4174	0.1863	0	1
Igc1	Idade <= 14	977	0.4162	0.1737	0	1
Igc14	Idade > 14	1053	0.3994	0.1833	0	1
Igcx	Idade > 14	1053	0.3480	0.1645	0	1
Igc1	Idade > 14	1053	0.3403	0.1443	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Considerando o igc14, as empresas com menor tempo de abertura de capital ("mais novas" na bolsa) apresentaram maior índice médio de governança (0,44 contra 0,39). Considerando o igcx, as empresas "mais novas" obtiveram média mais elevada no índice (0,41 contra 0,34). Para o igc1, foi obtido resultado similar.

Em seguida, buscou-se analisar as médias dos índices de governança em função das vantagens atribuídas às ações preferenciais (prioridade no reembolso de capital, direito de voto de ações preferenciais, *payout* e emissão de ADRs).

Os testes de Kruskal Wallis constataram que para os três índices há diferenças significativas nas médias, segundo o critério PRC. Considerando o igc14, a média do índice das observações em que as ações preferenciais têm PRC é superior às demais (0,47 contra 0,35). Analisando o igcx, a média do índice das observações em que as ações preferenciais têm essa vantagem é também superior às restantes (0,38 contra 0,37). Observando o igc1, a média do índice das observações com PRC = 1 é inferior às outras (0,35 contra 0,40) (TAB. 30).

Tabela 30 – Descrição dos índices de governança considerando a variável PRC

Índice	Prioridade no reembolso de capital (PRC)	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Igc14	0	923	0.3502	0.1696	0	0.99
Igcx	0	923	0.3759	0.1816	0	1
Igc1	0	923	0.4027	0.1663	0	1
Igc14	1	1107	0.4779	0.1875	0	1
Igcx	1	1107	0.3860	0.1762	0	1
Igc1	1	1107	0.3553	0.1581	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

No que se refere ao direito de voto das ações preferenciais (DV_AP), segundo o teste de Kruskal Wallis, para todos os índices há diferenças significativas nas médias quando o critério é a empresa possuir ou não DV_AP (TAB. 31).

Tabela 31 – Descrição dos índices de governança considerando a variável DV_AP

Índice	DV_AP	N	Média	Desvio	Mínimo	Máximo
Igc14	0	1836	0.4018	0.1792	0	1
Igcx	0	1836	0.3682	0.1701	0	1
Igc1	0	1836	0.3720	0.1600	0	1
Igc14	1	190	0.5948	0.2074	0.12	1
Igcx	1	190	0.5089	0.2072	0	1
Igc1	1	190	0.4246	0.1893	0.02	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para o igc14, o índice médio das empresas que oferecem aos acionistas preferenciais o direito de voto é 48% maior do que o índice daquelas que não oferecem este direito. Para o igcx, o índice médio das empresas cujo DV_AP = 1 é 38% mais elevado em relação às demais empresas. Para o igc1, o índice médio das empresas em que esse direito está presente é 14% maior.

Buscou-se, ainda, verificar se as empresas que emitem ADR diferem das demais em termos de qualidade da governança. Segundo o teste de Kruskal Wallis, para todos os índices há diferenças significativas nas médias quando se adota o critério de agrupamento emissão de ADRs níveis 2 e 3 (TAB. 32).

Tabela 32 – Descrição dos índices de governança considerando a variável ADR

Índice	Emissão de ADRs (Sim-1; Não-0)	N	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Igc14	0	1827	0.3989	0.1768	0	1
Igcx	0	1827	0.3594	0.1638	0	1
Igc1	0	1827	0.3560	0.1485	0	1
Igc14	1	203	0.6078	0.2057	0	1
Igcx	1	203	0.5793	0.1857	0.14	1
Igc1	1	203	0.5644	0.1728	0.24	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para todos os índices médios de governança calculados, considerando as empresas que emitem ADRs, os índices foram mais elevados, sendo elevações de: igc14 (52%), igcx (61%) e igc1 (58%), respectivamente.

Voltando o foco para o *payout*, transformou-se a variável segmentando as empresas que distribuíram ou não dividendos no período. De acordo com os testes de Kruskal Wallis, para todos os índices de governança há diferenças significativas nas médias quando se considera o critério *payout* nos agrupamentos (TAB. 33).

Para todos os índices médios de governança houve crescimento quando se consideram empresas que distribuem dividendos em relação às empresas que não distribuem (*payout* de zero), respectivamente: 12,62% (igc14), 20,38% (igcx) e 19,36% (igc1). Isso indica que as

empresas que distribuem dividendos (*payout* maior que zero) possuem indicadores de governança mais elevados (TAB. 33).

Tabela 33 – Descrição dos índices de governança considerando a variável *payout*

Índice	<i>Payout</i>	N	Média	Desvio	Mínimo	Máximo
Igc14	= 0	747	0.3897	0.1783	0	1
Igcx	= 0	747	0.3394	0.1621	0	1
Igc1	= 0	747	0.3367	0.1525	0	1
Igc14	>0	1210	0.4389	0.1957	0	1
Igcx	>0	1210	0.4086	0.1835	0	1
Igc1	>0	1210	0.4019	0.1660	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Após a descrição dos mecanismos e índices de GC, passa-se ao estudo da importância relativa das dimensões de GC no período de 2000 a 2009.

4.2 Análise da relevância dos mecanismos de governança corporativa ao longo do período investigado

4.2.1 Importância relativa dos mecanismos que compõem o índice de governança corporativa

Os dados revelaram que as empresas analisadas possuem um índice de qualidade da governança (igc14) médio igual a 0,42, com desvio padrão de 0,19, variando no intervalo de 0 a 1. No item 3.2, foi apresentado o procedimento de construção dos índices de governança. Toda a variabilidade dos dados foi preservada e nenhuma informação foi descartada. Os pesos das variáveis no índice foram determinados por meio da substituição dos componentes principais na equação do índice. Assim, a partir dos cálculos apresentados em 3.2, foi possível obter o peso de cada variável na composição do índice, isto é, sua importância relativa. Os pesos foram padronizados de modo que o valor máximo deles fosse 1 e o mínimo, 0. O cálculo do valor relativo de cada peso possibilitou apurar as variáveis e dimensões que mais contribuem para o valor total do índice de qualidade da governança. Destaca-se que os cálculos realizados em 3.2 levaram em consideração todas as variáveis de governança desta pesquisa. A partir desses cálculos, chegou-se à Tabela 34.

Tabela 34 – Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança das empresas

Indicador	Mecanismo de GC	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VAR_REM	Comp. aos gestores	16.24%	6.66%	8.95%	38.52%	3.13%	0.00%	0.00%	26.41%	4.92%	11.87%
REM	Comp. aos gestores	4.77%	5.33%	4.13%	3.43%	2.02%	4.21%	5.64%	3.02%	3.33%	4.66%
P_LUCRO	Comp. aos gestores	6.61%	5.73%	5.79%	3.43%	5.84%	4.92%	5.42%	5.72%	5.22%	5.46%
PL_OP	Comp. aos gestores	10.22%	7.64%	8.21%	10.37%	6.00%	8.96%	7.77%	2.05%	6.65%	6.97%
TAM_CA	Conselho de adm.	5.06%	5.61%	4.36%	3.36%	2.11%	4.17%	5.81%	3.63%	3.50%	4.51%
GIC	Conselho de adm.	4.33%	5.38%	0.00%	0.00%	0.00%	18.93%	7.83%	7.56%	13.27%	4.02%
SEP_PCEO	Conselho de adm.	6.73%	7.44%	5.67%	3.76%	3.05%	6.56%	6.38%	5.70%	7.31%	5.68%
DCONT	Estr. de propr.	4.83%	5.42%	4.27%	3.56%	2.31%	4.37%	5.83%	3.31%	3.42%	4.82%
DSFC	Estr. de propr.	4.87%	5.35%	4.21%	3.51%	2.13%	4.29%	5.73%	3.34%	3.50%	4.97%
PAYOUT	Prot. aos minorit.	0.00%	0.00%	17.77%	3.41%	34.90%	13.76%	8.47%	14.35%	29.13%	0.00%
ADR	Prot. aos minorit.	6.48%	6.43%	5.52%	2.65%	6.40%	5.28%	9.23%	0.00%	0.00%	16.41%
DV_AP	Prot. aos minorit.	2.96%	8.44%	0.28%	2.22%	7.39%	3.36%	6.48%	12.56%	5.27%	7.71%
PRC	Prot. aos minorit.	5.09%	6.08%	5.37%	3.87%	2.75%	6.04%	9.06%	2.82%	2.69%	9.71%
TRANSP1	Transparência	4.53%	11.16%	12.39%	8.54%	5.57%	4.81%	5.05%	3.41%	3.18%	3.49%
TRANSP2	Transparência	12.06%	7.75%	8.72%	4.59%	12.81%	5.49%	5.54%	3.00%	4.80%	4.46%
TRANSP3	Transparência	5.22%	5.58%	4.34%	4.79%	3.60%	4.85%	5.77%	3.14%	3.81%	5.26%

Fonte: Resultados da pesquisa.

A partir dos dados da Tabela 34, foi possível elaborar a Tabela 35, na qual consta a importância relativa de cada dimensão ou mecanismo de governança deste estudo, analisando cada ano separadamente. A análise foi realizada em base anual, devido ao fato de que nesta investigação buscou-se verificar o impacto da governança em momentos econômicos distintos (crises locais, não crise e crise global).

Tabela 35 – Importância relativa dos mecanismos de governança das empresas no período 2000-2009

Mecanismos de GC/Anos	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Compensação aos gestores	37.8%	25.4%	27.1%	55.7%	17.0%	18.1%	18.8%	37.2%	20.1%	29.0%
Conselho de administração	16.12%	18.43%	10.03%	7.12%	5.16%	29.66%	20.02%	16.89%	24.08%	14.20%
Estrutura de propriedade e controle	9.70%	10.78%	8.48%	7.07%	4.43%	8.66%	11.56%	6.64%	6.91%	9.79%
Proteção aos acionistas minoritários	14.5%	20.9%	28.9%	12.2%	51.4%	28.4%	33.2%	29.7%	37.1%	33.8%
Transparência das informações publicadas	21.80%	24.49%	25.46%	17.91%	21.98%	15.15%	16.36%	9.54%	11.80%	13.22%

Fonte: Resultados da pesquisa.

A partir da Tabela 35, foi possível elaborar o Gráfico 1, que representa a evolução dos mecanismos de GC ao longo dos anos. Nele, nota-se que o mecanismo “estrutura de propriedade e controle” foi o menos relevante em todos os anos investigados (variando de 4,43% de importância relativa em 2004 para 11,56% em 2006). A dimensão “conselho de administração” foi a segunda menos relevante, variando de 7,12% de importância em 2003 para 29,66% em 2005. O mecanismo “transparência das informações publicadas” mostrou-se um pouco mais constante que os outros e com tendência de queda, tendo apresentado importância de 25,46% em 2002 (ano com o indicador mais elevado), indo para 9,54% em 2007 (ano com o indicador mais baixo). Quanto à dimensão “proteção aos acionistas minoritários”, houve grande variação, principalmente de 2003 a 2004, passando de 12,2% em 2003 para 51,4% em 2004.

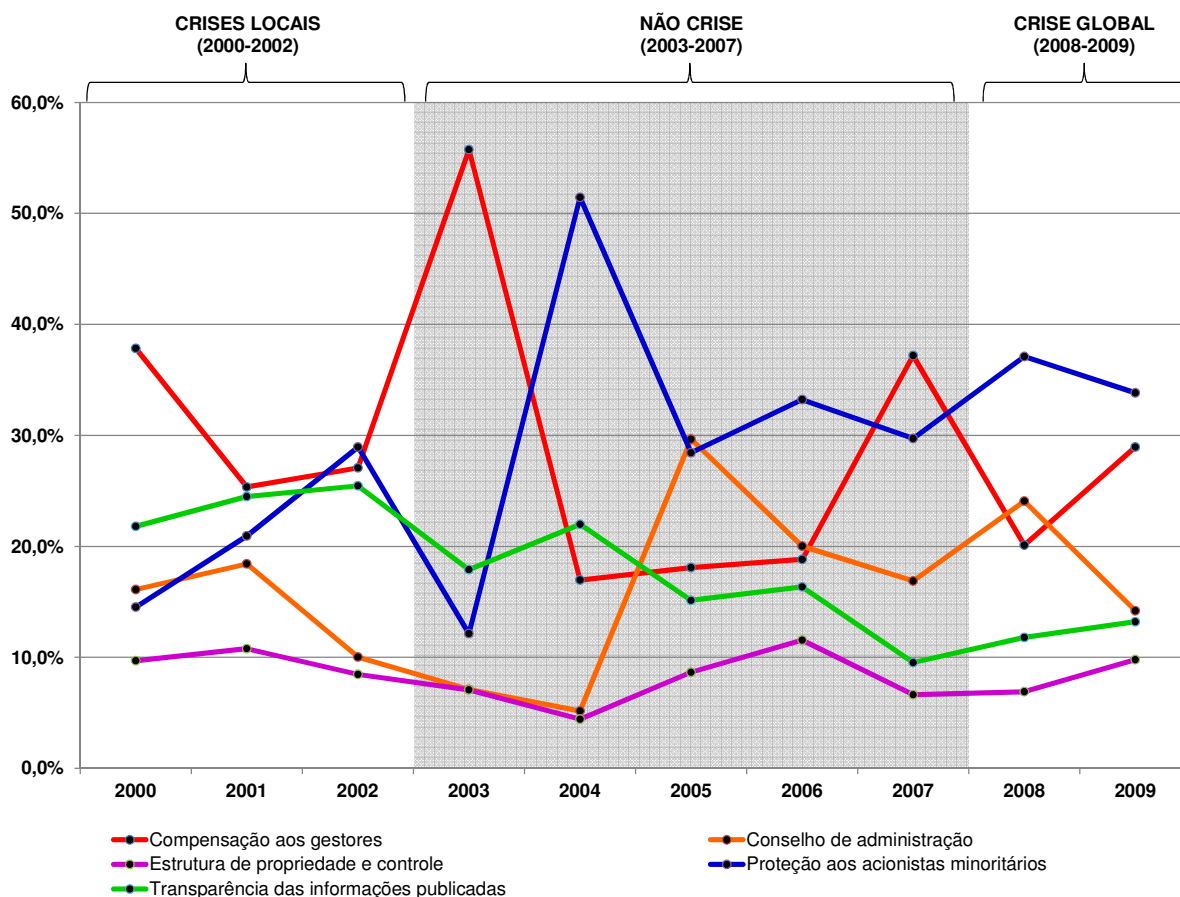


Gráfico 1 – Evolução dos mecanismos de governança no período investigado (2000-2009)

Fonte: Resultados da pesquisa.

Voltando o foco para a “compensação dos gestores”, o comportamento do mecanismo se mostrou oposto à “proteção aos minoritários”, ocorrendo grande variação nos mesmos anos, mas contrária, passando de 55,7% em 2003 para 17% de importância relativa em 2004.

Essa tendência de comportamento oposto entre as duas últimas dimensões (proteção e compensação) foi observada em quase todos os anos. Enquanto uma dimensão assumiu alta importância em certo ano, a outra assumiu baixa importância, e assim sucessivamente em todo o período investigado.

Em seguida, utilizou-se o índice de governança médio anual (contendo todos os indicadores) para realizar uma ponderação das importâncias relativas, visando possibilitar uma análise por período de crise do estudo. Dessa forma, ponderaram-se as importâncias relativas anuais dos indicadores de governança pela média do índice de governança anual e calculou-se a média ponderada para cada período de crise e de não crise, obtendo como resultado os dados apresentados na Tabela 36.

Tabela 36 – Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança das empresas, por período de crise e de não crise

Indicadores	Mecanismos de GC	Crises locais	Não crise	Crise global	Todo período
DCONT	Estrutura de propriedade e controle	4,77%	3,88%	4,03%	4,16%
DSFC	Estrutura de propriedade e controle	4,75%	3,80%	4,14%	4,13%
TAM_CA	Conselho de administração	4,94%	3,81%	3,94%	4,14%
GIC	Conselho de administração	2,91%	6,57%	9,23%	6,24%
VAR_REM	Compensação aos gestores	10,70%	13,20%	7,95%	11,27%
REM	Compensação aos gestores	4,67%	3,67%	3,91%	4,00%
PAYOUT	Proteção aos minoritários	7,01%	15,16%	16,42%	13,30%
SEP_PCEO	Conselho de administração	6,51%	5,02%	6,60%	5,80%
ADR	Proteção aos minoritários	6,09%	4,93%	7,16%	5,78%
DV_AP	Proteção aos minoritários	3,42%	6,19%	6,34%	5,49%
P_LUCRO	Compensação aos gestores	6,04%	5,04%	5,32%	5,38%
PL_OP	Compensação aos gestores	8,71%	7,21%	6,79%	7,51%
PRC	Proteção aos minoritários	5,48%	4,97%	5,76%	5,30%
TRANSP1	Transparência	9,48%	5,58%	3,32%	6,07%
TRANSP2	Transparência	9,55%	6,49%	4,65%	6,86%
TRANSP3	Transparência	4,97%	4,47%	4,45%	4,60%

Fonte: Resultados da pesquisa.

A partir dos dados da Tabela 36, elaborou-se a Tabela 37, que consolida os mecanismos ou dimensões de governança por período econômico investigado.

Tabela 37 – Importância relativa dos mecanismos de governança segundo os períodos de crises e de não crise

Mecanismos de GC	Crises locais	Não crise	Crise global	Todo período
Compensação aos gestores	30,13%	29,12%	23,97%	28,15%
Conselho de administração	14,36%	15,40%	19,77%	16,18%
Estrutura de propriedade e controle	9,52%	7,69%	8,17%	8,29%
Proteção aos acionistas minoritários	22,00%	31,24%	35,67%	29,86%
Transparência das informações publicadas	24,00%	16,54%	12,42%	17,53%

Fonte: Resultados da pesquisa.

A partir da Tabela 37, foi possível elaborar o Gráfico 2, que representa a evolução dos mecanismos de governança de acordo com os períodos de crise e de não crise.

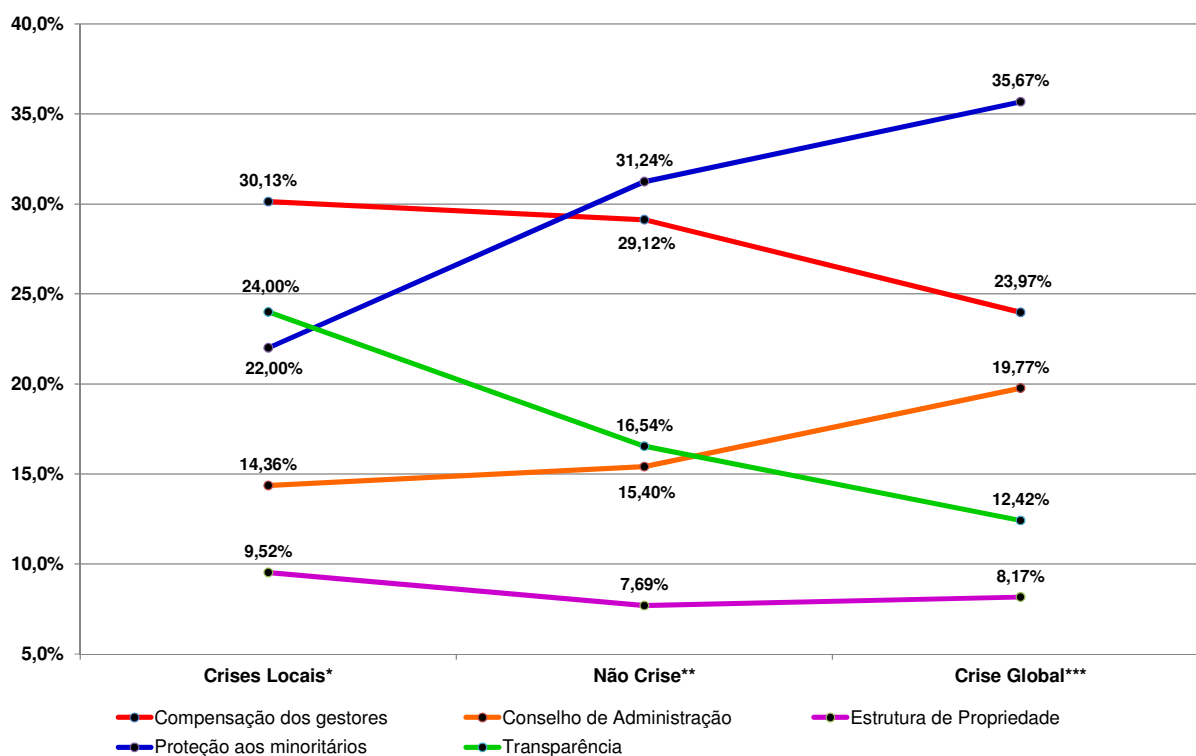


Gráfico 2 – Evolução dos mecanismos de governança por períodos de crises e de não crise

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota: * Crises Locais: de 2000 a 2002; ** Não Crise: de 2003 a 2007; *** Crise Global: de 2008 a 2009.

A análise do Gráfico 2 permite concluir que a estrutura de propriedade e controle foi o mecanismo menos relevante em todo o período, tendo apresentado redução de sua importância nos períodos de não crise e de crise global. Considerando apenas o período de crises locais (2000-2002), o segundo mecanismo menos importante foi o conselho de administração (14,36%). A dimensão mais importante neste período foi compensação aos

gestores (30,13%) e a segunda mais importante foi transparência (24%). No que se refere ao período de não crise (2003-2007), o mecanismo mais relevante foi proteção aos minoritários (31,24%), seguida de compensação aos gestores (29,12%). A transparência perdeu relevância no período de não crise, passando para 16,54%. Analisando o período de crise global (2008-2009), o mecanismo mais importante foi proteção aos minoritários (35,67%). A segunda dimensão mais relevante foi compensação aos gestores (23,97%) e a terceira foi conselho de administração (19,77%). A transparência apresentou grande redução de importância, passando para 12,42% no período de crise global.

O Gráfico 3 foi elaborado com o objetivo de visualizar qual mecanismo foi predominante em cada período econômico em relação ao período total do estudo (2000-2009).

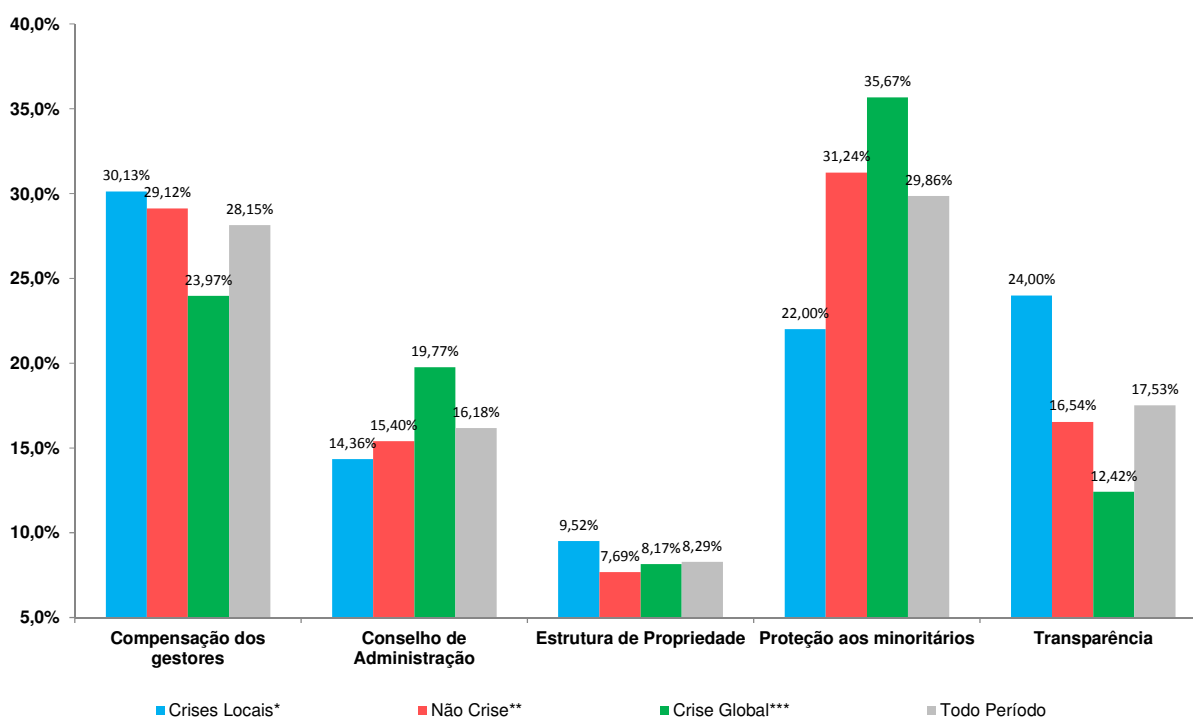


Gráfico 3 – Evolução dos mecanismos de governança por período econômico e sua relação com o período total

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota: * Crises Locais: de 2000 a 2002; ** Não Crise: de 2003 a 2007; *** Crise Global: de 2008 a 2009.

Observa-se no Gráfico 3 que a compensação aos gestores é mais importante nos períodos de crises locais (30,13%) e de não crise (29,12%) em relação à análise do período total (28,15%). De outro lado, no período de crise global, este mecanismo foi menos importante (23,97%). Para o conselho de administração, destacou-se o período de crise global, em que esta dimensão assumiu a maior relevância em relação ao período total (19,77%). Nos

períodos de crises locais e de não crise, a relevância do conselho foi menor que quando se considera o período total. No que tange à estrutura de propriedade, o período em que ela foi mais importante foi na crises locais (9,52%), percentual acima do período total (8,29%). Analisando a proteção aos minoritários, ela foi mais significativa no período de crise global (35,67%) e no período de não crise (31,24%). Na crises locais, essa dimensão se mostrou menos importante do que no período total. Sobre a transparência, ela foi mais relevante durante a crises locais (24%), seguida pelo período total (17,53%). Durante a crise global, a transparência se mostrou pouco importante (12,42%).

4.2.2 Análise de regressão e teste de Chow

Neste item serão apresentados os resultados dos modelos estimados, envolvendo inicialmente a análise de regressão com dados em painel e os testes de diagnóstico, em especial, os testes de Hausman, testes de heterocedasticidade e autocorrelação, testes de Hansen, testes de endogeneidade, testes de Chow e as principais constatações do estudo.

Destaca-se que no Apêndice deste estudo, nas Tabelas E, F, G e H estão apresentadas as correlações entre as principais variáveis investigadas e a estatística descritiva das variáveis dependentes de desempenho/valor/risco. A Tabela I apresenta a legenda com a terminologia utilizada para nomear as variáveis utilizadas nos modelos de regressão.

4.2.2.1 Análise do relacionamento entre o índice de governança e a performance financeira das empresas

4.2.2.1.1 Índice de governança e indicador de performance contábil

Na Tabela 38, encontram-se os resultados dos modelos que estimaram a relação entre governança e desempenho contábil. No primeiro modelo, estimou-se o IPC5 (indicador de performance contábil, formado por cinco variáveis de desempenho conforme apresentado em 3.5.1.1) em função do igc14 (índice de qualidade da governança, composto pelos 14 indicadores, apresentados na Figura 2), adicionando as variáveis de controle pertinentes, conforme 3.5.3.1. No segundo modelo, o IPC5 foi estimado em função do igcx (índice de qualidade da governança que considera os componentes principais com *eigenvalue* maior que 1). Por fim, o último modelo estima o IPC5 em função do igc1 (índice de qualidade da governança que considera a primeira componente principal).

A partir da Tabela 38, nota-se que os efeitos individuais se mostraram importantes em todas as especificações e que o problema da heterocedasticidade ficou evidente em todos os modelos, mas não se percebeu autocorrelação em nenhum deles. O teste de endogeneidade de

Baum, Shaffer e Stillman (2007) apontou que as variáveis de governança são exógenas nos três modelos estimados. Dessa forma, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* da matriz de covariância dos coeficientes.

Tabela 38 – Associação entre os índices de governança e IPC5

Variável	(1) IPC5	(2) IPC5	(3) IPC5
igc14	-0.0861		
ades1	-0.0191	-0.0248	-0.0315
ades2	-0.0156	-0.0288	-0.0245
ades3	0.0120	0.0085	-0.0088
Logvm	0.0513	0.0517	0.0488
logvpap	-0.0058	-0.0063	-0.0065
igc14_d1	0.1628		
igc14_d2	0.0915		
d1	0.6188*	0.6161**	0.5664*
ades1_d1	0.0797	0.0831	0.0946
ades2_d1	-0.0981	-0.0969	-0.0887
ades3_d1	0.1551***	0.1600***	0.1867***
logvm_d1	-0.0304	-0.0256	-0.0245
logvpap_d1	-0.0191	-0.0183	-0.0172
d2	-0.2541	-0.2691	-0.3166
ades1_d2	-0.0444	-0.0517	-0.0673
ades2_d2	-0.0593	-0.0644*	-0.0794*
ades3_d2	0.0276	0.0194	-0.0393
logvm_d2	-0.0077	-0.0074	-0.0084
logvpap_d2	0.0099	0.0106	0.0106
Igcx		0.0175	
igcx_d1		0.0593	
igcx_d2		0.1046	
igc1			0.1513
igc1_d1			0.1060
igc1_d2			0.2358
constante	-0.1544	-0.1870	-0.2126
Ll	-3.8e+02	-3.8e+02	-3.8e+02
N	1149	1149	1149
N_g (número de grupos)	240	240	240
F	2,56	2,65	2,42
P	0,0004	0,0003	0,0009
Teste de Hausman (valor p)	0,0029	0,3552	0,0948
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,4920	0,5030	0,5250
Teste de Hansen (valor p)	0,7309	0,1033	0,9205
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,2516	0,7596	0,7251
Teste de Chow (d1) – valor p	0,0058	0,0066	0,0035
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0286	0,0068	0,0054
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,0002	0,0001	0,0001

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (2) e (3), o teste de Hausman não permite diferenciar entre efeitos fixos e aleatórios. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas em todas as especificações. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) não permite rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados para os três modelos e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) evidencia a exogeneidade das variáveis de governança. Os testes de Chow para os três regimes (crises locais – d1; crise global – d2 e crise geral – d1, d2) rejeitam a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para não crise.

Como resultados, voltando o foco para o modelo que relaciona o IPC5 ao *igc14*, observou-se que não houve relações significativas entre as principais variáveis (governança e performance), contrariando a hipótese H1 desta pesquisa (“Quanto maior o nível de governança, maior o desempenho”). Destaca-se que Correia (2008) também não obteve relação significativa entre performance contábil e governança corporativa quando se supôs a endogeneidade do índice de governança.

No que se refere, todavia, aos indicadores dos períodos de crise, observaram-se coeficientes estatisticamente significativos, em especial para as variáveis que representam a adesão aos NDGC da BM&FBovespa. Para a *dummy* de crises locais (*d1*), que revelou associação positiva e significativa com o desempenho, percebeu-se que o IPC5 captou positivamente as mudanças ocorridas em períodos de instabilidade (2000-2002).

A metodologia do teste de Chow foi então utilizada conforme explicado em 3.4, com o objetivo de verificar uma possível descontinuidade ou ruptura nos modelos de regressão. Destaca-se que a hipótese nula deste teste afirma que não há ruptura estrutural quando se passa de um período de crise para um período de não crise. Foram efetuados três testes de Chow, sendo um para crises locais (*d1*), um para crise global (*d2*) e um para crise geral (*d1* e *d2*). Todos rejeitaram a hipótese nula, constatando que há rupturas estruturais nos três momentos. Quanto aos termos de interação, a variável *ades3_d1* revelou relação positiva com o IPC5. Isto é, as empresas que pertencem ao Novo Mercado tiveram IPC5 mais elevado no período de crises locais.

Em relação aos modelos com *igcx* e *igc1*, os resultados foram similares, exceto pelo fato de que apresentaram mais uma variável interagida significativa em ambos: *ades2_d2*, com sinal negativo, indicando que as empresas que fazem parte do nível 2 de GC revelaram desempenho contábil mais baixo em períodos de crise global.

4.2.2.2 Análise do relacionamento entre o índice de governança e o valor de mercado das empresas

4.2.2.2.1 Índice de governança e Q de Tobin

Na Tabela 39, encontram-se os modelos que estimaram a relação entre governança e valor de mercado medido pelo Q de Tobin. No primeiro modelo, estimou-se o Q de Tobin em função do *igc14*, acrescentando as variáveis de controle pertinentes. No segundo modelo, a variável dependente foi estimada em função do *igcx*. Por fim, o último modelo estima o Q de Tobin em função do *igc1*.

Tabela 39 – Associação entre os índices de governança e Q de Tobin

Variável	(1) Q_TOBIN	(2) Q_TOBIN	(3) Q_TOBIN
igc14	-1.4413		
ades1	-0.0081	0.0121	0.1454
ades2	0.1031	0.0930	-0.0353
ades3	0.6135*	0.6103	0.9196**
Af	0.0020	0.0020	0.0018
cresc_ven	-0.0009***	-0.0009***	-0.0007***
Roe	0.0573	0.0623	0.0626
Liqbol	0.0533	0.1159*	0.1166
igc14_d1	-0.2015		
igc14_d2	-5.0450		
d1	-0.6504	-0.7928	-1.2521
ades1_d1	-0.1320	-0.1538	-0.1585
ades2_d1	0.5696	0.4856	0.1428
ades3_d1	-0.1882	-0.2551	-0.6050
af_d1	-0.0048	-0.0047	-0.0046
cresc_ven_d1	0.7003	0.7038	0.7219
roe_d1	1.0733	1.0625	1.0697
liqbol_d1	0.0915	0.0527	0.0159
d2	2.9738	2.1789	3.4587
ades1_d2	-0.4272	-0.5176	-0.3935
ades2_d2	-0.2736	-0.9035*	-0.7881*
ades3_d2	-1.0708***	-1.2486**	-0.0692
af_d2	-0.0021	-0.0022	-0.0019
cresc_ven_d2	-0.6324	-0.4900	-0.5145
roe_d2	-0.0078	-0.0238	-0.0252
liqbol_d2	0.1141	0.0168	0.0711
Igcx		-1.9184*	
igcx_d1		0.4390	
igcx_d2		-3.7157	
igc1			-1.9426
igc1_d1			1.8188
igc1_d2			-6.5651
N	1743	1743	1743
Ll	-5.1e+03	-5.1e+03	-5.1e+03
N_g (número de grupos)	233	233	233
F	13,13	15,65	24,32
P	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman (valor p)	0,4206	0,6376	0,0177
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hansen (valor p)	0,1640	0,4408	0,7499
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,0715	0,8948	0,2947
Teste de Chow (d1) – valor p	0,0408	0,0130	0,0064
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0012	0,0000	0,0646
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (1) e (2), o teste de Hausman não permite diferenciar entre efeitos fixos e aleatórios. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas em todas as especificações. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados para os três modelos e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) evidencia a exogeneidade das variáveis de governança. Os testes de Chow para os três regimes (crises locais – d1; crise global – d2; e crise geral – d1, d2) rejeitam a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para não crise. No caso do modelo (3) para crise global, considera-se uma margem de rejeição de 6,5%.

Os testes de efeitos individuais para todas as especificações revelaram que tais efeitos são significativos. Os testes de Hausman para o *igc14* e o *igcx* não permitiram diferenciar entre o modelo de efeitos fixos e aleatórios e o teste para o *igc1* apontou preferência pelo estimador de efeitos fixos. Foram detectadas heterocedasticidade e autocorrelação em todas as especificações. O teste de endogeneidade apontou que as variáveis de governança são exógenas nos três modelos (TAB. 39). Assim, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* e *bw* para a matriz de covariância dos coeficientes.

Os resultados do modelo que relaciona o Q de Tobin com o *igc14* mostraram uma associação negativa entre esses dois indicadores, ao nível de significância de 9%.³¹ Isto é, contrariando a hipótese H2 desta pesquisa (“Quanto maior o nível de governança, maior o valor de mercado”) e as evidências empíricas sobre o tema (SILVEIRA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; CORREIA, 2008), um aumento no índice de qualidade da governança gerou redução no valor de mercado medido pelo Q de Tobin. Por outro lado, empresas pertencentes ao Novo Mercado apresentaram Q de Tobin mais elevado, enquanto o crescimento de vendas se mostrou inversamente relacionado ao valor de mercado.

Para os indicadores dos períodos de crise, os três testes de Chow (valores p de 0,0408, 0,0012 e 0,0000, respectivamente) revelaram a rejeição da hipótese nula, evidenciando que há quebras estruturais no modelo nos três regimes. Quanto aos termos de interação, a variável *ades3_d2* mostrou direção inversa ao Q de Tobin, indicando que empresas do Novo Mercado apresentam menor Q de Tobin em períodos de crise global.

Voltando o foco para o modelo que associa Q de Tobin ao *igcx*, notou-se, novamente, uma associação negativa entre esses dois indicadores, ao nível de significância de 4%. Dessa forma, não se pôde comprovar a hipótese H2. Por outro lado, a liquidez em bolsa e o fato de pertencer ao Novo Mercado são fatores que se associam positivamente ao valor de mercado, corroborando, por exemplo, Silveira (2004) e Alho (2006). O crescimento das vendas apresentou relação negativa com o Q de Tobin.

Para os indicadores que mensuram as crises, os três testes de Chow (valores p de 0,0130, 0,0000 e 0,0000) rejeitaram fortemente a hipótese nula, evidenciando que há quebras estruturais no modelo, nos três regimes. Quanto aos termos de interação, as variáveis *ades2_d2* e *ades3_d2* revelaram relação inversa com valor de mercado, indicando que as

³¹ Considerou-se o nível de significância de 5%. No entanto, no caso das relações principais da investigação foram apresentados resultados com nível de significância de 10%.

empresas que fazem parte do nível 2 de GC e do Novo Mercado mostram menor Q de Tobin no período de crise global.

No que se refere ao modelo com *igc1*, o índice de governança deixa de guardar relação estatisticamente significativa com o valor de mercado. A única variável com associação positiva com Q de Tobin foi a adesão ao Novo Mercado. As variáveis com relação negativa foram crescimento de vendas e *ades2_d2*. Os testes de Chow (valores p de 0,0064, 0,0646 e 0,0000) rejeitaram a hipótese nula, revelando rupturas estruturais, sendo que para a crise global considerou-se uma margem de nível de significância de 6,5%.

4.2.2.2.2 Índice de governança e market-to-book/PL

Na Tabela 40, apresentam-se os modelos que estimaram a relação entre governança e valor de mercado medido pelo market-to-book/PL (MBPL). Conforme as especificações anteriores, há três modelos que têm o MBPL como variável dependente, sendo um com *igc14* (1), um com *igcx* (2) e um considerando o *igc1* (3).

Conforme as especificações dos modelos anteriores, os efeitos individuais dos modelos foram significativos. Os testes de Hausman para os três índices de governança não permitiram selecionar entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios. O problema da heterocedasticidade foi encontrado em todas as especificações, mas o mesmo não pode ser dito sobre o problema da autocorrelação, que não foi verificado. Os testes de endogeneidade evidenciaram que o *igc14* e o *igcx* são exógenos, mas o *igc1* é endógeno (TAB. 40). Logo, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* para a matriz de covariância dos coeficientes. No caso da variável de governança endógena (*igc1*), foi seguido o procedimento apresentado em 3.3.4.

Para os modelos com *igc14* e *igcx* não foram observadas relações estatisticamente significativas entre os índices de governança e o MBPL. Para ambas as especificações, o crescimento de vendas e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) revelaram associação inversa com o MBPL, indicando que uma elevação nessas variáveis provoca redução no valor de mercado. Quanto aos indicadores dos períodos de crise, os testes de Chow dos três regimes (valores p de 0,0000, 0,0000 e 0,0000, respectivamente) rejeitaram fortemente a hipótese nula, indicando que há rupturas estruturais entre os períodos de crise global e os de não crise e entre os de crises locais e os de não crise.

Tabela 40 – Associação entre os índices de governança e MBPL

Variável	(1) MBPL	(2) MBPL	(3) MBPL
igc14	-0.7258		
ades1	-0.7099	-0.6678	0.7301
ades2	0.7856	0.8751	-2.7962*
ades3	1.5376	1.5886	2.8548*
Af	-0.0099	-0.0098	-0.0204
cresc_ven	-0.0025***	-0.0025***	0.1325
Roe	-1.4546*	-1.4526*	-1.6786**
Liqbol	0.3130	0.3291	0.3841*
igc14_d1	-1.2357		
igc14_d2	-0.0516		
d1	-0.6955	-0.9530	
ades1_d1	-1.1311	-1.1773	
ades2_d1	0.0464	0.0607	
ades3_d1	-1.4696*	-1.6112*	
af_d1	0.0183	0.0182	
cresc_ven_d1	1.1450	1.0988	
roe_d1	-0.9288	-0.9358	
liqbol_d1	0.1509	0.1007	
d2	-0.1274	0.1565	-1.5786
ades1_d2	0.0774	0.2605	-0.8144
ades2_d2	-1.2791	-1.1435	-1.1978
ades3_d2	-0.4413	-0.3778	-0.4278
af_d2	0.0086	0.0085	0.0118
cresc_ven_d2	0.1623	0.2242	0.1615
roe_d2	-1.6119*	-1.6129*	0.4695
liqbol_d2	-0.1517	-0.1169	-0.4663*
Igcx		-1.5790	
igcx_d1		-0.4182	
igcx_d2		-1.0258	
igc1			-15.7233*
igc1_d2			5.3025*
constante	2.4005***	2.5977***	
N	1753	1753	1027
Ll	-5.1e+03	-5.1e+03	-2.6e+03
N_g (número de grupos)	243	243	162
F	58,34	53,32	4,76
P	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman (valor p)	0,2100	0,2000	0,1815
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,2260	0,2200	0,2280
Teste de Hansen (valor p)	0,0463	0,3849	0,1112
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,6775	0,1044	0,0094
Teste de Chow (d1) – valor p	0,0000	0,0000	—
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0000	0,0000	0,4841
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,0000	0,0000	—

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (1), (2) e (3), o teste de Hausman não permite diferenciar entre efeitos fixos e efeitos aleatórios. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas em todas as especificações. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) não permite rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados para os modelos (2) e (3) e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) evidencia a exogeneidade da governança nos modelos (1) e (2). Os testes de Chow para os três regimes, no caso dos modelos (1) e (2), rejeitam a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para não crise. No caso do modelo (3), não se pode dizer que há rupturas estruturais entre o período de crise global (d2) e de não crise. Os testes não conseguem gerar resultados para crises locais (d1) e crise geral (d1, d2), devido à presença de colinearidade entre variáveis.

Quanto às interações, tanto no modelo com *igc14* como no modelo com *igx*, as variáveis *ades3_d1* e *roe_d2* evidenciaram associação inversa com MBPL, indicando que no período de crises locais (*d1*) a condição de adesão ao Novo Mercado (*ades3*) reduz o MBPL e que, no período de crise global (*d2*) uma elevação no ROE provoca redução no valor de mercado. Logo, observa-se que tanto a variável isolada ROE como a variável interada *roe_d2* demonstraram relação inversa com o MBPL (TAB. 40).

Para o modelo com *igc1* (variável endógena) e MBPL, o resultado se mostrou distinto. Corroborando os resultados obtidos para o Q de Tobin, houve relação negativa e significativa entre o *igc1* e o MBPL, contrariando novamente a hipótese H2. No que se refere às variáveis isoladas, a condição de adesão ao nível 2 de governança e o ROE apresentaram relação inversa com MBPL. Por sua vez, a condição de adesão ao Novo Mercado e a liquidez em bolsa se mostraram associadas positivamente ao valor de mercado. Ou seja, empresas situadas no nível 2 de GC mostraram menor MBPL e empresas do Novo Mercado revelaram maior valor medido por este indicador.

Sobre os indicadores dos períodos de crise, o teste de Chow para crises locais não apresentou resultado, devido à presença de colinearidade entre as variáveis. O mesmo ocorreu no teste de Chow para crise geral (*d1*, *d2*). O teste de Chow para crise global (*d2*) apresentou valor p de 0,4841, indicando a não rejeição da hipótese nula. Isto é, não se pode dizer que houve quebras estruturais entre os períodos de crise global e os de não crise. Mesmo com esse resultado, a *dummy* de crise global (*d2*) apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo ao nível de 6%, indicando que nos anos de 2008-2009 houve redução do valor médio do MBPL. Algumas variáveis interadas também mostraram significância ao nível de 5%, por exemplo: *igc1_d2* (sinal positivo), *ades2_d2* (sinal negativo, com 6% de significância) e *liqbol_d2* (sinal negativo).

Destaca-se o resultado obtido para a variável *igc1_d2*, que revela que enquanto o índice de governança isolado se relaciona inversamente com o MBPL, a variável interada entre o índice e a crise global se relaciona diretamente com o valor de mercado. Pode-se inferir que em períodos de crise global (2008-2009) a qualidade da governança apresentou comportamento coerente com a hipótese H2 e com as evidências empíricas sobre o tema (SILVEIRA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; CORREIA, 2008), evidenciando relação positiva com o valor de mercado. Esse resultado também corroborou a hipótese H4 (“As relações entre governança e desempenho/valor/risco diferem-se quanto aos períodos de crise e os de não crise”), já que os resultados foram opostos para *igc1* e *igc1_d2*.

Comparando o período total e o período de crise global, a condição de a empresa aderir ao nível 2 de governança revela o mesmo sentido negativo de relação com o MBPL. Quanto à liquidez em bolsa, o mesmo não pode ser dito: na crise global, seu comportamento se mostra inverso ao MBPL e no período total seu comportamento é direto. A estatística Hansen para este modelo apresentou valor p de 0,1112, evidenciando a validade dos instrumentos adotados.

4.2.2.2.3 Índice de governança e market-to-book/AT

A Tabela 41 apresenta os modelos que estimaram a relação entre governança e valor de mercado medido pelo market-to-book/AT (MBA).

Os efeitos individuais dos modelos se mostraram significativos. Os testes de Hausman para os três índices de governança não permitiram selecionar entre os modelos de efeitos fixos e os de efeitos aleatórios. Foram detectados os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação em todas as especificações. Os testes de endogeneidade evidenciaram que o $igc14$ e o $igc1$ são variáveis endógenas, enquanto o $igcx$ é exógeno (TAB. 41).

Os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* e *bw* para a matriz de covariância dos coeficientes. No caso das variáveis endógenas ($igc14$ e $igc1$), foi seguido o procedimento apresentado em 3.3.4.

Como resultados, para o modelo entre $igc14$ e MBA, o índice de qualidade da governança se mostrou negativo e significativo, indicando uma relação inversa entre governança e valor de mercado. Tal resultado corroborou os anteriores (Q de Tobin e MBPL), contrariando H2. Ademais, as variáveis adesão ao nível 1 de governança, adesão ao Novo Mercado e liquidez em bolsa impactaram positivamente o MBA. Isso significa que as empresas pertencentes ao Novo Mercado e ao nível 1 de GC apresentaram maior valor de mercado medido pelo MBA.

No que se refere aos indicadores dos períodos de crise, os testes de Chow rejeitaram fortemente as suas hipóteses nulas, mostrando rupturas nos três regimes (crise global, crises locais e crise geral). As duas *dummies* de crise ($d1$ e $d2$) foram estatisticamente significativas e negativas, indicando que o MBA capta as mudanças trazidas nos períodos de instabilidade de forma coerente, isto é, menor valor de mercado em períodos de turbulência.

Um resultado que deve ser destacado é o da variável interada $igc14_d2$ (com sinal positivo), indicando que no período de crise global a governança se comporta conforme esperado na literatura (melhor qualidade da governança → maior valor de mercado). Este

resultado foi similar ao obtido para o MBPL com o igc1 e indica a confirmação das hipóteses H2 e H4.

Tabela 41 – Associação entre os índices de governança e MBA

Variável	(1) MBA	(2) MBA	(3) MBA
igc14	-1.9690**		
ades1	0.1551*	0.3378*	0.2256**
ades2	0.6433	0.5267*	0.6841
ades3	0.5833***	0.8324**	0.7624***
Af	0.0006	0.0020	0.0005
cresc_ven	-0.0220	-0.0010***	-0.0690
Roe	0.0179	0.0474	0.0135
Liqbol	0.0875**	0.0789*	0.0485
igc14_d1	0.7572		
igc14_d2	1.0020*		
d1	-0.7469***	0.1986	
ades1_d1	-0.1858	-0.4853*	
ades2_d1	-0.0634	-0.3376	
ades3_d1	-0.3145*	-0.6275	
af_d1	-0.0006	-0.0049	
cresc_ven_d1	-0.1041	-0.1500	
roe_d1	-0.0106	1.0554	
liqbol_d1	-0.0554*	0.0357	
d2	-0.3404*	0.0924	-0.1149
ades1_d2	-0.1877	-0.0702	-0.1732
ades2_d2	-0.5701*	-0.6996*	-0.4135*
ades3_d2	-0.4540***	-0.7044***	-0.4359*
af_d2	-0.0008	-0.0020	-0.0008
cresc_ven_d2	0.1286	-0.0713	0.2004
roe_d2	0.0229	-0.0192	0.0630
liqbol_d2	-0.0839**	-0.0142	-0.0714*
Igcx		-0.8865*	
igcx_d1		-1.0722	
igcx_d2		-0.3388	
igc1			-1.9129*
igc1_d2			0.4688
N	1230	1743	1027
Ll	-1.0e+03	-4.0e+03	-8.7e+02
N_g (número de grupos)	180	233	162
F	6,64	16,17	3,00
P	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman (valor p)	0,3312	0,2825	0,1815
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hansen (valor p)	0,0000	0,7517	0,0897
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,0034	0,2025	0,0327
Teste de Chow (d1) – valor p	0,0000	0,0000	—
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0003	0,0000	0,0042
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,0000	0,0000	—

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (1), (2) e (3), o teste de Hausman não permite diferenciar entre efeitos fixos e efeitos aleatórios. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas em todas as especificações. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados para os modelos (2) e (3) e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) evidencia a endogeneidade da governança nos modelos (1) e (3). Os testes de Chow para os três

regimes, no caso dos modelos (1) e (2), rejeitam a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para os de não crise. No caso do modelo (3), há rupturas estruturais entre o período de crise global (d2) e de não crise, e os testes não conseguem gerar resultados para crises locais e crise geral (d1, d2), devido à presença de colinearidade entre variáveis.

Outras variáveis estatisticamente significativas e com sinal negativo foram: *liqbol_d1*, *ades3_d1*, *ades1_d2*, *ades2_d2*, *ades3_d2* e *liqbol_d2*. Dessa forma, no período de crises locais, a liquidez em bolsa e a adesão ao Novo Mercado apresentaram relação inversa com MBA. Por sua vez, no período de crise global, as condições de adesão aos níveis 1, 2 e Novo Mercado e a liquidez em bolsa também mostraram relação inversa com valor de mercado. Destaca-se que, de forma isolada, a liquidez e a adesão apresentavam relação positiva com MBA (TAB. 41).

Para o modelo que relaciona *igcx* e MBA, há uma associação negativa significativa entre qualidade da governança e valor de mercado. De forma similar ao modelo com *igc14*, as variáveis *ades1*, *ades2*, *ades3* e liquidez em bolsa impactaram positivamente o MBA. Por sua vez, o crescimento de vendas impactou negativamente o valor de mercado.

No que se refere aos resultados dos testes de Chow, eles revelaram a existência de fortes rupturas nos três regimes de crise, apesar de as *dummies* de crise (d1 e d2) não terem apresentado significância estatística. As variáveis *ades1_d1*, *ades2_d2* e *ades3_d2* foram negativas e significativas, de forma similar ao modelo do *igc14*.

Voltando o foco para o modelo que relaciona *igc1* e MBA, houve novamente relação negativa entre a governança e o valor. Destaca-se que a variável *igc1_d1* foi eliminada do modelo devido à presença de colinearidade. A liquidez em bolsa deixou de ser significativa, mas a *ades1* e a *ades3* continuaram impactando positivamente o MBA. Os testes de Chow para crises locais e crise geral (d1, d2) não apresentaram resultados, devido à presença de colinearidade. Já o teste de Chow para crise global (d2) revelou uma ruptura estrutural (valor p de 0,0042). Outras variáveis importantes e negativas foram: *ades2_d2*, *ades3_d2* e *liqbol_d2*. Nenhuma variável interada com d1 mostrou significância. A estatística Hansen mostrou a validade dos instrumentos utilizados (valor p de 0,0897).

Tais resultados permitem inferir que em períodos de instabilidade econômica algumas variáveis invertem o seu comportamento (índice de governança, liquidez e adesão aos NDGC da bolsa). Comparativamente aos resultados para Q de Tobin e MBPL, percebeu-se também que a variável dependente MBA foi a que mais apresentou variáveis independentes e de controle significativas para todos os índices de qualidade da governança.

4.2.2.2.4 Índice de governança e taxa de retorno ajustada ao risco

A Tabela 42 apresenta os modelos que estimaram a relação entre governança e valor de mercado medido pela taxa de retorno ajustada ao risco (RI_RF).

Novamente, os efeitos individuais dos modelos se mostraram significativos. Os testes de Hausman para todos os índices de governança revelaram preferência pelo estimador de efeitos fixos. Foram identificados os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação em todas as especificações. Os testes de endogeneidade evidenciaram que todos os índices de governança são endógenos (TAB. 42). Logo, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* e *bw* para a matriz de covariância dos coeficientes. Foi utilizado o procedimento apresentado em 3.3.4 para identificar a endogeneidade e definir os instrumentos.

Quanto ao modelo que relaciona *igc14* com RI_RF, nenhuma variável apresentou significância estatística. Os três testes de Chow não permitiram rejeitar a hipótese nula. Ou seja, não foi verificada ruptura estrutural em nenhum dos regimes.

Para o modelo com *igcx*, a única variável significativa foi *ades2*, com sinal negativo, indicando que as empresas que pertencem ao nível 2 de governança apresentaram menor taxa de retorno ajustada ao risco. Como no modelo com *igc14*, os testes de Chow para o *igcx* não revelaram nenhum indício de instabilidade nos coeficientes ao longo do tempo.

Para o modelo com *igc1*, percebeu-se uma relação positiva e significativa, ao nível de 6%, entre governança e RI_RF, contrariando os resultados de Correia (2008) e de Skaife, Collins e LaFond (2004). O valor de mercado (*logvm*) teve efeito positivo sobre RI_RF. As variáveis *ades1*, *ades2*, liquidez em bolsa e *dividend yield* (*dy*) impactaram negativamente a taxa de retorno ajustada ao risco.

Sabe-se que a variável *dy* mede o retorno obtido pelo recebimento de dividendos como proporção do investimento nas ações da empresa (dividendos por ação/preço da ação). Quanto maior o *dividend yield* de uma ação, maior o seu retorno. Logo, uma relação negativa entre *dy* e RI_RF, conforme verificado neste estudo, leva a reflexões importantes sobre o *trade-off* risco *versus* retorno.

No que se refere aos indicadores de crise, os testes de Chow para os três regimes evidenciaram a presença de quebras estruturais nos períodos. Essa constatação foi reforçada pelo fato de que as duas *dummies* de crise (*d1* e *d2*) foram significativas e negativas, indicando que RI_RF capta “corretamente” (em conformidade com o que era esperado) as mudanças em períodos de instabilidade econômica.

Tabela 42 – Associação entre os índices de governança e RI_RF

Variável	(1) RI_RF	(2) RI_RF	(3) RI_RF
igc14	29.0272		
ades1	-2.5993	-1.0081	-0.3606***
ades2	-6.4044	-4.6899*	-2.2637***
ades3	0.0332	0.6648	-0.0454
Beta	0.1399	-0.0866	0.0771
Logvm	-0.2953	0.1996	0.5569***
Logvpap	-0.1757	-0.0198	-0.0344
Liqbol	-0.3227	-0.3954	-0.0867*
Dy	-0.0635	-0.0287	-0.0129*
igc14_d1	-10.7679		
igc14_d2	-21.5424		
d1	-3.8326	-2.0450	-1.6146***
ades1_d1	1.8137	1.1555	0.5619**
ades2_d1	2.6891	1.7233	0.3170*
ades3_d1	-0.7645	-0.8488	0.0072
beta_d1	-0.0598	-0.3265	-0.6052*
logvm_d1	0.5404	0.4111	0.0588
logvpap_d1	0.2166	0.0636	0.0627**
liqbol_d1	0.2972	0.2533	0.0036
dy_d1	0.0986	0.0605	0.0181
d2	0.1039	-0.4888	-2.0384**
ades1_d2	0.5696	0.0473	0.0072
ades2_d2	0.7908	0.7383	0.2241
ades3_d2	-1.9938	-1.3093	0.2272
beta_d2	-1.7401	-1.2035	-0.3419
logvm_d2	1.0202	0.8626	0.1777***
logvpap_d2	0.1405	0.0150	0.0435
liqbol_d2	0.0938	0.1422	-0.0594*
dy_d2	0.0383	-0.0188	-0.0288*
Igcx		18.0608	
igcx_d1		-5.5149	
igcx_d2		-14.1333	
igc1			0.4851
igc1_d1			-0.5717
igc1_d2			-1.0703**
N	822	822	822
Ll	-2.0e+03	-1.5e+03	-5.7e+02
N_g (número de grupos)	171	171	171
F	0,85	2,07	22,86
P	0,6931	0,0010	0,0000
Teste de Hausman (valor p)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hansen (valor p)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,0000	0,0000	0,0051
Teste de Chow (d1) – valor p	0,9978	0,8575	0,0000
Teste de Chow (d2) – valor p	0,8567	0,1603	0,0000
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,9928	0,5843	0,0000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (1), (2) e (3), o teste de Hausman aponta a preferência pelo estimador de efeitos fixos. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas em todas as especificações. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen evidencia que todos os modelos são exatamente identificados e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) revela a endogeneidade da governança nos modelos (1), (2) e (3). Os testes de Chow para os três regimes, no caso dos modelos (1) e (2), não permitem rejeitar a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para os de não crise. No caso do modelo (3), há rejeição da hipótese nula em todos os regimes.

Destaca-se que a variável interada $igc1_d2$ apresentou sinal negativo e significativo, corroborando Correia (2008) e revelando que em períodos de crise global, os investidores exigem uma menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas, conforme também apontam Skaife, Collins e LaFond (2004). Esse achado comprovou a hipótese H4 deste estudo.

As variáveis interadas significativas e positivas foram: $ades1_d1$, $ades2_d1$, $logvpap_d1$ e $logvm_d2$. Logo, em períodos de crises locais, as condições de adesão aos níveis 1 e 2 e o índice book-to-market ($lovpap$) influenciaram positivamente a taxa de retorno ajustada ao risco. Por sua vez, em períodos de crise global, o $logvm$ (logaritmo do valor de mercado – *proxy* para tamanho da empresa) teve relação direta com RI_RF . As variáveis interadas significativas e negativas foram: $beta_d1$, $liqbol_d2$ e dy_d2 . Ou seja, em período de crises locais (2000-2002) o $beta$ impactou negativamente a taxa de retorno ajustada ao risco, e em período de crise global (2008-2009), a liquidez em bolsa e o *dividend yield* influenciaram de forma negativa RI_RF .

4.2.2.3 Análise do relacionamento entre o índice de governança e o risco

4.2.2.3.1 Índice de governança e $WACC_{t+1}$

A Tabela 43 apresenta os modelos que estimaram a relação entre governança e risco medido pelo custo médio ponderado de capital ($WACC_{t+1}$).³²

Os efeitos individuais dos modelos se mostraram significativos. O teste de Hausman para o modelo com o $igc14$ não permitiu diferenciar entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Para $igcx$ e $igc1$, os testes de Hausman revelaram preferência pelo estimador de efeitos fixos. Optou-se, então, pelo modelo de efeitos fixos, por ser mais comum nos estudos sobre governança. O problema da heterocedasticidade foi identificado em todos os modelos, mas o mesmo não se verificou com a autocorrelação. Os testes de endogeneidade evidenciaram que as três variáveis de governança são exógenas (TAB. 43). Dessa forma, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* da matriz de covariância dos coeficientes.

³² Esta variável foi dividida pelo Ativo Total e, depois, avaliada nos períodos $t+1$ e t , seguindo as recomendações de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007).

Tabela 43 – Associação entre os índices de governança e $WACC_{t+1}$

Variável	(1)WACC _{t+1}	(2)WACC _{t+1}	(3)WACC _{t+1}
igc14	33.2717		
ades1	15.5851	13.3866	16.5024
ades2	4.0745	-7.0993	-2.1848
ades3	-41.2779	-44.1509	-41.1039
cont2	43.9568	34.7669	38.0919
cont3	47.8577	39.5654	41.8444
cont4	49.3084	50.2597	51.2962
cont5	72.4115*	68.5725*	68.8969*
cont6	23.2945	18.7707	17.3221
Beta	45.1159	45.9857	44.9473
Logvm	-10.6732	-9.4853	-8.0751
Logvpap	0.6823	0.4131	0.4929
Liqbol	20.9828**	22.0565**	22.3588**
Dy	-2.9430*	-2.9660*	-2.9583*
igc14_d1	-69.3960		
igc14_d2	-176.0879		
d1	5.9498	17.5425	-0.5396
ades1_d1	-33.1930	-34.5030	-31.3276
ades2_d1	-18.2054	-19.5611	-21.3591
ades3_d1	65.1540	71.6203	72.0382
cont2_d1	-9.5800	3.1531	0.6973
cont3_d1	37.8918	34.4684	38.6005
cont4_d1	5.6692	5.7142	4.5305
cont5_d1	-30.2981	-36.1818	-34.3220
cont6_d1	39.3743	45.1285	40.7653
beta_d1	0.3572	2.3700	4.0579
logvm_d1	10.0314	10.2701	9.1782
logvpap_d1	-0.7256	-1.2300	-0.6658
liqbol_d1	-5.6162	-5.1930	-5.3370
dy_d1	1.0959	1.0442	1.1130
d2	45.7233*	39.9353**	37.6495**
ades1_d2	-93.2416*	-92.8544*	-97.4624*
ades2_d2	-51.8563	-68.7102	-78.4692
ades3_d2	33.7744	50.8640	51.7695
cont2_d2	-74.3969	-76.1588*	-77.5349*
cont3_d2	61.8735	61.7483	63.5957
cont4_d2	-88.3450	-90.4546	-89.0525
cont5_d2	-105.4038*	-110.1860*	-105.3650*
cont6_d2	-64.0256	-57.3724	-59.2282
beta_d2	-106.2363*	-108.7732*	-105.7629*
logvm_d2	43.4553*	42.2615**	40.8258*
logvpap_d2	-177.1217*	-154.9018**	-146.8465**
liqbol_d2	-17.6186	-16.9666	-17.4360
dy_d2	13.4940***	13.4719***	13.4207***
Igcx		20.0470	
igcx_d1		-81.7994	
igcx_d2		-105.9727	
igc1			-1.9321
igc1_d1			-55.3132
igc1_d2			-65.1793
Constante	-72.3042*	-62.8819	-67.0696
N	985	985	985
Ll	-5883.2781	-5888.1956	-5889.7088
N_g (número de grupos)	193	193	193
F	1,30	1,28	1,36
P	0,0966	0,1086	0,0633
Teste de Hausman (valor p)	0,2251	0,0000	0,0000

Variável	(1)WACC _{t+1}	(2)WACC _{t+1}	(3)WACC _{t+1}
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,9208	0,9096	0,9162
Teste de Hansen (valor p)	0,6694	0,4169	0,5678
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,3253	0,2175	0,6161
Teste de Chow (d1) – valor p	0,0020	0,0042	0,0057
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (2) e (3), o teste de Hausman aponta a preferência pelo estimador de efeitos fixos. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas em todas as especificações. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) não permite rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) revela a exogeneidade da governança nos modelos (1), (2) e (3). Os testes de Chow para os três regimes rejeitam a hipótese nula, isto é, há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para os de não crise, em todos os modelos.

Como resultados, não houve associação significativa entre $WACC_{t+1}$ e nenhum dos índices de qualidade da governança, contrariando a hipótese H3 (“Quanto maior o nível de governança, menor o risco”) e a literatura sobre o tema (LAMEIRA, 2007; SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004; HABIB, 2005; CHEN; CHEN; WEI, 2003), que afirma que empresas com boas práticas de governança conseguem reduzir seu custo implícito de capital. Ressalta-se que Lameira (2007) constatou que empresas com maiores índices de governança corporativa estão associadas a menor risco mensurado por $WACC_{t+1}$.

Para o modelo que estima o relacionamento entre $igc14$ e $WACC_{t+1}$, as variáveis isoladas que mostraram associação positiva com o custo de capital foram: *cont5* (controlador governamental), liquidez em bolsa, *beta* (ao nível de significância de 6%) e crise global (*d2*), indicando que empresas controladas pelo governo, com maior *beta* e maior liquidez revelaram maior custo médio ponderado de capital. Em períodos de crise global (2008-2009), o $WACC_{t+1}$ médio se elevou, isto é, essa variável captou “corretamente” as mudanças no período de instabilidade econômica. Além disso, a variável *dy* (*dividend yield*) se mostrou significativa e negativa, indicando que um maior custo médio ponderado de capital está relacionado a um menor pagamento de dividendos, o que é coerente com a prática do mercado de capitais.

Os testes de Chow para crises locais (*d1*), crise global (*d2*) e crises gerais (*d1, d2*) rejeitaram a hipótese nula, revelando, portanto, rupturas estruturais em todos os regimes (valores p de 0,0020; 0,0000 e 0,0000, respectivamente).

As variáveis interadas significativas com seus respectivos sinais foram: *ades1_d2* (-), *cont5_d2* (-), *beta_d2* (-), *logvm_d2* (+), *logvpap_d2* (-) e *dy_d2* (+). Logo, para o período de crise global (*d2*), pode-se inferir o seguinte: (a) empresas que pertencem ao Nível 1 de GC da

bolsa apresentaram menor $WACC_{t+1}$ no citado período. Ou seja, ao se considerar a adesão aos NDGC como *proxy* para qualidade da governança, obteve-se relação negativa entre GC e risco ($WACC_{t+1}$) no período 2008-2009, o que corrobora parcialmente a hipótese H3; (b) empresas que possuem controlador governamental (cont5) apresentaram menor $WACC_{t+1}$ entre 2008-2009. Observam-se relações opostas entre a variável isolada (cont5) e a interada (cont5_d2). Pode-se inferir que em períodos de choques negativos de retorno, o fato de a empresa possuir controlador governamental – como o BNDES, por exemplo – gera uma percepção de maior segurança para os investidores externos, o que mitiga o risco interno da estrutura de capital da empresa ($WACC_{t+1}$); (c) durante a crise global, as relações entre beta e $WACC_{t+1}$ e entre o índice *book-to-market* (logvpap) e $WACC_{t+1}$ são negativas. No caso do beta, observam-se relações opostas entre a variável isolada e a interada (no período total, há relação positiva entre beta e custo de capital e no período de crise global, há relação negativa entre as mesmas variáveis). Pode-se inferir que em períodos de crise, as variáveis que mensuram risco sistêmico do mercado e risco interno da empresa passam a se comportar de forma oposta, indicando que quando a empresa está inserida em um ambiente de negócios mais arriscado, ela busca reduzir seu risco interno, incorrendo, por exemplo, em menor endividamento; (d) em períodos de crise global, a relação entre dy e custo de capital se torna positiva, enquanto a variável isolada dy revelava associação negativa com $WACC_{t+1}$. Pode-se inferir que durante crises econômicas, as empresas com maior custo de capital procuram pagar mais dividendos a seus acionistas, talvez como um mecanismo de atração para investimentos em suas ações; (e) durante a crise global, o tamanho da firma (medido pelo logvm) mostrou relação positiva com o custo de capital, indicando que nos períodos de crise, empresas maiores apresentam maior $WACC_{t+1}$.

Os modelos que relacionam igcx e igc1 com $WACC_{t+1}$ apresentaram resultados iguais aos do modelo com igc14, exceto por apresentarem ambos mais uma variável significativa e negativa: cont2_d2, indicando que no período de crise global, a condição de possuir um investidor institucional como controlador reduziu o custo ponderado de capital, o que é coerente com a prática do mercado de capitais no Brasil e com o estudo de Skaife, Collins e LaFond (2004). Com relação aos testes de Chow, tanto para o modelo 2 (com igcx) como para o modelo 3 (com igc1), os resultados apontam a rejeição da hipótese nula em todos os regimes (crises locais, crise global e crises gerais), indicando que há rupturas estruturais significativas.

No que tange às relações positivas encontradas entre o beta e o $WACC_{t+1}$ nesta pesquisa, pode-se dizer que elas corroboram o trabalho de Skaife, Collins e LaFond (2004). Esses autores constataram que o beta é uma variável de controle coerente para os modelos

cuja variável dependente é o custo implícito de capital, já que seus resultados apontam que o beta explica cerca de 12% da variação no custo de capital. Ademais, eles sugerem que alguns atributos de governança relacionados com estrutura de propriedade, direitos dos acionistas e estrutura do conselho afetam o custo de capital da firma indiretamente através do beta.

A relação entre o tipo de controlador da empresa e o custo de capital, percebida nesta investigação, também foi apontada por Skaife, Collins e LaFond (2004), que constataram que a porcentagem de ações mantida por grandes fundos de pensão públicos (investidores institucionais) é negativamente associada com o custo de capital. Segundo eles, esse resultado foi consistente com o papel que tem sido desempenhado pelos investidores institucionais ativistas, que monitoram as atividades de governança das empresas, visando reduzir os custos de agência encontrados pelos acionistas.

4.2.2.3.2 Índice de governança e WACC

A Tabela 44 apresenta os modelos que estimaram a relação entre governança e risco medido pelo custo médio ponderado de capital (WACC) no período corrente.

Novamente, os efeitos individuais foram significativos em todas as especificações. Os testes de Hausman apontaram a preferência pelo estimador de efeitos fixos em todos os modelos. O problema da heterocedasticidade foi verificado, mas não foi encontrada autocorrelação nas especificações. Os testes de endogeneidade evidenciaram que os três índices de governança são exógenos (TAB. 44). Dessa forma, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* da matriz de covariância dos coeficientes.

Tabela 44 – Associação entre os índices de governança e WACC

Variável	(1)WACC	(2)WACC	(3)WACC
igc14	-33.2825		
ades1	13.5291	-6.2018	6.1595
ades2	-15.0108	-20.0443	-20.8340
ades3	-107.2165	-71.7223	-64.9707
cont2	6.8694	-20.5778	-18.1128
cont3	8.7383	31.9669	34.4998
cont4	184.7439	178.7211	183.6751
cont5	16.2197	1.8141	18.2718
cont6	-6.2581	-9.1565	-5.7148
Beta	138.8778	146.0130	148.2686
Logvm	13.4765	8.3729	5.8968
Logvpap	4.1591	7.1793	6.8531
Liqbol	6.3437	0.1635	3.2199
Dy	-7.1871*	-7.8145**	-7.9032**
igc14_d1	183.5820		
igc14_d2	66.1962		
d1	-78.0565	142.4086	95.1750
ades1_d1	22.9850	20.7092	18.3101

Variável	(1)WACC	(2)WACC	(3)WACC
ades2_d1	-41.8062	-5.6223	-4.2547
ades3_d1	121.5430	111.0279	85.9694
cont2_d1	72.2394	131.3750	127.1136
cont3_d1	14.8631	-21.0913	-15.6960
cont4_d1	-112.4075	-113.1987	-118.2195
cont5_d1	-105.5816	-131.5822	-132.2062
cont6_d1	29.0449	57.9017	45.9501
beta_d1	107.4276	120.4612	122.0851
logvm_d1	14.9618	13.4229	11.8073
logvpap_d1	-6.9467	-11.6790	-10.2961
liqbol_d1	-23.0408	-15.6379	-17.3251
dy_d1	4.9342	5.2104	5.2926
d2	-21.3450	14.5330	18.2306
ades1_d2	-32.0160	-4.7373	-5.1932
ades2_d2	-186.5490	-108.8706	-84.0596
ades3_d2	217.9035*	173.3161*	187.9614*
cont2_d2	-166.2837	-119.8236	-126.5236
cont3_d2	-45.5781	-56.1330	-63.5292
cont4_d2	-50.1216	-52.8540	-52.9653
cont5_d2	-151.0377	-173.9962	-191.1954*
cont6_d2	-84.7213	-88.0676	-79.4016
beta_d2	-233.7111	-259.2879	-256.1077
logvm_d2	37.6819	45.5640	47.8359
logvpap_d2	71.4029	-10.4143	-11.3600
liqbol_d2	-10.6730	-5.7524	-6.5565
dy_d2	9.0083	9.3814	9.1195
Igcx		-21.7805	
igcx_d1		28.7804	
igcx_d2		20.1661	
igc1			-33.9405
igc1_d1			74.4760
igc1_d2			15.2400
Constante	-161.4525	-287.4687	-225.6140
N	1083	1083	1083
Ll	-8142.32	-8147.01	-8146.92
N_g (número de grupos)	215	215	215
F	3,15	3,35	3,20
P	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman (valor p)	0,0321	0,0026	0,0187
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,1584	0,1224	0,1447
Teste de Hansen (valor p)	0,4873	0,3023	0,8345
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,3928	0,9629	0,3556
Teste de Chow (d1) – valor p	0,4780	0,5090	0,3973
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0602	0,0172	0,0178
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,2692	0,0633	0,0475

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. O teste de Hausman aponta a preferência pelo estimador de efeitos fixos. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) não permite rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) revela a exogeneidade da governança em todas as especificações. O teste de Chow para o regime de crises locais (d1) não permite rejeitar a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para os de não crise, para os três modelos. Os testes de Chow para crise global (d2) rejeitam a hipótese nula, sendo que para o modelo 1, o nível de significância foi de 6%. Os testes de Chow para d1 e d2 (crise geral) rejeitam a hipótese nula para os modelos 2 e 3, mas não para o modelo 1.

Considerando os três índices de governança, não foi constatada associação significativa entre governança e custo médio ponderado de capital, contrariando a hipótese H3 e as evidências empíricas sobre o tema (LAMEIRA, 2007; SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004; HABIB, 2005; CHEN; CHEN; WEI, 2003).

Para o modelo 1 que relaciona igc_{14} e WACC, a variável dy (*dividend yield*) impactou negativamente no custo de capital, resultado também encontrado para os modelos com $WACC_{t+1}$, indicando que empresas com maior custo médio ponderado de capital apresentaram menor pagamento de dividendos por ação em relação ao preço da ação. A variável $ades3$ revelou relação significativa (ao nível de 6%) e negativa com WACC, indicando que empresas pertencentes ao Novo Mercado da bolsa apresentam menor custo de capital. O teste de Chow para crises locais ($d1$) não revelou rupturas estruturais. O teste de Chow para crise global revelou rupturas se considerado o nível de significância de 6%, e o citado teste para crises gerais ($d1$, $d2$) não revelou a existência de quebras. A variável interada $ades3_d2$ impactou positivamente no WACC, em sentido contrário à variável isolada $ades3$, indicando que no período de crise global, a condição de pertencer ao Novo Mercado da bolsa elevou o custo de capital das empresas.

Quanto às relações investigadas, o modelo 2 que associa $igcx$ e WACC apresentou resultados idênticos aos do modelo 1. Quanto aos testes de Chow, para crises locais ($d1$), não houve rupturas. Para crise global e crises gerais, houve quebras estruturais. Por sua vez, o modelo 3 (que relaciona $igc1$ e WACC) apresentou resultados similares aos dos modelos 1 e 2, exceto pelo fato de que a variável $cont5_d2$ também se mostrou significativa e com sinal negativo, indicando que, durante a crise global, empresas com controlador governamental revelaram menor custo de capital. No que se refere aos testes de Chow, os resultados foram similares aos do modelo 2.

Observou-se que os modelos com $WACC_{t+1}$ apresentaram mais variáveis significativas e mais rupturas estruturais que os modelos com WACC, corroborando o estudo de Skaife, Collins e LaFond (2004) que sugere que se use o custo implícito de capital em $t+1$ e não no período corrente.

4.2.2.3.3 Índice de governança e beta

Na Tabela 45, encontram-se os modelos que estimaram a relação entre governança e risco medido pelo beta. Conforme as especificações anteriores, há três modelos que têm o beta como variável dependente, sendo um com igc_{14} , um com $igcx$ e um considerando o $igc1$.

Tabela 45 – Associação entre os índices de governança e beta

Variável	(1) BETA	(2) BETA	(3) BETA
igc14	0.0432		
ades1	-0.0977	-0.0999	-0.1025
ades2	-0.0157	-0.0244	-0.0190
ades3	0.1965*	0.2058*	0.1756*
vol_ret	2.2564	2.0686	2.2835
Logvm	0.0706**	0.0668*	0.0679*
Logvpap	0.0091*	0.0098*	0.0091*
Liqbol	0.0813***	0.0785***	0.0772***
Ao	0.0009	0.0009	0.0008
Af	-0.0009	-0.0008	-0.0008
cresc_ven	-0.1021	-0.1012	-0.0986
igc14_d1	0.0983		
igc14_d2	-0.0091		
d1	-0.0174	-0.0126	0.0130
ades1_d1	0.1718*	0.1785*	0.1762*
ades2_d1	0.1568	0.1700	0.1618
ades3_d1	0.0303	0.0234	0.0579
vol_ret_d1	-3.9508	-3.7532	-3.9595
logvm_d1	0.0194	0.0224	0.0306
logvpap_d1	-0.0061	-0.0064	-0.0062
liqbol_d1	0.0078	0.0085	0.0108
ao_d1	0.0041	0.0041	0.0038
af_d1	0.0008	0.0008	0.0008
cresc_ven_d1	0.0509	0.0482	0.0502
d2	0.5664*	0.5865*	0.5737*
ades1_d2	0.1267	0.1308	0.1292
ades2_d2	0.2832**	0.2966**	0.2890**
ades3_d2	-0.0489	-0.0556	-0.0435
vol_ret_d2	-2.2525	-2.0647	-2.2798
logvm_d2	-0.0756***	-0.0688***	-0.0705***
logvpap_d2	0.0027	0.0021	0.0029
liqbol_d2	0.0294	0.0317	0.0332
ao_d2	-0.0030**	-0.0030**	-0.0030**
af_d2	0.0009	0.0008	0.0008
cresc_ven_d2	0.1225*	0.1208*	0.1173*
Igcx		0.1411	
igcx_d1		0.0535	
igcx_d2		-0.1527	
igc1			0.2354
igc1_d1			-0.1768
igc1_d2			-0.1435
N	1083	1083	1083
Ll	-47.2387	-46.1463	-45.6041
N_g (número de grupos)	224	224	224
F	6,89	6,81	6,69
P	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman (valor p)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Heteroc. de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hansen (valor p)	0,0210	0,1494	0,2157
Teste de Endogeneidade (valor p)	0,5165	0,2493	0,1958
Teste de Chow (d1) – valor p	0,2731	0,2748	0,1822
Teste de Chow (d2) – valor p	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow (d1, d2) – valor p	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. O teste de Hausman aponta a preferência pelo estimador de efeitos fixos em todas

as especificações. O teste de heterocedasticidade de Baum (2001) rejeita a hipótese nula de variâncias homocedásticas. O teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação. A estatística J de Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados para os modelos (2) e (3) e o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) revela a exogeneidade da governança em todas as especificações. Ademais, o teste de Chow para o regime de crises locais (d1) não permite rejeitar a hipótese nula de que não há rupturas estruturais quando se passa dos períodos de crise para os de não crise. Já os testes de Chow para crise global (d2) e crise geral (d1, d2) rejeitam a hipótese nula.

Os testes de efeitos individuais para todas as especificações revelaram que tais efeitos são importantes. Os testes de Hausman para os modelos com os três índices de governança apontaram preferência pelo estimador de efeitos fixos. Foram detectados os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação em todas as especificações. Os testes de endogeneidade evidenciaram que as três variáveis de GC são exógenas (TAB. 45). Assim, os modelos foram estimados pelo método de efeitos fixos, com correção *robust* e *bw* para a matriz de covariância dos coeficientes.

No que se refere ao modelo que relaciona o β com o \log_{14} , a presença no Novo Mercado, o \log_{vm} (*proxy* para tamanho da empresa), o índice *book-to-market* e a liquidez em bolsa impactaram positivamente o β . O teste de Chow para crises locais não permite rejeitar a hipótese nula (valor p de 0,2731), revelando que não há ruptura estrutural entre os períodos de crises locais e os de não crise. Por outro lado, o teste de Chow para crise global rejeita fortemente a hipótese nula (valor p de 0,0000), mostrando a existência de ruptura estrutural entre os períodos de crise global e os de não crise.

Mesmo não havendo ruptura nas crises locais, a variável ades1_d1 apresentou relação positiva e significativa com o β , indicando que as empresas do nível 1 de GC apresentam maior β durante as crises locais. A *dummy* de crise global (d2) foi positiva e significativa, indicando que no período de crise global o valor médio do β se eleva. Isto é, o β capta as mudanças no período de instabilidade econômica, conforme o esperado. As variáveis interadas ades2_d2 e cresc_ven_d2 impactaram positivamente o β , mostrando que no período de crise global, a condição de pertencer ao nível 2 de governança e o crescimento das vendas geram elevação no β . Por sua vez, as variáveis logvm_d2 e ao_d2 apresentaram relação inversa e significativa com o β . Para o logaritmo do valor de mercado (\log_{vm}), é interessante perceber que a variável isolada tem associação positiva e que a variável interada com d2 tem associação negativa com o β . Isso indica que para o período amostral total quanto maior o tamanho da empresa (cuja *proxy* é o \log_{vm}), maior será o risco sistêmico. No entanto, quando se considera o período de crise global, empresas maiores apresentam menor risco medido pelo β .

No que se refere aos modelos que relacionam o igcx e o igc1 com o beta, os resultados foram idênticos aos apresentados para o igc14, corroborando as constatações anteriormente comentadas.

Uma curiosidade constatada foi que ao retirar a variável adesão dos modelos, em especial no modelo entre beta e igc1, o igc1 se apresentou com sinal positivo, ao nível de significância de 6%, revelando que um aumento no índice de qualidade da governança tem relação com a elevação do beta quando a variável adesão aos NDGC da BM&FBovespa não está presente nos modelos (ver Apêndice, Tabela J). Esse resultado contraria a hipótese H3 (“Quanto maior o nível de governança, menor o risco”). Tal constatação não foi obtida para os índices igc14 e igcx e contraria Lameira (2007), que encontrou um menor risco associado positivamente à melhor qualidade da governança. No entanto, este resultado corroborou Salmasi (2007) que encontrou uma relação positiva entre beta e governança em seu estudo sobre GC e custo de capital próprio no Brasil.

Outro estudo similar é o de Skaife, Collins e LaFond (2004). Os autores concluíram que um conjunto de medidas de qualidade da governança (estrutura de propriedade, direitos dos acionistas, conselho de administração e qualidade das informações) é capaz de explicar 14% da variação no beta. Eles perceberam um relacionamento positivo entre mecanismos de GC e beta para alguns aspectos (*accruals* anormais, percentual de ações mantidas por investidores institucionais e concentração do controle) e negativo para outros mecanismos (transparência, direitos dos acionistas medidos pelo índice E³³, grau de independência do conselho e percentual de diretores que possuem ações da empresa).

4.2.2.4 Síntese dos principais resultados da análise de regressão

Após a realização da análise de regressão dos modelos e da interpretação dos testes de diagnóstico, a Tabela 46 foi elaborada com o objetivo de sintetizar os resultados principais desta pesquisa.

Em suma, a Tabela 46 mostra que as variáveis IPC5, $WACC_{t+1}$, WACC e beta não apresentaram associação estatisticamente significativa com os índices de governança desta pesquisa, contrariando as hipóteses H1 e H3. Para o beta, ainda se verifica uma relação

³³ Índice E conforme a metodologia de Gompers, Ishii e Metrick (2003).

significativa e positiva com a GC quando se considera o modelo do *igc1* sem a variável adesão aos níveis de governança.

Tabela 46 – Síntese dos resultados da pesquisa

Variável	Relação significativa com <i>igc</i> ? Sentido?	Há rupturas em <i>d1</i> ?	Há rupturas em <i>d2</i> ?	Há rupturas em <i>d1</i> , <i>d2</i> ?	Relação sig. p/ <i>igc</i> interado com crise? Sentido?
IPC5	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Q_TOBIN	Sim, com <i>igc14</i> (-) e com <i>igcx</i> (-).	Sim	Sim	Sim	Não
MBPL	Sim, com <i>igc1</i> (-).	Sim, exceto para o mod. com <i>igc1</i> ³⁴ .	Sim, exceto para o mod. com <i>igc1</i> .	Sim, exceto para o mod. com <i>igc1</i> .	Sim, para <i>igc1_d2</i> (+)
MBA	Sim, com <i>igc14</i> (-), <i>igcx</i> (-) e <i>igc1</i> (-).	Sim, exceto para o mod. com <i>igc1</i> .	Sim, em todos os modelos.	Sim, exceto para o mod. com <i>igc1</i> .	Sim, para <i>igc14_d2</i> (+).
RI_RF	Sim, com <i>igc1</i> (+).	Não para os mod. c/ <i>igc14</i> e <i>igcx</i> . Sim para o mod. c/ <i>igc1</i> .	Não para os mod. c/ <i>igc14</i> e <i>igcx</i> . Sim para o mod. c/ <i>igc1</i> .	Não para os mod. c/ <i>igc14</i> e <i>igcx</i> . Sim para o mod. c/ <i>igc1</i> .	Sim, para <i>igc1_d2</i> (-).
WACC _{t+1}	Não	Sim	Sim	Sim	Não
WACC	Não	Não	Sim	Sim, para os mod. com <i>igcx</i> e <i>igc1</i> .	Não
BETA	Não nos mod. com adesão. Sim no mod. com <i>igc1</i> sem adesão (+).	Não	Sim	Sim	Não

Fonte: Resultados da pesquisa.

Quando se considera a variável de governança isolada (sem interações com as *dummies* de crise), foram observadas relações importantes e negativas entre os índices de qualidade da governança e as variáveis dependentes Q de Tobin, MBPL e MBA. Essa descoberta contraria H2. Por sua vez, observou-se também uma relação positiva e significativa entre a taxa de retorno ajustada ao risco (RI_RF) e o *igc1*, indicando que essa taxa se eleva quando a qualidade da GC aumenta.

A maior parte dos modelos revelou rupturas estruturais, em especial no que se refere ao regime de crise global (2008-2009). Pode-se considerar que até mesmo a RI_RF apresentou certo nível de descontinuidade no período de crise global (*d2*), mesmo que menos evidente. Os modelos cuja variável dependente é uma medida de risco (WACC e beta) não

³⁴ Devido à presença de colinearidade, não foi possível obter resultado para o teste de Chow com *d1* (crises locais).

revelaram rupturas no período de crises locais (d1). O mesmo não pode ser dito para a variável $WACC_{t+1}$.

Os modelos cuja variável dependente é uma medida de valor de mercado (MBPL, MBA e RI_RF) merecem destaque, devido à significância estatística das variáveis interadas de governança e crise. No caso do MBPL e do MBA, a variável que mede a governança, analisada isoladamente ou no período amostral total, mostra relação negativa com valor de mercado. No entanto, quando esta variável (igc) é analisada de forma conjunta com a *dummy* de crise global (d2) seu comportamento se torna positivo, corroborando H2 e H4 e a literatura sobre o tema (SILVEIRA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; CORREIA, 2008), que afirma que empresas com boas práticas de GC possuem maior valor de mercado. Logo, pode-se inferir a partir desta investigação que “empresas bem governadas possuem maior valor de mercado no período de crise global”. Destaca-se também que a interação importante aqui foi apenas com crise global, e não com crises locais, indicando que no período de instabilidade econômica denominado de crise do *subprime* americano o efeito foi mais evidente.

Para a variável RI_RF, chegou-se a conclusão semelhante: enquanto a variável *igc1* isolada revelou relação positiva com a taxa de retorno ajustada ao risco, a variável interada *igc1_d2* mostrou relação negativa. Logo, a variável interada evidenciou comportamento coerente com o trabalho de Correia (2008), que sugere que os investidores exigem uma menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas. No entanto, nesta investigação, pode-se complementar da seguinte forma: “os investidores exigiram menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas no período da crise do *subprime* americano e o mesmo não foi observado no período amostral total desta pesquisa”. Essa conclusão comprova a hipótese H4. Novamente, a crise global aparece como predominante nas relações, ao invés das crises locais.

A Tabela 47 foi elaborada visando complementar a análise de resultados desta investigação, considerando a adesão aos níveis de governança da bolsa e as variáveis *dummies* de crises locais e global.

No que se refere às variáveis adesão aos NDGC da BM&FBovespa e às *dummies* de crise, alguns resultados interessantes podem ser destacados. Os modelos com IPC5 e $WACC_{t+1}$ não revelaram associações estatisticamente significativas com a condição de adesão

(isolada) a nenhum dos níveis de GC.³⁵ Isto é, o desempenho contábil e o custo de capital em t+1 não estão relacionados com a adesão nesta investigação. Assim como também não se relacionam com o índice de qualidade da governança desenvolvido no estudo. No entanto, quando se considera a variável adesão interada com as *dummies* de crise, todos os modelos apresentaram aspectos significativos.

Tabela 47 – Síntese dos resultados da pesquisa para adesão aos NDGC e *dummies* de crise

Variável	Relação significativa com adesão? Sentido?	Relação sig. para adesão interada com crise? Sentido?	Relação sig. com <i>dummy</i> de crise? Sentido?
IPC5	Não	Sim, ades3_d1 (+) e ades2_d2 (-).	Sim, d1 (+).
Q_TOBIN	Sim, ades3 (+).	Sim, ades2_d2 (-), ades3_d2 (-).	Não.
MBPL	Sim, ades2 (-) e ades3 (+), para mod. 3.	Sim, ades3_d1 (-) para mod. 1 e 2 e ades2_d2 (-) para mod. 3.	Sim, d2 (-, 6%) para mod. 3.
MBA	Sim, ades1 (+), ades2 (+), ades3 (+).	Sim, ades1_d1 (-), ades3_d1(-), ades1_d2 (-), ades2_d2(-), ades3_d2(-).	Sim, d1 (-), d2 (-) para mod.1.
RI_RF	Sim, ades1 (-) e ades2 (-) para mod. 3.	Sim, ades1_d1 (+), ades2_d1 (+) para mod. 3.	Sim, d1 (-), d2 (-) para mod.3.
WACC _{t+1}	Não.	Sim, ades1_d2 (-).	Sim, d2 (+).
WACC	Sim, ades3 (-), 6%.	Sim, ades3_d2 (+).	Não.
BETA	Sim, ades3 (+).	Sim, ades1_d1 (+), ades2_d2 (+).	Sim, d2 (+).

Fonte: Resultados da pesquisa.

Ademais, notou-se que a maioria das variáveis interadas (adesão e crise) mostra comportamento oposto à variável isolada adesão. Por exemplo, no modelo com Q de Tobin, enquanto a adesão ao Novo Mercado (ades3) isolada tem direção positiva, a variável interada ades3_d2 tem sinal negativo. Isso indica que no período amostral total as empresas do NM apresentaram Q de Tobin mais elevado, mas quando se considera o período de crise global, esta mesma condição das empresas pode reduzir o valor de mercado. Análises similares sobre adesão e adesão interada podem ser verificadas nos modelos com MBPL, MBA e RI_RF. Esses resultados também ajudam a comprovar H4, já que a adesão pode ser considerada uma variável *proxy* para qualidade da governança.

Os modelos com Q de Tobin e WACC não apresentaram significância estatística nas *dummies* de crise (d1 e d2), mesmo levando em consideração a existência de rupturas estruturais, conforme apontado na Tabela 46. Nos modelos do IPC5, a *dummy* de crises locais (d1) se mostrou importante em todas as especificações e com sinal positivo, indicando que neste regime a performance contábil tende a se elevar. Por sua vez, em todos os modelos com

³⁵ Quando se considera a variável adesão isolada e não interada com crise.

o beta e com o $WACC_{t+1}$, a *dummy* de crise global (d2) mostrou relevância estatística e com direção positiva em ambos, significando que nos anos de 2008-2009 o risco sistêmico e o risco interno da estrutura de capital da empresa se elevaram. Isto é, o beta e o $WACC_{t+1}$ captaram “corretamente” as mudanças no período de instabilidade econômica.

Para os modelos com MBPL, MBA e RI_RF, as *dummies* de crise significativas apresentaram sinal negativo, indicando que o valor de mercado tende a se reduzir nos anos de instabilidade, o que era esperado.

A partir da síntese dos resultados dos modelos de regressão, percebe-se que as hipóteses H1 e H3, expostas no item 1.1 não foram comprovadas. Por sua vez, os resultados corroboraram as hipóteses H2 e H4, sendo que para H2, encontrou-se suporte para o período de crise global. Ademais, percebe-se que o objetivo geral e os objetivos específicos apresentados em 1.1 foram alcançados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi investigar a relação entre mecanismos de governança corporativa e desempenho/valor/risco de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, em períodos de crise e de não crise no horizonte temporal de 2000 a 2009.

Na construção do argumento deste estudo, partiu-se dos seguintes pressupostos: (a) as crises econômicas são fenômenos normais no sistema capitalista; (b) o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu de forma significativa nos últimos anos; e (c) esse mercado é impactado pelas crises, sejam elas internas ou externas. Partindo dessa linha de raciocínio, buscou-se compreender se a governança corporativa desempenha papel importante em períodos de instabilidade econômica.

O estudo do desempenho, valor e risco das empresas durante períodos de crise permite esclarecer alguns aspectos da governança corporativa que são menos evidentes durante situações econômicas normais. Um dos motivos pelos quais alguns países e empresas se comportam melhor que outros em períodos de crise envolve as diferenças na força das instituições legais e na estrutura dos mecanismos de governança que previnem a expropriação dos acionistas minoritários. Essas são as suposições fundamentais dos estudos de Lemmon e Lins (2001) e Liu, Uchida e Yang (2012), por exemplo.

Neste sentido, tem sido proposto que as boas práticas de governança devem ser avaliadas em momentos adversos de retorno. Infere-se que nos períodos caracterizados por choques negativos de retorno, empresas com melhores práticas de GC teriam um retorno menos volátil em comparação com companhias que proporcionam menor proteção. Dessa forma, a GC poderia se traduzir em um instrumento ou mecanismo de proteção ao investidor em períodos de fortes crises, conforme apontam Johnson *et al.* (2000), Srour (2005), Gonçalves (2009) e Fischer (2012).

A partir do arcabouço teórico e dos pressupostos apresentados, definiram-se as hipóteses do estudo, como sendo: (H1) Quanto maior o nível de governança, maior o desempenho; (H2) Quanto maior o nível de governança, maior o valor de mercado; (H3) Quanto maior o nível de governança, menor o risco; e (H4) As relações entre governança e desempenho/valor/risco diferem-se quanto aos períodos de crise e os de não crise.

A segmentação dos anos de crise e de não crise se baseou na literatura sobre o tema³⁶ e nos movimentos do Índice Bovespa e do PIB brasileiro no horizonte analisado. A partir daí, definiu-se que 2000 a 2002 seriam considerados anos de “crises locais”; 2003 a 2007, de “não crise”; e por fim, 2008 e 2009, de “crise global”.

Conforme Correia (2008), os mecanismos de governança corporativa normalmente abordados na teoria e na evidência empírica sob a perspectiva da agência e utilizados nesta pesquisa foram: composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e de controle, modalidades de compensação aos gestores, proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas.

Quanto à metodologia desta investigação, adotaram-se os seguintes procedimentos: (a) utilização da abordagem de análise de componentes principais (ACP), método que permite resumir em um indicador um conjunto de variáveis e que neste estudo possibilitou combinar os mecanismos de GC em três indicadores (igc14, igcx e igc1), que representaram a qualidade da governança das empresas; (b) aplicação de métodos de regressão para dados longitudinais, em que se relacionam aspectos de desempenho/valor/risco ao indicador de governança e outras variáveis de controle, a fim de analisar o efeito da governança sobre a variação do desempenho/valor/risco das companhias; e (c) adoção do teste de Chow (1960), cujo objetivo é verificar se em determinados pontos da reta de regressão ocorrem quebras estruturais. No que se refere ao procedimento “c”, destaca-se que Chow (1960) desenvolveu um teste de significância conjunta, similar a um teste de Wald, que, no caso deste estudo, serviu para identificar a existência de uma diferença de médias entre períodos de crise e de não crise.

Os indicadores de governança desenvolvidos foram relacionados com os seguintes aspectos de desempenho/valor/risco: performance contábil (sob a forma de um índice que agrupou margem líquida, ROA, ROE, EBITDA/ativo total e EBIT/vendas), Q de tobin, *market-to-book* considerando o ativo total (MBA), *market-to-book* considerando o patrimônio líquido (MBPL), taxa de retorno ajustada ao risco (RI_RF), beta e custo médio ponderado de capital (WACC e $WACC_{t+1}$). A partir dessas variáveis, foram analisados 24 modelos de regressão.

Ademais, observou-se na literatura sobre governança quais seriam as variáveis de controle para cada modelo, dadas as especificidades das variáveis dependentes e

³⁶ Srour (2005), Gonçalves (2009), Barba (2011), Raffaelli (2010), Liu, Uchida e Yang (2012) e Fischer (2012).

independentes. Assim, foram adotadas variáveis de controle diferentes para os aspectos avaliados (desempenho, valor e risco).

Voltando o foco para as dimensões da qualidade da governança, como resultados preliminares, constatou-se que a estrutura de propriedade e controle foi o mecanismo menos relevante em todo o período investigado (variando de 4,43% de importância relativa em 2004 para 11,56% em 2006). No período de crises locais, a dimensão de governança mais importante foi a compensação aos gestores (assumindo 37,8% de importância relativa em 2000 e 27,1% em 2002). Nos períodos de não crise e de crise global, o mecanismo de governança mais relevante foi a proteção aos acionistas minoritários (assumindo 51,4% de peso em 2004 e 33,8% em 2009). Nesses dois últimos períodos, o segundo mecanismo de destaque foi a compensação aos gestores (com pesos de 55,7% em 2003, 37,2% em 2007 e 29% em 2009). A transparência das informações publicadas se mostrou menos importante com o passar dos anos do estudo (com pesos de 25,46% em 2002, 15,15% em 2005 e 13,22% em 2009). Durante o período analisado, os mecanismos referentes ao conselho de administração cresceram em relevância, em especial entre 2004 e 2005 (5,16% para 29,66% de importância), apesar de se mostrarem menos importantes que a compensação dos gestores e a proteção aos minoritários.

Como análise complementar, nota-se que o mecanismo “proteção aos acionistas minoritários”, que assumiu a maior importância entre as dimensões de GC no intervalo de 2003 a 2009, é composto pelas variáveis *payout*, negociação de ADRs em bolsas norte-americanas, direito de voto aos preferencialistas e direito ao reembolso de capital. Sabe-se que após a crise financeira de 2008, tem-se observado no ambiente de negócios brasileiro uma preferência dos investidores por ações de empresas que têm como prática distribuir dividendos aos acionistas com maior frequência, de forma a garantir seus rendimentos mesmo em momentos adversos de retorno. Ademais, nota-se um crescente interesse na academia e no mercado brasileiro pela compreensão e prática de listagem de ADRs no mercado de ações norte-americano (*cross-listing*), fato resultante dos maiores níveis de interdependência entre os países e integração global dos sistemas financeiros internacionais (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2009). Como a proteção aos minoritários – que, por sua vez, é composta por *payout* e ADRs – foi o mecanismo de GC mais importante desta investigação no período de crise global (2008-2009), este estudo se mostrou coerente com a prática do mercado de capitais no Brasil.

O segundo mecanismo de GC mais relevante na pesquisa foi a compensação aos gestores. Isso comprova que os instrumentos de incentivo aos gestores são fundamentais para

alinhar os interesses entre principal e agente e maximizar a riqueza dos acionistas. Esse assunto também tem sido constantemente debatido na mídia, envolvendo casos de empresas com altas bonificações a gestores e maus resultados financeiros, e alternativas que as organizações têm buscado para compensar os gestores por mérito e, simultaneamente, melhorar os resultados para os acionistas.

No que se refere aos resultados da análise de regressão com dados em painel, constatou-se que o desempenho contábil (medido pelo IPC5) e o risco medido pelo custo médio ponderado de capital ($WACC_{t+1}$ e WACC) não revelaram relacionamento significativo com os índices de qualidade da governança. Os modelos cuja variável dependente era o beta também não mostraram relações significativas com a GC, exceto o modelo com *igc1* sem a variável adesão aos níveis de governança da bolsa, que mostrou relação positiva entre governança e beta, ao nível de significância de 6%, corroborando Salmasi (2007).

Quanto aos modelos com valor de mercado e levando em consideração a variável *igc* isolada, foram percebidas relações significativas e negativas entre os índices de qualidade da governança e as variáveis dependentes Q de Tobin, MBPL e MBA, contrariando a hipótese H2. Por sua vez, constatou-se uma associação positiva e significativa entre a taxa de retorno ajustada ao risco (RI_RF) e o *igc1*, indicando que esta taxa se eleva quando a qualidade da GC aumenta.

O teste de Chow (1960) revelou que a maior parte dos modelos possui rupturas estruturais, em especial no que se refere ao regime de crise global (2008-2009). Mesmo nos modelos em que as rupturas foram menos evidentes (RI_RF, por exemplo), pode-se inferir certo nível de descontinuidade no período de crise global (a crise do *subprime* americano), mesmo que marginal. Os modelos cuja variável dependente era uma medida de risco (WACC e beta) não revelaram rupturas no período de crises locais (2000-2002).

Percebeu-se também que nos modelos com MBPL, MBA e RI_RF estavam presentes variáveis interadas estatisticamente significativas de governança e crise. No caso do MBPL e do MBA, o *igc*, analisado isoladamente ou no período amostral total, mostra relação negativa com valor de mercado. No entanto, quando o *igc* é analisado de forma conjunta com a *dummy* de crise global, seu comportamento se torna positivo, corroborando a hipótese H2 e a literatura sobre o tema (SILVEIRA, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; CORREIA, 2008), que afirma que empresas bem governadas possuem maior valor de mercado. Portanto, pode-se inferir a partir desta investigação que “empresas bem governadas possuem maior valor de mercado no período de crise global”, o que também corrobora a hipótese H4.

Além disso, é importante ressaltar que a interação significativa nos modelos foi apenas com crise global, indicando que no período de instabilidade econômica denominado de crise do *subprime* americano, o efeito foi mais evidente do que nas crises locais.

Conclusão similar à das variáveis MBPL/MBA foi obtida para a taxa de retorno ajustada ao risco (RI_RF): enquanto a variável *igc1* isolada revelou relação positiva com esta taxa, a variável de interação *igc1_d2* apresentou relação negativa. Dessa forma, a variável de interação evidenciou comportamento coerente com o trabalho de Correia (2008), que observou que os investidores exigem uma menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas. No entanto, nesta pesquisa pode-se complementar a constatação de Correia (2008) da seguinte forma: os investidores exigem menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas no período de crise global, mas o mesmo não foi observado no período total deste estudo. Esta última constatação comprova a hipótese H4.

Além dos índices de qualidade da governança especialmente elaborados para os fins deste estudo, a variável adesão aos níveis de GC da bolsa também se mostrou importante. Tal variável pode ser considerada uma forma alternativa de mensurar o efeito das boas práticas de GC sobre os aspectos de desempenho/valor/risco. Interessante observar que não houve colinearidade entre os índices de governança (*igc14*, *igcx* e *igc1*) e as *dummies* de adesão, apesar de essas variáveis terem o objetivo de representar o mesmo construto. Sob esta ótica, percebeu-se que os modelos com desempenho contábil e custo médio ponderado de capital ($WACC_{t+1}$) não revelaram associações significativas com a adesão a nenhum dos níveis de GC. Porém, quando se considera a variável adesão em conjunto com as *dummies* de crise, todos os modelos apresentaram aspectos significativos.

A maioria das variáveis interadas de adesão e crise mostra comportamento oposto à variável isolada adesão. Nos modelos com Q de Tobin, MBPL e MBA, por exemplo, enquanto a adesão ao Novo Mercado (*ades3*) isolada revelou sentido positivo com valor, a variável interada “*ades3 * crise global*” mostrou sinal negativo. Isso significa que as empresas pertencentes ao Novo Mercado apresentaram maior valor no período total da amostra. No entanto, no período de crise global, essas mesmas empresas mostraram menor valor. Nota-se aqui um resultado oposto ao do índice de qualidade da governança construído para a investigação, mesmo considerando que essas duas medidas deveriam representar o mesmo construto. Quando se analisa o comportamento das *dummies* de crises locais e global, os modelos com Q de Tobin e WACC não apresentaram essas variáveis como sendo estatisticamente significativas, mesmo levando em consideração a existência de rupturas estruturais, conforme evidenciado no teste de Chow. Nos modelos de desempenho contábil, a

dummy de crises locais se mostrou importante em todas as especificações e com sinal positivo, indicando que neste período (2000-2002) a performance média se elevou. Por outro lado, em todos os modelos com o beta e com o $WACC_{t+1}$, a *dummy* de crise global mostrou relevância estatística e com direção positiva em ambos, significando que no período 2008-2009 o risco sistêmico e o risco interno da estrutura de capital da empresa se elevaram. Logo, o beta e o $WACC_{t+1}$ absorveram, conforme esperado, as mudanças no período de instabilidade econômica.

As *dummies* de crises locais e global revelaram sinal negativo nos modelos com valor de mercado (MBPL, MBA e RI_RF), o que mostra que o valor médio da empresa se reduziu nos anos de instabilidade econômica.

Portanto, pode-se dizer que este estudo comprovou a hipótese H2 em períodos de crise global, comprovou a hipótese H4 em todo o período e não confirmou as hipóteses H1 e H3. Além disso, o estudo atingiu o seu objetivo geral e seus objetivos específicos, que eram: (a) desenvolver um índice de qualidade da governança considerando os mecanismos de GC mais adequados aos problemas de agência brasileiros; (b) compreender quais mecanismos de GC são mais importantes no contexto brasileiro em períodos de crise e de não crise; e (c) investigar a relação entre o índice de governança e indicadores de desempenho/valor/risco para a realidade de empresas brasileiras em períodos econômicos distintos.

Esta investigação contribuiu com a literatura existente sobre governança e desempenho/valor/risco, na medida em que mostrou o papel diferenciado que a GC pode assumir em momentos adversos de retorno. Indicou, também, a importância relativa dos mecanismos ou dimensões de GC nos momentos de crises locais (crise energética e eleitoral no Brasil), crise global (crise do *subprime* americano) e não crise. Ademais, mostrou que o índice de qualidade da governança desenvolvido apresentou comportamento oposto à variável adesão aos NDGC da bolsa, ainda que essas variáveis sejam representativas do mesmo construto. A partir deste resultado, pode-se inferir que as exigências estabelecidas pela BM&FBovespa para integrar os níveis diferenciados de governança não representam os mecanismos de governança corporativa geralmente adotados sob a perspectiva da teoria de agência.

Como sugestões para futuras pesquisas, diversos caminhos podem ser traçados pelos pesquisadores, por exemplo: o uso de indicadores distintos para desempenho/valor/risco; outras metodologias para relacionar os aspectos de interesse; e a utilização de novas variáveis como *proxy* para transparência das informações publicadas e/ou outros mecanismos de GC.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**. v.39, n.4, p.338-347, 2004.
- ALCHIAN A. A.; DEMSETZ H. Production, Information Costs and Economic Organization. **American Economic Review**. v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. **Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras**. In: 5º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2005, São Paulo: FEA/USP, 2005.
- ALEXANDER, C. **Market Risk Analysis: Quantitative Methods in Finance**. The Wiley Finance Series, Vol. 1, 2008.
- ALHO, M. R. S. **Índices de Governança Corporativa: o impacto dos determinantes da qualidade da governança corporativa**. 2006. 63 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Economia) – Faculdades IBMEC, Rio de Janeiro, 2006.
- ALMEIDA, D. R. de. **Governança reduz volatilidade?** 2007. 38 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Rio de Janeiro, 2007.
- ALMEIDA, H. V.; WOLFENZON, D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. **The Journal of Finance**. v. 61, n. 6, p. 2637-2680, 2006.
- ALMEIDA, R. S. de. **Governança corporativa: análise da composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil**. 2012. 69f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Departamento de Administração, Rio de Janeiro-RJ, 2012.
- ALVES, D.; RIBEIRO, K.; MANTESE, F. **Governança Corporativa e desempenho das ações de empresas do setor elétrico**. In: X Seminários em Administração da FEA/USP (SEMEAD), São Paulo. 2007.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**. v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- AUDIT COMMITTEE INSTITUTE. Segundo estudo sobre as melhores práticas de governança corporativa no Brasil e nos Estados Unidos – 2007 Base – Relatório Anual 20-F. **Risk Advisory Services, KPMG**, Brasil, 2007. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/advisory/ras/iarcs/KPMG_Estudo_20F_2007_Final.pdf>. Acesso em: 02 fev. 2008.
- AZEVEDO, R. O. I. de. **Impacto das práticas diferenciadas de governança corporativa no preço das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período 2001-2009**. 2009. 102 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) – FEAD-Minas, Belo Horizonte, 2009.
- BAEK, J.; KANG, J.; PARK, K. S. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. **Working Paper**, 2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=348401>. Acesso em 10 jan. 2012.

BAESSO, R. S.; COSCARELLI, B. V.; AMARAL, F. V. A.; SILVA, R. A.; AMARAL, H. F. **Teste da Hipótese de Eficiência do Mercado no Brasil: uma aplicação de Filtros Ótimos**. In: XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Rio de Janeiro, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **PEDD Padrão Especial de Disseminação de Dados**. 2011. Disponível em: http://www.bc.gov.br/pec/sdds/port/pib_p.shtm. Acesso em 10 mai. 2012.

BARBA, F. G. de. **Impactos da crise de 2007/2008 nos mercados de capitais latino-americanos**. 2011. 85f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal de Santa Maria, Programa de Pós-Graduação em Administração, Santa Maria-RS, 2011.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. **Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos**. In: 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade, São Paulo: FEA/USP, 2004.

BARONTINI, R.; CAPRIO, L. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. **European Financial Management**, v. 12, n. 5, p. 689-723, 2006.

BARRETO, G. G. de B. **Análise dos mecanismos e modelos de governança corporativa adotados por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo**. 2005. 179 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR), Curitiba, 2005.

BARROS, L. A. B. C.; JUNIOR, F. H. F. C.; SILVEIRA, A. D. M.; BERGMANN, D. R. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. **Working Paper**. 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1593187>. Acesso em 05 jun. 2010.

BAUM, C. F. **An introduction to modern econometrics using stata**. Massachusetts: Stata Press, 2006.

BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **Stata Journal**. v.1, n.1, p. 101-104, 2001.

BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S. Enhanced routines for instrumental variables, GMM estimation and testing. **Stata Journal**. v. 7, n. 4, p. 465-506, 2007.

BBC ONLINE. **Bolsas despencam na Europa e na Ásia com crise em Wall Street**. 2008. Disponível em: http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/09/080915_mercados_2a_pu.shtml. Acesso em 10 jun. 2012.

BBC ONLINE. **Brasil foi um dos países que melhor reagiram à crise, diz estudo alemão**. 2010. Disponível em: http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2010/04/100423_alemanha_estudo_rc.shtml. Acesso em: 10 jan.2012.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance? **Review of Financial Studies**. v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=593423>>. Acesso em 11 mar. 2010.

BEBCHUK, L. A.; GRINSTEIN, Y.; PEYER, U. C. Lucky CEOs and Lucky Directors. 2009. *Journal of Finance*, Forthcoming. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1405316>>. Acesso em: 10 jun. 2010.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The State of Corporate Governance Research. **Review of Financial Studies**. v. 23. n. 3, p. 939-961, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1508146>>. Acesso em 01 jun. 2010.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BEYS, F. N. **Análise das Práticas de Governança Corporativa do Setor de Energia Elétrica Brasileiro**. 2009. 187 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUC-RGS), Porto Alegre, 2009.

BEZERRA, H. D. Guerra eleitoral no Brasil: Estudo comparativo das eleições presidenciais de 1998, 2002 e 2006. **Civitas**. Porto Alegre, v. 8, n. 2, p. 323-341, 2008.

BIRK, G. **Governança Corporativa: Geração de Valor - um estudo das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período 2000-2011**. 2012. 92f. Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento). Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUC-RS), Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, Porto Alegre-RS, 2012.

BLACK, B.S.; JANG, H. and KIM, W. Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics and Organization**. V. 22, n. 2, p. 366-403, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=311275>.

BLUNDELL, R.; BOND, S. R. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**. v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.

BM&FBOVESPA. **Índice Bovespa - Ibovespa**. Maio, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em 17 jun. 2012.

BM&FBOVESPA. **Novo mercado**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 20 jan. 2009.

BM&FBOVESPA. **Número de pessoas físicas na BM&FBovespa registra ligeiro aumento em maio**. Maio, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em 17 jun. 2012.

BOHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. **ECGI – Finance Working Paper n. 28/2003**, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=423461>> Acesso em 03 mai. 2010.

BOSCHI, M. International financial contagion: evidence from the argentine crisis of 2001-2002. **Applied Financial Economics**. v. 15, n. 3, p. 153-163, 2005.

BOZEC, R.; DIA, M. Board structure and firm technical efficiency: Evidence from Canadian state-owned enterprises. **European Journal of Operational Research**. v. 177, p. 1734-1750, 2007.

BOZEC, Y.; BOZEC, R. Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects? **Canadian Journal of Administrative Sciences (CJAS)**. v. 24, n. 3, p. 182-195, 2007.

BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. **Financial Management**. v. 1, n. 1, p. 139-157, 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira de 2008. **Revista de Economia Política**. v. 29, n. 1, p. 133-134, 2009.

BRESSER-PEREIRA, L. C. The 2008 financial crisis and neoclassical economics. **Revista de Economia Política**. v. 30, n. 1, p. 3-26, 2010.

BROOKS, C. **Introductory Econometrics for Finance**. 2nd edition. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BROTTO, J. G. Saiba quais foram as principais crises ao longo dos últimos 40 anos. **Insider News**. 2009. Disponível em: <http://www.insidernews.com.br/tudo-sobre/saiba-quais-foram-as-principais-criises-ao-longo-dos-ultimos-40-anos>. Acesso em 10 mai. 2012.

BRUNNERMEIER, M. K. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. **Journal of Economic Perspectives**. v. 23, n. 1, p. 77–100, 2009.

CABALLERO, R. J.; FARHI, E.; GOURINCHAS, P. Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances. **Brookings Papers on Economic Activity**. v. 1, n. 1, p. 1-55, 2008.

CADBURY REPORT. **London Stock Exchange**. 1992. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132>. Acesso em 10 jun. 2010.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa**. In: XXX Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Salvador, 2006.

CAMPELLO, M.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. **Journal of Financial Economics**. v. 97, n. 3, p. 470-487, 2010.

CARHART, M. On Persistence in Mutual Fund Performance. **Journal of Finance**. v. 52, p. 57-82, 1997.

CARVALHAL, A.; NOBILI, C. Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index. **Quantitative Finance**. v. 11, n. 2, p. 247-259, 2011.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**. v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa**. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em 10 Jan. 2009.

CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R. **Economia monetária e financeira: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CASELANI, C. N.; EID JR, W. **A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade de ações negociadas no Brasil**. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.

CATANACH, A. H.; RAGATZ, J. A. 2008 Market Crisis: black swan, perfect storm or tipping point? **Bank Accounting & Finance**. v. 23, n. 3, p. 20-26, 2010.

CHEFFINS, B. R. Did corporate governance 'fail' during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500. **ECGI - Law Working Paper n. 124**. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1396126>>. Acesso em 10 mai. 2010.

CHEN, J.; XUE, Y. **New Empirical Panel Study on the Capital Structure of Chinese Listed Companies**. School of Management, University of Surrey, Guildford, Surrey, United Kingdom, 2004.

CHEN, K. C. W.; CHEN, Z.; WEI, K. C. J. Disclosure, corporate governance and the cost of capital: evidence from Asian's emerging markets. **Working Paper** (2003). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=422000>.

CHI, D. J. Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights. **Financial Management**. V. 34, n. 4, p. 65-76, 2005.

CHIANG, M.; LIN, J. The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: evidence from Taiwan's manufacturing firms. **Corporate Governance**. v. 15. n. 5, p. 768-779, 2007.

CHOI, J. J.; PARK, S. W.; YOO, S. S. The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 4, p. 941-962, 2007.

CHOW, G. C. Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions. **Econometrica**. v. 28, n. 3, p. 591-605, 1960.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**. v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CICOGNA, M. P. V. **Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais**. 2007. 163 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo (FEARP-USP), Ribeirão Preto, 2007.

CICOGNA, M. P. V.; VALLE, M. R. do; JUNIOR, R. T. **O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial**. In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Brasília, 2005.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**. v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**. v.4, p. 386-405, 1937.

COLES, J. W.; McWILLIAMS, V. B.; SEN, N. An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. **Journal of Management**. v. 27, p. 23-50, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **Cenários da Crise: Origens e Consequências**. v. 62, n. 11, p.14-16, Nov. 2008.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **Concorrência e explosão do crédito**. v. 64, n. 4, Abr. 2010.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **Lições de casa em meio à turbulência**. v. 63, n. 2, p. 18-19, Fev. 2009.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **O melhor desempenho da década.** v. 64, n. 1, p. 34-38, Jan. 2010.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies** (3rd edn). McKinsey & Company, Inc. New York, 2000.

CORREIA, L. F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil.** 2008. 274 f. Tese (Doutorado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças.** v. 22, n.55, p. 45-63, 2011.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. **Revista de Gestão da USP (REGE/USP).** v.13, n.1, 2006.

COSTA, G. da S. **A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil.** 2008. 156 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUC-RGS), Porto Alegre, 2008.

CREMERS, M.; FERRELL, A. Thirty years of corporate governance: firms valuations & stock returns. **CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper.** Yale International Center for Finance Working Paper, n. 09-09. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1413133>>. Acesso em 7 mai. 2010.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização.** 2009. 242 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2009.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras.** 2006. 116 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Gestão e Negócios (UFU-FAGEN), Uberlândia, 2006.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 4ª ed., 2002.

DESTEFANIS, S.; SENA, V. Patterns of Corporate Governance and Technical Efficiency in Italian Manufacturing. **Managerial and Decision Economics.** v. 28, p. 27-40, 2007.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. **ECGI - Finance Working Paper n. 77,** Dice Center Working Paper n. 2. 2005 Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=668424>>. Acesso em 7 mai. 2010.

DWYER, G. P.; TKAC, P. The financial crisis of 2008 in fixed-income markets. **Journal of International Money and Finance.** v. 28, n. 8, p. 1293-1316, 2009.

EARLE, T. C. Trust, Confidence, and the 2008 Global Financial Crisis. **Risk Analysis.** v. 29, n. 6, p. 785-792, 2009.

ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. **Abacus.** v. 17, n.1, p. 28-40, 1981.

ERKENS, D.; HUNG, M.; MATOS, P. P. Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide. **ECGI - Finance Working Paper n. 249**, CELS 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1397685>>. Acesso em 11 mai. 2010.

EXAME. **A lógica da grana: a remuneração dos executivos brasileiros está entre as mais altas do mundo**. Edição 1018, Ano 46, n. 11, p. 160-162, 2012.

FARHI, M.; PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Revista de Economia Política**. v. 29, n. 1, p. 135-138, 2009.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FEIGL, D. M. **Uma Investigação sobre o Efeito Contágio nas Empresas Negociadas no Mercado Acionário Brasileiro e Auditadas pela Arthur Andersen**. 2006. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2005.

FERNANDES, N. G.; FERREIRA, M. A. Does international cross-listing improve the information environment. **Journal of Financial Economics**. v. 88, p. 216-244, 2008.

FERNANDES, N. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. **EFA, Ljubljana Meetings Paper**. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=965636>>. Acesso em 5 jun. 2010.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer? **Revista de Economia Política**. v. 29, n. 1, p. 142-144, 2009.

FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy. **Journal of Management Studies**. v. 43, n. 6, p. 1289-1330, 2006.

FISCHER, M. A. **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**. 2012. 200f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração, Uberlândia-MG, 2012.

FREITAS, M. C. Panorama e perspectivas das economias avançadas: sob o signo da crise. **Grupo de conjuntura**. Fundap, 2008.

GABAIX, X.; LANDIER, A. Why Has CEO Pay Increased so Much? **Quarterly Journal of Economics**. v. 123, p. 49-100, 2008.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GIROUD, X.; MUELLER, H. M. Does corporate governance matter in competitive industries? **Journal of Financial Economics**. v. 95, p. 312-331, 2010.

GOLLNER, E. S. **Impacto das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas: estudo no setor de siderurgia e metalurgia sob a perspectiva da teoria de agência**. 2006. 81 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

GOMES, G. C. **A Relação entre a participação nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa e o VAR Patrimonial**. 2009. 74 f. Dissertação (Mestrado

Profissionalizante em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2009.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**. v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=278920>>. Acesso em 05 jun. 2010.

GONÇALVES, R. E. **Boas práticas de governança corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?** 2009. 56 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE-FGV), Rio de Janeiro-RJ, 2009.

GOTARDELO, D. R. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado.** 2006. 142 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte, 2006.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. New Jersey: Pearson Education, Prentice Hall, 2002.

GREENSPAN, A.; MANKIW, N. G.; STEIN, J. C. The Crisis [with Comments and Discussion]. **Brookings Papers on Economic Activity**. v.1, n.1, p. 201-261, 2010.

GROSSMAN, S.; HART, O. One-share-one-vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**. v. 20, p. 175-202, 1988.

GROSSMAN, S.; HART, O. Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. **Bell Journal of Economics**. v.11, p. 42-64, 1980.

HABIB, A. Information risk and the cost of capital: review of the empirical literature. **Working Paper**. 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=722781>. Acesso em: 10 jun. 2012.

HALL, B. J.; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats? **Quarterly Journal of Economics**. v. 103, n. 3, p. 653-691, 1998.

HANSEN, L. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Econometrica**. v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.

HARDWICK, P., ADAMS, M., ZOU, H. Corporate Governance and Cost Efficiency in the United Kingdom Life Insurance Industry. **European Business Management Scholl**. Working Paper. United Kingdom, 2003.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate governance: Voting rights and majority rules. **Journal of Financial Economics**. v. 20, p. 203-236, 1988.

HEIJ, C.; BOER, P.; FRANSES, P. H.; KLOEK, T.; VAN DIJK, H. K. **Econometric Methods with Applications in Business and Economics**. New York: Oxford University Press, 2004.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, New York, 2003.

HOWSON, N. C. When 'good' corporate governance makes 'bad' (financial) firms: the global crisis and the limits of private law. **Michigan Law Review**, First Impressions, v. 108, p. 44, University of Michigan Law & Economics, Olin Working Paper n. 9-24. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1511904>>. Acesso em 8 mai. 2010.

HUANG, L.; HSIAO, T.; LAI, G. C. Does Corporate Governance and Ownership Structure influence performance? Evidence from Taiwan Life Insurance Companies. **Journal of Insurance Issues**. v. 30, n. 2, p. 123-151, 2007.

HUY, D. T. N. Corporate Governance Issues and the Construction of a Set of Limited Asian Pacific Corporate Governance Standards after Financial Crisis, Corporate Scandals and Market Manipulation. **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**. v. 28, n. 1, p. 16-43, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Contas Nacionais Trimestrais – Indicadores de Volume**. 2005. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 10 jun. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Contas Nacionais Trimestrais – Indicadores de Volume e Valores Correntes**. 2009. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 10 jun. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Contas Nacionais Trimestrais – Indicadores de Volume e Valores Correntes**. 2010. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 10 jun. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Experiências em governança corporativa**. 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ExperienciaGovernanca.aspx>>. Acesso em 25 fev. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Uma Década de Governança Corporativa: História do IBGC, marcos e lições da experiência**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance. Saraiva, 2006.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. v. 1, n.1, p. 1001-1014, 2008.

IVASHINA, V.; SCHARFSTEIN, D. S. Bank Lending During the Financial Crisis of 2008. **EFA Bergen Meetings Paper**. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1297337>>. Acesso em 10 jan. 2012.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**. v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**. v. 98, p. 225-264, 1990.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**. v.58, n.1, p. 141-186, 2000.

KAPLAN, S. N.; RAUH, J. Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? **Review of Financial Studies**. v. 23. n. 3, p. 939-961, 2009.

KENNEDY, P. **Manual de Econometria**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

- KHIARI, W.; KARAA, A.; OMRI, A. Corporate governance efficiency: an indexing approach using the stochastic frontier analysis. **Corporate Governance**. v. 7, n. 2, p. 148-161, 2007.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em 05 mai. 2010.
- KOERNIADI, H.; KRISHNAMURTI, C.; RAD, A. T. Corporate Governance and the Variability of Stock Returns: Evidence from New Zealand Companies. **Finance and Corporate Governance Conference Paper**. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1535082>>. Acesso em 11 mar. 2010.
- KRISHNAKUMAR, J.; NAGAR, A. L. On Exact Statistical Properties of Multidimensional Indices Based on Principal Components, Factor Analysis, MIMIC and Structural Equation Models. **Social Indicators Research**. v. 86, n. 3, p. 481-496, 2008.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHINY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**. v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHINY, R. W. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**. v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**. v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of Political Economy**. v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LAEVEN, L.; VALENCIA, F. Systemic Banking Crises: A New Database. **Working Paper 08/224**. International Monetary Fund, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2012.
- LAMEIRA, V. J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras**. 2007. 197 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Rio de Janeiro, 2007.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR, W.L.; DA MOTTA, L.F.J. **Governança corporativa: existe evidências empíricas de impactos no β e D- β** . In: V Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR, W.L.; SOARES, T.D. **Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras**. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. D. M.; FAMÁ, R. **Existe Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa no Brasil?** In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Salvador, 2006.
- LAPYDA, I. Durkheim e a crise financeira: reflexões sobre anomia e a relação entre economia e sociedade. **Plural - Revista do Programa de Pós-Graduação em Sociologia da USP**. v. 17, n.1, p. 35-58, 2010.

- LAUAR, V. G. **Ruptura e crescimento: a recuperação econômica da Argentina de 2002 a 2006**. 2008. 84f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. PUC-SP, São Paulo-SP, 2008.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**. v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LEHMANN, E.; WARNING, S.; WEIGAND, J. Governance Structures, Multidimensional Efficiency and Firm Profitability. **Journal of Management and Governance**. v. 8, p. 279-304, 2004.
- LEMMON, M.; LINS, K. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. **Working Paper n. 393**. William Davidson Institute, 3rd Annual Fin. Mkt. Dev. Conference, Hong Kong, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=265108>>. Acesso em 10 jan. 2012.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**. v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
- LIMA, D. A.; MACIEL, C. V.; LIBONATI, J. J. **Os impactos gerados na adequação da estrutura de controles internos de uma empresa brasileira às Exigências da seção 404 da lei Sarbanes-Oxley: Um estudo de caso**. In: XXXII Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (ENANPAD), Rio de Janeiro, 2008.
- LIMA, J. A. de. **Governança corporativa e seus impactos na rentabilidade de ações da Bovespa de 2005 a 2007**. 2008. 82 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte, 2008.
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. **Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras**. In: XXVIII Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (ENANPAD), Curitiba, 2004.
- LIMA, R. E. de; ARAÚJO, M. B. V. de; AMARAL, H. F. **Conflitos de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito**. In: V Encontro de Pesquisadores Latino Americanos de Cooperativismo, Ribeirão Preto, 2008.
- LIPTON, M.; LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**. v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.
- LIU, C.; LIU, J.; UCHIDA, K. Do Independent Boards Effectively Monitor Management? Evidence from Japan During the Financial Crisis. **Working Paper**. 2010. Corporate Governance and the Global Financial Crisis, Cambridge University Press, Forthcoming. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1670062>>. Acesso em 10 jan. 2012.
- LIU, C.; UCHIDA, K.; YANG, Y. Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. **International Review of Financial Analysis**. v. 21, n. 1, p. 70-80, 2012.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil. **Working Paper**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em 10 mar. 2010.
- LOSEKANN, V. L. **Classificação setorial das empresas brasileiras: uma aplicação da análise de cluster**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria-RS, 2008.

MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. **Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado.** In: 6º Congresso de Controladoria e Contabilidade, São Paulo: FEA/USP, 2006.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. **Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil.** In: XXXIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), São Paulo, 2009.

MACEDO, M. A. S.; SIQUEIRA, B. S. **Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 a 2005.** In: 6º Congresso de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FEA/USP, 2006.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP- São Paulo.** Edição Comemorativa. p. 65-79, 2006.

MARTINS, V. A.; MENEZES DA SILVA, R. L.; NARDI, P. C. C. **Governança Corporativa e Liquidez das Ações.** In: XXX ENANPAD – Encontro Nacional da ANPAD, Salvador, 2006.

MELLO, J. S. F. **O impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil – uma reaplicação.** 2007. 108 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2007.

MENEZES, R. M. de. **A estrutura de propriedade e a governança corporativa têm relação com o valor e desempenho das empresas no novo cenário de mercado de capitais brasileiro?** 2009. 106 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2009.

MITTON, T. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. **Journal of Financial Economics.** v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics.** v. 20, n.1-2, p. 293-315, 1988.

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting sócio-economic indicators of human development: a latente variable approach. In: ULLAH et al. (org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference.** New York: Marcel Dekker, 2002. Cap. 29.

NASCIMENTO, M.; COSTA, F. M.; LOPES, A. B.; PEREIRA, L. C. S.; GONÇALVES, I. L. **Análise do Conteúdo Informacional do Resultado Contábil em US-GAAP: Um estudo de Evento em Companhias Abertas Brasileiras que Negociam ADRs na Bolsa de Nova Iorque.** In: XXXI Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (ENANPAD), Rio de Janeiro, 2007.

NOBILI, C. B. **Governança corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro: uma extensão do modelo de três fatores de Fama & French.** 2006. 55 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPPEAD-UFRJ), Rio de Janeiro, 2006.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil.** 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) –

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D.; ROCHA, K. C. **Influência da Concentração de Propriedade e Controle no Valor das Empresas no Brasil**. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2004.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 2004.

PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. A crise de 2008 e o Brasil. **Estudos e Pesquisas n. 259**. Fórum Nacional, Edição Extraordinária sob o domínio da insegurança (crise global). 2008.

PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. **Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros**. In: 6º Congresso de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FEA/USP, 2006.

PEIXE, F. C. D. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. 2003. 82f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2003.

PINHEIRO, J. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

POSNER, E. A.; VERMEULE, A. Crisis Governance in the Administrative State: 9/11 and the Financial Meltdown of 2008. **The University of Chicago Law Review**. v. 76, n. 4, p. 1613-1682, 2009.

PRENCIPE, A.; MARKARIAN, G.; POZZA, L. Earnings Management in Family Firms: Evidence from R&D Cost Capitalization in Italy. **Family Business Review**. v. 21, n. 1, p. 71-88, 2008.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Out. 2001.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Dez. 2007.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972 e dá outras providências. Mai. 2009.

QUENTAL, G. de A. J. **Investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo**. 2007. 68 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPPEAD-UFRJ), Rio de Janeiro, 2007.

RABELO, S. S. T. **Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2007.

- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. **Análise Comparativa de Carteiras com Práticas de Governança Corporativa Inferiores e Superiores**. In: X Seminários em Administração da FEA-USP (SEMEAD), São Paulo. 2007.
- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; MENDES-DA-SILVA, W. **Performance das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil: Um Estudo de Carteiras**. In: XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Rio de Janeiro, 2007.
- RAFFAELLI, R. R. do P. **A eficiência de mercado e a crise mundial de 2008**. 2010. 135f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo-SP, 2010.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. **Journal of Applied Corporate Finance**. v. 11, n. 1, p. 40-48, 1998.
- RAVINA, E.; SAPIENZA, P. What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading. **Review of Financial Studies**. v. 23, n. 3, p. 939-961, 2009.
- REESE, W. JR.; WEISBACH, M. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. **NBER Working Paper n. 8164**. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=194670>>. Acesso em 10 jun. 2012.
- REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises**. University of Maryland, College Park, Department of Economics, Harvard University. 2008.
- REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This Time it's Different: Eight Centuries of Financial Folly**. University of Maryland, College Park, Department of Economics, Harvard University. Cap. 1. 2009.
- RIBEIRO, M. C. V. **Governança Corporativa: um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros**. 2009. 189 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2009.
- RICARDINO, A.; MARTINS S. T. A. Governança Corporativa: Um novo nome para antigas práticas? **Revista Contabilidade e Finanças da USP**. n. 36, p. 50-60, 2004.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3^a. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- ROBERTSON, D. International Trade: First Principles Forgotten. **Policy**. v. 26, n. 4, p. 35-40, 2011.
- RODRIGUES, M. M. S. **Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa**. 2009, 107 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2009.
- RODRIGUEZ, G. M. **Governança corporativa: identificação dos principais fatores que inibem a adesão das companhias abertas ao novo mercado da Bovespa, sob o enfoque de custos**. 2005. 193 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica) - Centro Universitário Alves Penteado (UNIFECAP), São Paulo, 2005.

- ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. 2006. 147f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil**. In: XXX Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (ENANPAD), Salvador, 2006.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa. **Revista de Gestão da USP (REGE-USP)**. v.12, n.4, 2005.
- ROGOFF, K. S.; REINHART, C. M. **Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente**. Princeton University Press, 2010.
- ROLIM, F. M. C. **Governança corporativa, desempenho e valor: estudo comparativo entre empresas familiares e não-familiares de capital aberto do Brasil**. 2009. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade de Fortaleza (UNIFOR), Fortaleza, 2009.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: an introduction to “difference” and “system” GMM in stata. **Working Paper n. 103**, Center for Global Development, 2006.
- ROSSONI, L. **Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa**. 2009. 207 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Paraná (UFPR), Curitiba, 2009.
- SALMASI, S. V. **Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. 2007. 130 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2007.
- SECURATO, J. C. **Governança corporativa: estudo de médias de retornos entre IGC e Ibovespa no período de Jun/01 a Mar/06**. 2006. 129 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2006.
- SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M.; COOK, S. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2^a. ed. São Paulo: Herder. 1967.
- SERRA, R. G. **Perda de valor das empresas listadas na Bovespa durante a crise financeira de 2008: uma análise sob a perspectiva da Modelagem Hierárquica Linear**. 2011. 152f. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo-SP, 2011.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, M. C. D. **A adesão a boas práticas de governança corporativa e seus impactos sobre a avaliação financeira das companhias abertas**. 2009. 121 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte, 2009.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. **A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil?** In: XXIX Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Brasília, 2005.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. **Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras.** In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; DIAS JR., A. L. **Impacto da Divulgação de Disputas entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil.** In: VII Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2007.

SIMPSON, J. L. Were there warning signals from banking sectors for the 2008/2009 global financial crisis? **Applied Financial Economics.** v. 20, n. 1, p. 45-61, 2010.

SIQUEIRA, J. Bovespa tem maior alta desde eleições presidenciais de 2002. **UOL Últimas Notícias.** 2004. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/ultnot/reuters/2004/03/12/ult27u41118.jhtm>>. Acesso em 10 mai. 2012.

SIRQUEIRA, A. B. **Governança corporativa e otimização de *portfolios*: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança.** 2007. 113 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo (USP), São Carlos, 2007.

SKAIFE, H. A.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. **Working Paper.** 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=639681>>. Acesso em 5 mai. 2010.

SMITH, A. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas.** Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia.** v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

STEAGALL JR, L. **A Utilização de Derivativos Aliada às Melhores Práticas de Governança Corporativa Adiciona Valor para os Acionistas?** 2009. 37f. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, Faculdade de Economia e Administração, São Paulo-SP, 2009.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. **Econometria.** São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

STULZ, R. M. Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. National Bureau of Economic Research. **Working Paper Series, N. 7021.** 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7021>>. Acesso em 10 jun. 2012.

TARRAF, H. The role of Corporate Governance in the events leading up to the Global Financial Crisis: analysis of aggressive risk-taking. **Global Journal of Business Research.** v. 5, n. 4, p. 93-105, 2011.

TAVARES, R. M. S.; MORENO, R. **Alterações de *Ratings* de Países Emergentes e Efeitos no IBX.** In: XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Rio de Janeiro, 2007.

TAYLOR, J. D. Economic policy and the financial crisis: an empirical analysis of what went wrong. **Critical Review.** v. 21, n. 2/3, p. 341-364, 2009.

THE NEW YORK TIMES. **Credit Crisis - The Essential**. New York, 2010. Disponível em: <http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/index.html?scp=1&sq=Credit%20Crisis%20-%20the%20essential&st=cse>. Acesso em: 12 jun. 2012.

TOLMASQUIM, M. As origens da crise energética brasileira. **Ambiente & Sociedade**. v. 3, n. 6/7, p. 179-183, 2000.

TORRES, D. P. **Fatores determinantes do alisamento de lucros: um estudo empírico na Bovespa (2007)**. 2009. 111 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Salvador, Salvador-BA, 2009.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**. v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VALOR ECONÔMICO. **Balancos globalizados: adoção de normas internacionais de contabilidade tem efeitos distintos entre as empresas**. São Paulo, 2011. Disponível em: <http://www.alcantara.pro.br/novo/index.php?option=com_content&view=article&id=213:balancos-globalizados&catid=39:analise-de-balanco&Itemid=69>. Acesso em: 10 jun. 2012.

VELASQUEZ, M. D. P. **A influência da Governança Corporativa no Desempenho e na Estrutura de Capital das empresas listadas no N1, N2 e Novo Mercado da Bovespa**. 2008. 195 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Santa Maria, 2008.

VIANA, F. G. **Relacionamento planejadores energéticos e jornalistas: a análise da crise energética de 2001**. 2004. 114f. Dissertação (Mestrado em Planejamento de Sistemas Energéticos). Universidade Estadual de Campinas, Faculdade de Engenharia Mecânica, Campinas-SP, 2004.

WANG, X. Increased Disclosure Requirements and Corporate Governance Decisions: Evidence from Chief Financial Officers in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. **Journal of Accounting Research**. v. 48, n. 4, p. 885-920, 2010.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WONG, S. C. Y. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated version). **Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum**. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1409370>>. Acesso em 02 jun. 2010.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: MIT Press, 2002.

ZOLINI, B. **Governança Corporativa: Estrutura de Propriedade e o Valor da Empresa**. 2008. 67 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Internacional) - Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rio de Janeiro, 2008.

APÊNDICE

Tabela A – Trabalhos que relacionam governança corporativa e desempenho/valor/risco utilizando modelos de regressão

Tabela B – Trabalhos que tratam de governança corporativa e desempenho/valor/risco utilizando testes estatísticos, estudo de eventos, DEA (*Data Envelopment Analysis*) e programação linear

Tabela C – Pesquisas qualitativas em governança corporativa

Tabela D – Pesquisas que elaboraram ou replicaram índices de governança corporativa

Tabela E – Correlações entre as variáveis investigadas

Tabela F – Descrição das variáveis de desempenho/valor/risco para todo o período amostral

Tabela G – Média das variáveis de desempenho/valor/risco ao longo do período analisado

Tabela H – Desvio padrão das variáveis de desempenho/valor/risco ao longo do período analisado

Tabela I – Legenda para as variáveis dos modelos de regressão

Tabela J – Associação entre o $igc1$ e o β (modelo sem adesão)

Tabela K – Amostra

Tabela A – Trabalhos que relacionam governança corporativa e desempenho/valor/risco utilizando modelos de regressões

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Coles, McWilliams e Sen (2001)	Mecanismos de GC, desempenho, análise setorial, compensação de executivos, estrutura de propriedade.	VD: EVA (<i>Economic Value Added</i>) e MVA (<i>Market Value Added</i>).	VI: estrutura combinada de liderança, proporção de diretores independentes, proporção de propriedade do CEO, proporção de propriedade do conselho, variações no salário do CEO, titular de cargo de CEO.	VC: proporção de propriedade de grandes acionistas, desempenho do setor, e tamanho da firma.	Algumas variáveis de agência impactam o desempenho, individualmente e com interações, mas o desempenho do setor é um forte direcionador de performance para a amostra de firmas analisada. Constataram relação significativa e positiva do setor em ambos MVA e EVA. Não encontraram relação significativa entre EVA e mecanismos de GC. Para o MVA encontraram relação significativa com GC, mas contrária ao que era esperado. Apontam a necessidade de que haja pesquisa adicional sobre o exame do contexto do setor de atuação das firmas de forma mais refinada.
Carvalho (2003)	Preço, liquidez e volatilidade das ações.	VD: Modelo 1: retorno das ações; Modelo 2: volume negociado em cada ação; Modelo 3: variação no preço no período t	VI: Mod. 1: Retorno do índice Bovespa na data t; retorno do índice IBX na data t; Mod. 2: volume total de negociação na Bovespa no período t medido em reais; Mod. 3: volume transacionado no período t; variação do preço no período t – 1.	VC: Mod. 1: Variável <i>dummy</i> para a janela do evento; Mod. 2: <i>dummy</i> para migração aos níveis de GC. Mod. 3: variação da cotação diária do dólar.	Encontrou retornos anormais positivos sobre os preços, aumento dos volumes negociados e aumento da liquidez das ações após a migração para o novo mercado ou Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Não encontrou mudança consistente na volatilidade.
Bohren e Odegaard (2004)	Desempenho, concentração de propriedade e propriedade de <i>insider</i> .	VD: utiliza 3 tipos de VDs: (1) Desempenho (Q de Tobin, ROA, retorno de mercado das ações); (2) Concentração de Propriedade (fração de capital mantida pelo maior acionista controlador); (3) Propriedade de <i>Insider</i> (fração de capital possuída pelos diretores e conselheiros).	VI: variáveis de desempenho, de concentração de propriedade e de propriedade de <i>insider</i> (alternadas para cada um dos 3 modelos).	VC: participação do Estado no patrimônio da empresa, participação de capital internacional, participação individual, participação de firmas não financeiras, ln do tamanho do conselho, fração das ações com direito a voto, dívida/ativos, <i>payout</i> , <i>dummy</i> para setor de atuação, ln do valor do patrimônio, investimentos em renda, beta das ações, variável de desempenho defasada, var. de conc. de prop. defasada, var. de prop. de <i>insider</i> defasada.	Constataram que a GC é relevante para o desempenho econômico, sendo que a estrutura de propriedade é o fator mais importante, a concentração de propriedade destrói valor de mercado, a propriedade direta é superior a indireta, e que o desempenho diminui com o aumento do tamanho do conselho, alavancagem, pagamento de dividendos, e a fração de ações sem direito a voto. Estes resultados persistem em uma ampla gama de equações singulares, sugerindo que os mecanismos de GC sejam independentes e não endógenos.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Alencar e Lopes (2005)	Nível de <i>disclosure</i> e custo de capital no Brasil.	VD: custo de capital (representado pelo beta do CAPM).	VI: <i>disclosure</i> (% de vezes em que a empresa foi indicada para premiação de transparência da ANEFAC, considerando-se as sete edições do prêmio).	VC: tamanho da empresa (ln da receita bruta), endividamento (ln Exig. total/PL), relação preço/valor patrimonial da ação; <i>dummy</i> para adesão aos níveis de GC; e internacionalização (<i>dummy</i> para emissão de ADRs).	Não encontraram evidências de que o nível de <i>disclosure</i> afeta o custo de capital no Brasil. Encontraram evidências do efeito tamanho sobre o retorno das empresas e que a implementação de níveis diferenciados de governança corporativa não influenciou no custo de capital das mesmas.
Caselani e Eid Jr. (2005)	Alavancagem e volatilidade.	VD: logaritmo da volatilidade (desvio-padrão) dos retornos das ações.	VI: log. da volatilidade defasado em um período; variação na alavancagem financeira da empresa entre os trimestres (trim.) t-1 e t.	VC: retorno logarítmico do preço de fechamento da ação no trim. t; diferença entre o giro médio da ação nos trim. t-1 e t; taxa real de juros ao final do trim. t; log. da capitalização de mercado da companhia ao final do trim. t; diferença entre os retornos do índice Dow Jones Industrial nos trim. t-1 e t; variação do PIB industrial brasileiro no trim. t; <i>dummy</i> para mudança no regime de câmbio brasileiro em 1999, <i>dummy</i> para adesão a níveis de GC.	Encontraram uma redução na volatilidade dos retornos de ações de empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa.
Lameira, Ness Jr. e da Motta (2005)	Percepção do risco da empresa observado pelo mercado.	VD: Beta (risco sistemático da empresa inserido no modelo CAPM de modo a precificar o custo do capital próprio da empresa) e D-Beta (risco sistemático da empresa inserido no modelo D-CAPM).	VI: Índice de Governança Corporativa (IGC) especialmente desenvolvido para o trabalho.	VC: dívida/PL, retorno dos ativos (ROA), ln do ativo total (efeito tamanho), razão preço-lucro (P/L) e <i>dummy</i> de ADR para os níveis 2 e 3.	Encontraram evidências de que as melhores práticas de GC levam a uma redução do risco observado pelo mercado em relação à empresa. Confirmaram a relação entre D-β e as variáveis <i>debt to equity</i> , ROA e ln dos ativos na amostra total. Comprovaram a existência de relação significativa entre β e a <i>dummy</i> de ADR, apesar do sinal contrário ao esperado, e entre β e ln do número de conselheiros no sentido esperado. Não se encontrou relação significativa entre o nível de GC e o β e o D-β das empresas.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Lameira, Ness Jr. e Soares (2005)	Valor das empresas, mensurado pelo <i>market value added</i> (MVA) e pelo Q de Tobin.	VD: Q de Tobin.	Dividiu as VI em 4 dimensões: (1) Variáveis (Var.) relacionadas com a estrutura de capital: Exig.Total/PL, Endiv.curto prazo/AT; (2) Var. relacionada com o aspecto econômico: Invest./PL.	Não tem VC. Continuação das VI: (3) Var. relacionadas com o mercado financeiro: liquidez, <i>payout</i> , beta. (4) Var. relacionadas com a qualidade da administração: emissão de ADRs nível 2 ou 3, emissão de ADRs em qualquer nível, <i>dummy</i> de Novo Mercado, <i>dummy</i> de adesão a qualquer nível de GC.	A pesquisa teve resultados estatísticos muito significativos, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa promoveram impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços.
Silveira, Barros e Fama (2005)	Qualidade da GC e valor das empresas.	VD: IGOV e Q de Tobin alternados em equações simultâneas.	VI: IGOV e Q de Tobin alternados em equações simultâneas.	VC: Estrutura de propriedade (% de ações ordinárias em posse do controlador), estrutura de capital (Exig. Total/PL), liquidez, <i>payout</i> , LAJIRDA, oportunidades futuras de crescimento, tamanho da empresa, natureza das operações (tangibilidade), setor de atuação, identidade do acionista controlador, emissão de ADRs, adesão aos níveis de GC da Bovespa.	Os resultados sugeriram que uma mudança na qualidade da GC do pior para o melhor nível da amostra resultaria em um aumento da capitalização (valor) de mercado da empresa de cerca de 85%, <i>ceteris paribus</i> .
Macedo e Siqueira (2006)	Valorização de ações e redução do risco.	VD: IGC e IBOVESPA.	VI: valor do spread do Risco-Brasil, taxa Selic mensal, cotação diária de fechamento do dólar norte-americano.	VC: Não tem.	Na análise de risco entre o IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Dólar norte-americano e Risco - Brasil observaram-se a proporcionalidade de grau e uma reação extremamente aproximada do IGC e IBOVESPA em relação a todos os fatores. Os resultados mostram que os impactos da governança podem trazer vantagem de retorno, mas não apresentam ainda reflexos relevantes em termos de redução de risco.
Martins, Menezes da Silva e Nardi (2006)	Liquidez e custo de capital.	VD: liquidez.	VI: Variável <i>dummy</i> para adesão das empresas aos níveis de GC da Bovespa.	VC: não tem.	Constataram que há fortes indícios de que a migração das empresas do mercado tradicional para um dos NDGC tem impacto na liquidez de suas ações, e conseqüentemente, indiretamente, no custo de capital dessas empresas.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Pedreira e Santos (2006)	Valorização no preço das ações de inst. financ. que adotam GC.	VD: preço médio da ação do banco i no dia t .	VI: Valor da ação do banco no dia anterior ($t-1$); índice preço lucro - P/L ($t-1$); P/L ($t-2$); ROA ($t-1$); ROA ($t-6$); RPL ($t-6$); três variáveis <i>dummies</i> para adesão a níveis de GC (separadas por banco).	VC: Não tem.	O valor da ação dos bancos apresenta em média uma valorização maior quanto maior for a relação preço/lucro, o retorno em relação ao total de seus ativos, o retorno sobre o PL e o valor da sua ação no dia anterior. As variáveis <i>dummy</i> para adesão a GC para cada banco não se mostraram significativas. Logo, não encontraram evidências de que ocorreu a valorização das ações dos bancos pesquisados após a adesão dos mesmos aos NDGC da BOVESPA.
Rogers (2006)	Crescimento econômico e menor exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos.	VD: LIBO: logaritmo natural (\ln) da média mensal do índice Ibovespa LIGC: \ln da média mensal do Índice de Governança Corporativa.	VI: LRB: \ln do risco-Brasil, medido pelo <i>spread</i> do <i>C-Bond</i> em relação ao <i>T-Bond</i> . LE: \ln da taxa média de câmbio comercial a preço de compra. LDJ: \ln do Índice de ações Dow Jones – média mensal do fechamento diário. LPPIB: \ln da <i>proxy</i> do PIB, medida pela Produção Física Industrial - índice de base fixa sem ajuste sazonal. LSELIC: \ln da taxa básica de juros de curto prazo, medida pela média datax Selic.	VC: Não tem.	O resultado, para o período de jul.2001 a jul. 2005, apontou indícios de que melhores práticas de GC, medidas pelo IGC, reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e que empresas que adotam tais práticas, possuem melhores performances (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não adotam.
Gollner (2006)	Qualidade da GC e desempenho corporativo.	VD: ROE (lucro líquido/PL), ROA (lucro líquido/Ativo total); LOAT (lucro operacional/Ativo total).	VI: independência do conselho de administração, independência do presidente do conselho, tamanho do conselho, participação dos gestores nos lucros da empresa.	VC: endividamento (Exig.Total/PL e Exig.Total/AT), participação no setor (rec.oper. da empresa/média setorial), evolução da taxa de câmbio, preço da placa de aço.	Os resultados encontrados revelaram que não há evidências para confirmar a hipótese testada, ou seja, não houve relação positiva significativa entre melhores práticas de GC e o desempenho das empresas investigadas do setor de siderurgia e metalurgia.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Gotardelo (2006)	GC, rentabilidade, volatilidade, valor de mercado.	VD: Rentabilidade (EBIT/AT, ROE e LOAT), Volatilidade (beta), Valor de mercado (Q de Tobin).	VI: concentração de votos, concentração de propriedade, excesso de votos dos controladores, acordo de acionistas, <i>free-float</i> (grupo estrutura de propriedade); dualidade de funções CEO/presidente do conselho, independência do conselho, tamanho do conselho, atuação do conselho fiscal, remuneração dos conselheiros e diretores atrelados ao lucro da cia (grupo papel e estrutura do conselho); práticas de GC divulgadas nos IANs (grupo divulgação da responsabilidade corporativa); <i>dummies</i> para adesão aos níveis de GC.	VC: dummies para setor de atuação (18 setores do Econômica).	Com relação à rentabilidade, em geral, as variáveis utilizadas apoiaram a hipótese da pesquisa. A volatilidade apresentou-se pouco significativa em relação às práticas de GC. O valor de mercado foi a variável que se apresentou mais consistente e significativa do estudo, embora alguns resultados encontrados sejam diferentes do esperado.
Dami (2006)	Estrutura de propriedade, desempenho e valor.	VD: as variáveis de desempenho e de estrutura de propriedade são alternadas nos modelos, como sendo VDs. As VDs são: para desempenho, ROE e Q de Tobin; para estrutura de propr.: concentração do direito de controle do principal acionista; concentração do direito de controle dos 3 principais acionistas; Índice de Herfindahl; coeficiente de entropia da participação dos 3 maiores acionistas; tipo de acionista controlador (<i>dummy</i> para controle estrangeiro e nacional).	VI: variáveis de desempenho e de estrutura de propriedade alternadas como VI.	VC: tamanho da empresa (valor contábil nominal do ativo total); instabilidade da rentabilidade (desvio padrão do ROE); estrutura de capital (PL/AT); média da taxa de crescimento da receita líquida; intensidade de capital (AT/RL); regulação de mercado (<i>dummy</i> para identificar se a empresa é de utilidade pública ou não).	Constatou que o tamanho da firma, a instabilidade da rentabilidade e a regulação de mercado são importantes determinantes da concentração de propriedade. As outras variáveis de estrutura de propriedade definidas nesta pesquisa não exercem influência significativa sobre o desempenho e o valor.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Nobili (2006) e Carvalhal e Nobili (2011)	Retorno de ações, GC, Modelo de três fatores de Fama & French.	VD: prêmio da carteira ou ativo “i” (são 4 modelos econométricos, todos com a mesma VD).	VI: Mod. 1: prêmio da carteira de mercado. Mod. 2: prêmio da carteira de mercado, prêmio pelo fator tamanho, prêmio pelo fator <i>Book-to-Market</i> (B/M). Mod. 3: prêmio da carteira de mercado, e prêmio pelo fator GC (índice de Carvalhal da Silva e Leal, 2005). Mod. 4: prêmio da carteira de mercado; prêmio pelo fator tamanho; prêmio pelo fator B/M, prêmio pelo fator GC.	VC: não tem.	Conclui que o fator GC, adicionado ao modelo de três fatores de Fama & French, agrega poder explicativo aos modelos de comportamento dos retornos das ações no caso brasileiro.
Lameira (2007)	GC, Risco, desempenho, valor.	VD: elaborou 4 equações base com 4 VDs: (1) Desempenho (ROA, ROE, MTS – market-to-sales ratio, ETS – ebit-to-sales ratio); (2) Risco (beta local, beta medido contra o S&P 500, volatilidade do retorno das ações, risco idiossincrático, custo médio ponderado de capital, diferença entre o retorno da ação no mercado e o retorno da renda fixa no mesmo período); (3) GC (construiu um índice composto por 20 perguntas binárias); (4) Valor (MTS, MTBV – valor de mercado da empresa/valor contábil).	VI: IGC (construído para a tese); índice de imobilização da empresa, alavancagem operacional, endividamento, tamanho da empresa (log da receita líquida), investimentos/AT, alavancagem financeira, liquidez, MTBV, tempo de experiência societária (log. do número de meses em que a empresa é cia aberta), tamanho do conselho, identidade do controlador (privado ou estatal), emissão de ADRs 2 ou 3, adesão aos níveis de GC, ações ordinárias em posse do controlador/total de ações, ações ordin. e prefer. de posse do controlador/total de ações.	VC: não tem.	Constatou que a maior dispersão do capital ordinário; a maior participação do controlador no capital total; menores graus de imobilização; maiores conselhos; menor alavancagem operacional e financeira; menores riscos; maiores margens; adoção de programa de ADR níveis 2 ou 3; maior tempo de experiência societária; maiores patrimônios, e a participação no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa se relacionam positivamente com a qualidade da governança praticada pelas empresas.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Almeida (2007)	Volatilidade dentro e fora de momentos de crise.	VD: volatilidade (medida por modelos ARCH, GARCH).	VI: volatilidade defasada, mudanças de volatilidade no período passado, GC, risco-país, choques negativos no retorno presente.	VC: não tem.	Governança reduz volatilidade para a amostra pesquisada: em mais de 60% das séries temporais analisadas encontrou-se um efeito negativo e significativo da medida de GC na volatilidade dos retornos. GC, então, ao reduzir o risco idiossincrático, diminui o custo relativo da concentração de carteira e, assim, incentiva a manutenção da concentração de propriedade.
Salmasi (2007)	Custo de capital próprio (CCP) e GC.	VD: custo de capital próprio (calculado por meio do CAPM e pelo modelo de três fatores de Fama & French).	VI: PGC (possui GC em qualquer nível ou não - <i>dummy</i>).	VC: GAF (grau de alavancagem financeira); GAO (grau de alavancagem operacional); tamanho da empresa (log. da receita operacional líquida); grau de intangibilidade da empresa (valor de mercado total das ações/PL); tempo com ações negociadas em bolsa.	Constatou que o CCP é maior para empresas com GC, segundo o método do CAPM, ao contrário do que era esperado como hipótese inicial. Inferiu, portanto, que o que aumenta o valor das empresas é o incremento do fluxo de caixa e não o menor CCP. Apresentou algumas explicações para a relação positiva entre CCP e GC: (1) empresas que aderem aos níveis de GC já são mais arriscadas anteriormente e querem promover uma redução nos seus custos de capital após alguns anos da adesão; (2) se as empresas com GC vão apresentar maior retorno, elas também terão maior risco e isso será refletido em maior CCP.
Rogers, Securato e Machado Filho (2008)	Comportamento e estrutura a termo da volatilidade.	VD: Volatilidade de um dia, volatilidade de longo prazo, vida média da volatilidade (todos para IGC e IBRX).	VI: Alfa (reação da volatilidade a movimentos no mercado), Beta (fator persistência da volatilidade) e Alfa + Beta (velocidade de convergência para o nível da volatilidade de longo prazo - reversão à média).	VC: Não tem.	Os resultados apontaram que: 1) a volatilidade das empresas com piores práticas de GC parece ser mais reativa ao mercado; 2) a persistência da volatilidade das empresas com boas práticas é maior que das empresas com piores práticas; 3) boas práticas de GC mostram-se eficazes em reduzir a volatilidade de longo prazo das ações; 4) a assimetria de informação é mais pronunciada em empresas com piores práticas de GC.
Lima (2008)	GC, rentabilidade, taxa Selic, risco-país e câmbio.	VD: Ibovespa, IGC, média mensal do valor do câmbio (real/dólar).	VI: fator mensal da taxa Selic, média mensal do valor do risco-país, IGC.	VC: não tem.	Constatou o mérito da GC devido à superioridade da rentabilidade das ações das empresas que constituem o IGC em relação à rentabilidade daquelas que compõem o Ibovespa.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Velasquez (2008)	GC, estrutura de capital e desempenho.	VD: divididas em 3 tipos – (1) Desempenho empresarial, (2) Desempenho de mercado e (3) Estrutura de capital. Para 1, usou: liquidez geral, liquidez corrente, ROE, ROA, margem líquida, EBITDA, Q de Tobin. Para 2, usou: lucro por ação, liquidez em bolsa, preço/valor patrimonial da ação, beta do CAPM, volatilidade, retorno, volume de negócios, <i>turnover</i> (volume negociado/valor de mercado). Para 3, usou: endividamento geral, endividamento do ativo, endividamento de curto prazo, financiamento do imobilizado, tangibilidade das operações, alavancagem financeira, alavancagem operacional.	VI: Relativas à GC - <i>big five</i> , tipo de controlador, representatividade do maior acionista da empresa, representatividade dos 5 maiores acionistas da empresa, representatividade do acionista controlador, presença de acordo de acionistas, unificação de cargos entre CEO e presid. do conselho, independência do conselho, tipo de parecer com ou sem ressalva, emissão de debêntures, redistribuição de lucros e distribuição de dividendos, negócios sociais, investimento em coligadas e/ou controladas, descrição dos negócios, comentários sobre a conjuntura econômica, recursos humanos, investimentos realizados e a realizar, P&D, novos produtos e serviços, meio ambiente, reformulações administrativas, direitos dos acionistas, perspectivas futuras, balanço social, fluxo de caixa, valor adicionado, auditores independentes em consultoria (<i>dummies</i> com ou sem divulgação no relatório de administração).	VC: ativo total, receita operacional, <i>payout</i> .	Não se pode concluir que as práticas de GC afetam o desempenho e a estrutura de capital das empresas, para os dados da amostra do estudo. Além disso, para a maioria dos modelos econométricos usados, a inserção das variáveis de controle não melhorou significativamente a qualidade dos modelos.
Menezes (2009)	Estrutura de propriedade, GC, valor e desempenho.	VD: Q de Tobin, <i>Firm value</i> (Economática), LOAT (lucro operacional/AT), LAJIRDA (EBITDA do Economática).	VI: percentual (%) de ações ordinárias do maior acionista; % de ações totais do maior acionista; % de ações preferenciais do maior acionista; grau de votos em excesso do controlador em relação à concentração total; % de ações ordinárias do 2º e 3º maiores acionistas; <i>dummies</i> para adesão aos níveis de GC.	VC: tamanho da empresa (ln da receita líquida), estrutura de capital (PL/AT), liquidez em bolsa (Economática), <i>dummy</i> para emissão de ADRs.	Constatou uma relação positiva entre valor e concentração de ações ordinárias e totais do maior acionista até determinada faixa, sendo negativa em concentrações mais elevadas. No que tange ao desempenho, os resultados sugerem uma relação linear positiva. O excesso de votos do maior acionista possui relação negativa com as variáveis de valor, mas positiva para desempenho. A adoção de boas práticas de GC pode refletir positivamente no valor da empresa, mas uma relação contrária com desempenho, em especial para as empresas listadas no Novo Mercado.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Ribeiro (2009)	Mecanismos internos de GC, valor de mercado e desempenho financeiro de bancos brasileiros.	VD: Q de Tobin, ROE.	VI: relativas ao Conselho de Administração - dualidade entre CEO e presidente do conselho, número de membros efetivos no conselho, número de membros efetivos do conselho não está entre 5 e 9 membros, percentual de conselheiros externos inferior a 80%, independência do conselho. Relativas à estrutura de propriedade - banco possui ações preferenciais, possui acordo de acionistas, percentual de ações ordinárias detidos pelos signatários do acordo de acionistas, percentual de ações ordinárias detido pelos controladores, acionista controlador detém menos de 70% do capital votante do banco.	VC: índice de endividamento geral, controle do banco é estatal.	À exceção da variável indicadora do acúmulo das funções de Presidente do Conselho e Diretor Presidente, negativamente relacionada com o ROE, nenhuma das demais variáveis apresentou-se estatisticamente significativa, sugerindo que os mecanismos internos de GC possam se apresentar pouco efetivos quando aplicados ao setor bancário.
Rolim (2009)	GC, desempenho, constituição empresarial (empresa familiar ou não familiar)	VD: ROE, ROA, PBV (Valor de mercado/PL), Q de Tobin.	VI: controle familiar e GC (a relação entre VD, VI e VC é verificada através do método ANOVA de um e de dois fatores).	VC: crescimento das vendas, EBITDA/Ativo Total, variação do valor patrimonial por ação, variação do lucro por ação, variação das vendas por ação, variação do EBITDA por ação, alavancagem financeira, margem líquida.	As empresas familiares brasileiras que se encontram em algum dos níveis de GC apresentam maior valor de mercado e uma melhor performance frente às empresas não familiares presentes nos mesmos segmentos de GC.
Rossoni (2009)	GC, legitimidade organizacional e desempenho.	VD: Q de Tobin, ROA, risco não sistemático (erro do CAPM), liquidez e volatilidade.	VI: Legitimidade formal-regulatória (<i>dummies</i> para adesão aos níveis de GC); Legitimidade cultural-cognitiva (prestígio, lacunas estruturais, coesão, densidade da população; Legitimidade normativa (reputação, emissão de ADRs).	VC: tamanho da empresa (ln do ativo total), idade (ln dos anos na bolsa), alavancagem financeira, <i>dummy</i> para setor.	Constatou que a legitimidade formal-regulatória está relacionada com maior valor de mercado, maior rentabilidade e maior liquidez das organizações; a legitimidade cultural-cognitiva está relacionada com maior valorização e queda no risco; e a legitimidade normativa está relacionada com maior valor, maior liquidez e menor risco. Concluiu que a legitimidade organizacional é um importante fator de explicação do desempenho de empresas de capital aberto.

Autores /Ano	Variáveis estudadas (geral)	Variáveis dependentes (VD)	Variáveis independentes (VI)	Variáveis de controle (VC)	Resultados e conclusões do estudo
Gomes (2009)	Risco medido pelo VAR patrimonial e GC.	VD: VAR Patrimonial.	VI: <i>dummy</i> para adesão ou não ao Novo Mercado, <i>dummy</i> para setor econômico.	VC: Não tem.	Na comparação entre dois grupos de empresas derivados do Ibovespa, não foi encontrada evidência de que pertencer aos NDGC reduz a exposição ao risco. Quanto aos grupos formados pelas empresas de energia elétrica, os testes estatísticos mostraram que existem evidências de que fazer parte dos NDGC contribui para uma menor exposição ao risco. Descobriu também que pertencer aos setores de Construção e Transporte/Consumo não cíclico, juntamente com o fato de estar no Novo Mercado, resultam em menor VaR Patrimonial e menor risco.
Cremers e Ferrell (2010)	Valor da empresa, retorno das ações, direitos de acionistas medidos por Índice-G de Gompers et al. (2003), Índice-E de Bebchuck et al. (2009).	VD: Q de Tobin ajustado a indústria, Índice-G, ROA ajustado a indústria, margem de lucro líquido da firma ajustada a indústria, crescimento das vendas ajustado a indústria, retornos anormais da firma.	VI: Índice-G; log. do valor contábil do ativo total (log. VCAT); taxa de gastos de capital/VCAT; valor contábil da dívida total/ VCAT; gastos de P&D/VCAT; ser ou não incluída no S&P500; gastos de propriedade, infra-estrutura e equipamentos/VCAT; Q de Tobin; atividade de <i>takeover</i> amigável ou não; pagamentos de dividendos; índice de Herfindahl; ROE; capitalização de mercado, % de prop. institucional.	VC: não tem.	Os autores analisaram quase 30 anos de GC (1978-2006). Concluíram que a maioria das mudanças de GC ocorreu durante a década de 1980. Constataram associação negativa robusta entre o Índice-G e o Índice-E e Q de Tobin para o período analisado, mesmo usando efeitos fixos para as firmas. Os efeitos negativos das relações entre valor da empresa e conselhos classificados, <i>poison pills</i> e Índice-G foram maiores após a homologação judicial das <i>poison pills</i> , em 1985. Encontraram também uma forte associação positiva entre a boa GC e retornos anormais para o período.
Birk (2012)	Retorno diário das ações da empresa, retorno diário do Ibovespa, variável <i>dummy</i> para adesão aos NDGC da Bovespa.	VD: retorno diário das ações da empresa.	VI: retorno diário do Ibovespa, <i>dummy</i> para adesão aos NDGC da Bovespa.	VC: não tem.	Birk (2012) buscou analisar os efeitos econômicos associados à adesão aos NDGC, para 42 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA que aderiram a esses níveis de 2000 a 2011. A hipótese principal foi que a adesão aos NDGC gera um aumento no retorno acionário das firmas. Os resultados demonstraram que não há geração de valor para as empresas com a adoção dos NDGC. Entretanto, o índice de governança (IGC) apresenta retorno diferenciado em relação ao IBOVESPA, sugerindo que as empresas com IPO e adesão automática à níveis de GC no período foram decisivas para explicar o desempenho diferenciado deste segmento de mercado.

Notas: ANEFAC: Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade. O prêmio ANEFAC é concedido anualmente desde 1997 e destaca as empresas cujas demonstrações contábeis foram consideradas mais completas e detalhadas.

Tabela B – Trabalhos que tratam de governança corporativa e desempenho/valor/risco utilizando testes estatísticos, estudo de eventos, DEA e programação linear

Autores /Ano	Variáveis estudadas	Metodologia e procedimentos adotados	Resultados e conclusões
Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	Quantidade média, volume médio em reais e preço médio das ações de empresas que migraram para o Nível 1 de GC.	Utilizaram o teste de Wilcoxon para duas amostras emparelhadas, comparando-se observações anteriores à adesão do Nível 1 de GC com outras posteriores. A amostra envolveu 12 empresas: Bradesco, Cemig, Gerdau, Itaú, Unibanco, Itausa, Perdigão, Random Partic., Ripasa, Unibanco, VCP, Vigor e Weg. O ano de análise foi 2003.	Não encontraram mudanças significativas ao nível de significância de 5% para nenhuma das variáveis avaliadas.
Batistella et. al. (2004)	Valorização das ações.	Utilizou estudo de evento, sendo que o método para estimar os preços das ações foi o modelo de mercado. O principal evento analisado foi a adoção a algum nível de GC da Bovespa. Investigou o retorno das ações da amostra de empresas em função deste evento.	Não encontraram valorização positiva estatisticamente significativa para as empresas que aderiram aos novos níveis de governança corporativa.
Vieira e Mendes (2004)	Retorno, custo de captação e volatilidade das ações.	Compararam o desempenho dos índices IGC, IBrX-100, IBrX-50 e Ibovespa, estabelecendo um critério distinto do da Bovespa, utilizando as carteiras estáticas dos índices, válidas de set. a dez. 2004, extrapolando-as para o período jun. 2001 a set. 2004. Ao fazer isso, perceberam que o IGC se destaca, de forma mais significativa, em termos de desempenho que os outros índices, principalmente em retorno, liquidez, volatilidade e valor da ação/lucro líquido da ação.	Não encontraram variações significativas na volatilidade das ações. Encontraram indícios de ganhos significativos sobre o custo de captação e sobre o valor da ação/ lucro líquido da ação.
Rogers, Ribeiro e Sousa (2005)	Retorno, risco e retorno ajustado ao risco das ações.	Por meio do método de reamostragem <i>Bootstrap</i> , comparam-se as médias e medianas das carteiras: IGC, Ibovespa (IBO), IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100, no período de jul. 2001 a ago. 2005. Para retorno e risco, usaram retornos reais e nominais, desvio-padrão, coeficiente de variação e beta do CAPM. Para retornos ajustados ao risco, usaram os indicadores: Índice de Sharpe (<i>S</i>), Índice de Treynor (<i>T</i>), Índice M2, Alfa de Jensen (α) e <i>Appraisal Ratio</i> (<i>A</i>).	Concluíram que, apesar de alguns vieses, o IGC apresentou uma boa performance, corroborando a eficácia de melhores práticas de GC.
Camargos e Barbosa (2006)	Retorno acionário e liquidez medidos por: quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume financeiro negociado.	É um estudo de eventos realizado no período de 2001 a 2004, com uma amostra de 32 empresas (ações ordinárias) e 17 empresas (ações preferenciais), em diversos níveis de GC.	As principais constatações foram que a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC): (i) não resultou na criação de riquezas para os acionistas no período analisado; (ii) resultou no aumento da liquidez, principalmente no longo prazo, tanto para as ações preferenciais como ordinárias; e (iii) a adesão aos níveis II não apresentou um impacto maior sobre a liquidez, quando comparado com o nível I.
Costa e Camargos (2006)	Retornos anormais em períodos próximos à adesão aos NDGC da Bovespa.	É um estudo de eventos que envolveu uma amostra de 10 ações preferenciais de empresas não financeiras que aderiram aos NDGC 1 e 2 entre 2001 e 2003. Usou o modelo de retornos ajustados ao mercado para calcular o retorno normal.	Concluíram que a adesão aos NDGC não proporcionou, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas.

Autores /Ano	Variáveis estudadas	Metodologia e procedimentos adotados	Resultados e conclusões
Macedo, Mello e Tavares Filho (2006)	Percepção do risco das ações sob a ótica do investidor.	Utilizaram teste-t, testes de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk, teste Levene e teste de Wilcoxon para duas amostras emparelhadas, com o método “antes e depois” da adesão das companhias ao N1GC. Foram analisados quatro anos, sendo dois antes das empresas aderirem e dois após a data de adesão. Compararam o beta antes e depois da adesão ao nível 1 de GC.	Concluíram que não há evidências estatisticamente significantes para aceitar a hipótese de que a adesão ao NDGC altera a percepção de risco das empresas pelos investidores.
Securato (2006)	Retornos médios e variâncias do IGC e do Ibovespa.	É um estudo de eventos sobre a valorização ou não de ações de empresas com GC. Acompanhou a evolução do valor das ações das empresas desde antes da adesão aos níveis de GC até sua situação atual. Testou a hipótese de que a média de retornos do IGC é maior do que a média de retornos do Ibovespa, usando teste t de Student e teste de Wilcoxon. Analisou o período de jul. 2001 a mar. 2006.	Pelo teste de variância, as variâncias do IGC e do Ibovespa não são estatisticamente diferentes. Pelo teste de médias, o retorno médio do IGC comprovou-se maior do que o retorno médio do Ibovespa.
Kitagawa, Godoy, Albuquerque, Carvalho (2007)	Custo de capital próprio.	A amostra envolveu as empresas listadas nos NDGC da Bovespa em dez. 2006. Na época haviam 36 empresas listadas no Nível 1 e 14 listadas no Nível 2, totalizando 50 empresas para a análise. O período estudado foi de 1998 até 2005.	Os resultados apontaram que o Nível 2 de GC possui um custo de capital próprio menor em relação à média das empresas listadas no Nível 1 de GC. Pela aplicação do método MQO, observa-se também que práticas de governança da Bovespa explicam 62,02% das variações dos custos de capitais próprios para as empresas listadas no Nível 2, e de 42,55% para o Nível 1.
Rabelo, Rogers e Ribeiro (2007)	Retorno e risco das ações.	Aplicaram um estudo de carteiras, avaliadas pelo Índice de Sharpe (IS). Fizeram uso dos retornos reais mensais no período de Jan. 2003 a Out. 2006. Cada uma das carteiras - tipo I (com melhores práticas de GC) e tipo II (com piores práticas de GC) – eram compostas por 17 empresas. Para simular as carteiras, utilizaram o software <i>Portfolio Optimization</i> , que simula as iterações das ações para construir a fronteira eficiente e encontrar a carteira que maximiza o Índice de Sharpe.	Os resultados levaram a indícios de que se um investidor construísse uma carteira ótima composta apenas por ações de empresas provenientes da carteira Tipo I teria ao final de Out. 2006 um melhor desempenho do que outro investidor que construísse uma carteira ótima composta apenas por ações de empresas da carteira Tipo II. Constataram que a carteira ótima Tipo I possui maior IS do que a carteira ótima Tipo II e existe uma probabilidade de 56,49% das carteiras Tipo I superarem o retorno da Taxa SELIC no período, enquanto essa probabilidade para as carteiras Tipo II é de 55,20%.
Rabelo, Rogers, Ribeiro e Mendes-da-Silva (2007)	Retornos, riscos e retornos ajustados ao risco.	Utilizaram os indicadores: Índice de Sharpe (IS), Índice de Treynor (T), Índice M2, Alfa de Jensen (α) e Índice de Sortino (S). O período analisado foi de jan. 2003 a out. 2006.	Inferiram que, apesar dos vieses encontrados, as carteiras formadas por ações de empresas com melhores práticas de GC possuíram melhor performance que seus pares no período em análise.
Rogers e Securato (2007)	Custo de capital e retorno do investimento.	Usaram cálculo de TIR, fluxo de caixa livre, custo de capital e retorno do investimento e depois compararam dois grupos de empresas: com práticas “superiores” de GC e com práticas “inferiores” de GC. Analisaram dados trimestrais no período de dez 2002 a dez 2005.	Os resultados indicaram que empresas adotantes de práticas de GC superiores possuem o custo de capital e o retorno do investimento menor. Proporcionalmente, o custo de capital das empresas com práticas de GC superiores é 34,22% menor e o retorno do investimento das empresas com práticas de GC inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de GC superiores.

Autores /Ano	Variáveis estudadas	Metodologia e procedimentos adotados	Resultados e conclusões
Alves, Ribeiro e Mantese (2007)	Desempenho, níveis de GC, setor elétrico.	Utilizaram o índice de Sharpe (IS) como indicador de desempenho, estabelecendo uma comparação entre os índices de rentabilidade obtidos pelas empresas do setor elétrico, com e sem GC, para o ano de 2006. A carteira de Energia Elétrica com GC revelou rentabilidade acumulada em 2006 de 15,30%. Já a carteira de Energia Elétrica sem GC apresentou 36,95% de rentabilidade acumulada no mesmo ano.	Verificou-se que as empresas do setor elétrico nos mercados diferenciados de GC da Bovespa não apresentaram melhor desempenho em 2006 que as empresas do setor com ações não listadas em níveis de GC.
Quental (2007)	Retorno, liquidez e volatilidade.	É um estudo de eventos, que consistem em: (1) data em que a empresa anunciou que iria aderir ao selo de GC da Bovespa e (2) a própria data de adesão. O período de análise depende da data de adesão da empresa à GC, envolvendo empresas que aderiram desde 2001 até 2006.	De forma geral, a adesão aos níveis de GC possui impacto positivo sobre os retornos e a liquidez e reduz a volatilidade das ações. Para empresas aderentes ao nível 2 e ao novo mercado, os impactos sobre os retornos foram em geral maiores e mais significantes estatisticamente para o evento “anúncio”, conforme era esperado. Já os impactos sobre liquidez e volatilidade são quase indiferentes entre o evento “anúncio” e o evento “adesão”.
Sirqueira (2007)	Retorno, risco, otimização de carteiras.	Utilizou métodos de Programação Linear (PL) e de Programação Inteira Mista (PIM). Considerou três modelos, sendo que dois otimizam o retorno de uma carteira de ações (Maxmin) e o terceiro otimiza o risco da carteira (MAD). O comportamento das carteiras otimizadas é analisado no período de 01 jan. 2004 a 31 dez. 2005. Havia 63 ações no grupo de empresas que compõem o IGC e 53 ações no grupo de empresas que compõem o IBOVESPA.	Constatou melhor desempenho da carteira formada pelas ações do IGC, que apresentaram maiores retornos e menores riscos. Há indícios de que o compromisso com práticas adicionais de boa GC pode proporcionar maior retorno e menor risco.
Rodrigues (2009)	Desempenho, setor de energia elétrica, GC.	Das 64 empresas do setor elétrico listadas, 14 aderiram aos NDGC. Após o filtro de liquidez, restaram para análise 7 empresas, sendo 3 pertencentes ao nível 1 de GC e 4 ao Novo Mercado. As empresas selecionadas foram: CEMIG, CESP, CPFL Energia, Centrais Elétricas Brasileiras, Energias do Brasil, Light, Tractebel. O período de análise foi de out. 2006 a out. 2008. É um estudo de eventos. Comparou o desempenho de cada empresa antes e depois da adesão, em NDGC. Em seguida, comparou o desempenho das empresas analisadas dentro do mesmo nível de GC. Calculou Q de Tobin, ROE, ROA, EBITDA e rentabilidade diária de ações para as empresas da amostra. Foi feita análise de normalidade e teste de hipóteses para diferenças de médias, usou também ANOVA de um fator.	Constatou que a maioria das empresas pesquisadas não apresentou variação de desempenho antes e depois da adesão. Na comparação do desempenho de todas as empresas selecionadas, observou que empresas listadas no nível 1 de GC obtiveram desempenho superior ao das empresas listadas no novo mercado. Constatou, também, que em um mesmo segmento as empresas não obtiveram desempenho médio semelhante.
Macedo e Corrar (2009)	Desempenho contábil-financeiro, setor de energia elétrica, GC.	O objetivo foi analisar o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de GC e outras sem esta característica (segundo o IGC), através da aplicação de <i>Data Envelopment Analysis</i> (DEA), no setor de energia elétrica no Brasil, no período de 2005 a 2007. Analisou 26 empresas, sendo 8 com boas práticas de GC e 18 sem essa característica. Usou o modelo DEA-CRS- Input e o teste de Mann-Whitney. Usou como inputs para o modelo, o endividamento de longo prazo e o nível de imobilização da empresa e como outputs a riqueza criada, o giro e a liquidez.	Os autores concluíram que, para o ano de 2005 e para o desempenho médio no período total, as empresas com boas práticas de GC têm desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior. Porém para os anos de 2006 e 2007, o desempenho dos dois grupos (com e sem GC) é estatisticamente igual ao nível de 5% de significância.

Tabela C – Pesquisas qualitativas em governança corporativa

Autores /Ano	Problema de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Rodríguez (2005)	Quais são os fatores inibidores da adesão de maior número de empresas aos segmentos diferenciados de GC da Bovespa? Os custos implícitos e explícitos de adesão à GC inibem as empresas a tomarem esta decisão?	Estudo de multi-casos envolvendo 30 empresas de capital aberto, sendo 26 com GC em algum nível de listagem e 4 empresas do mercado tradicional. O autor elaborou um questionário para levantamento dos custos e inibidores de adesão à GC. Tal questionário foi respondido por profissionais do setor de Relações com Investidores (RI) das empresas objeto de estudo.	Custos implícitos e explícitos de GC.	Principais fatores inibidores da adesão das empresas à GC: a) Aspectos culturais e de apego à propriedade; b) Benefícios privados de controle; c) Direito ao <i>tag along</i> de 100% para acionistas ordinários e 70% para acionistas preferenciais; d) Necessidade de aderir a Câmara de Arbitragem da Bovespa; e) Maior interferência dos conselheiros independentes nas decisões da empresa; f) Baixa disponibilidade de ações para negociação (<i>free float</i>) g) Falta de conhecimento dos custos relativos à GC (80% das empresas pesquisadas desconhecem esses custos). Verificou-se que os custos implícitos são os principais inibidores da adesão a GC.
Barreto (2005)	Quais modelos de GC estão sendo adotados por empresas listadas na Bovespa? Que fatores motivam as empresas pesquisadas a adotar mecanismos de GC?	Utilizou amostra intencional, sendo consideradas as empresas que estavam listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa em out. 2003, totalizando 39 empresas. Destas, 14 responderam questionário elaborado para os fins da pesquisa e para 15 empresas foram obtidos os dados através do site das mesmas. Nas 14 empresas respondentes, foram entrevistados diretores do setor de RI. Utilizou também análise documental, com base em legislação e normas de GC.	Conselho de administração, estrutura de propriedade, mercado de aquisições e sistema legal/regulatório. Ou seja, o foco envolveu aspectos internos e externos de GC.	As empresas pesquisadas adotam um modelo similar ao modelo anglo-saxão nos mecanismos: conselho de administração, mercado de aquisições e sistema legal e regulatório. Já para o mecanismo de estrutura de propriedade, adotam um modelo similar ao modelo nipogermânico, por terem uma estrutura de capital concentrada em bancos e em blocos de investidores familiares. A melhoria da comunicação e da transparência mostrou-se como o principal fator motivacional para os dirigentes das empresas pesquisadas adotarem mecanismos de GC.
Costa (2008)	Qual a influência da GC para o desempenho econômico de uma empresa de capital aberto no Brasil nos últimos cinco anos? Quais os motivos que levam uma empresa a optar pela GC, além do melhor desempenho no mercado acionário?	Estudo de caso com 3 empresas que abriram seu capital e aderiram a níveis de GC recentemente. São empresas nacionais com gestão familiar, de setores distintos (indústria, comércio e serviços), sendo uma do estado de SP e duas do estado do RS. Realizaram-se três entrevistas com <i>stakeholders</i> primários (executivos de RI) e seis <i>stakeholders</i> secundários (corretores de ações, membros do setor governamental, consultores, membros do setor bancário privado).	Valor de mercado, custos de captação, processos sucessórios, estrutura de propriedade, conselhos de administração.	Como resultado, descobriu que a GC não revelou uma correlação clara com o desempenho econômico para as instituições estudadas. A mesma tem importância nos itens de valorização no mercado financeiro, sucessão, profissionalização, fontes de financiamento mais acessíveis, aquisição de novos negócios e mudanças de estrutura de propriedade de capital. O principal motivo que levou as empresas a adotarem GC nos últimos cinco anos foi a preparação para uma abertura de capital (IPO), como prerrogativa para um melhor desempenho das ações da mesma.

Autores /Ano	Problema de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Silva (2009)	No processo de avaliação e decisão de investimentos em ações, pelos analistas do mercado financeiro, a percepção das práticas de GC nas empresas interfere na metodologia de avaliação financeira dos títulos mobiliários negociados na Bovespa?	Foram aplicados questionários via correio eletrônico para 14 profissionais de investimento do mercado de capitais brasileiro (analistas e dirigentes de empresas). Os entrevistados deveriam atender a certos pré-requisitos definidos previamente (exemplos: ser credenciado na CVM; atuar há pelo menos 5 anos em instituição financeira de abrangência nacional, etc.). O questionário usado foi aberto, composto por 8 perguntas.	Fluxo de caixa descontado, reputação organizacional, conselhos de administração, transparência, direitos dos <i>stakeholders</i> e <i>shareholders</i> .	Os resultados sugerem que a GC consiste em fator importante, porém não determinante para a criação de valor econômico das companhias. Segundo os entrevistados, a GC atua como pré-requisito, pois certamente a falta dela pode impossibilitar o investimento. Empresas sem regras claras de GC, em geral, são avaliadas com uma taxa de risco superior à daquelas que possuem alto padrão de GC. No entanto, não se pode afirmar que a GC aumenta sempre o valor das empresas. Se o Conselho de Administração das empresas avaliadas for percebido como forte, representativo e equilibrado, a análise sofrerá influências positivas na valoração de seus ativos. Para os entrevistados, a maior previsibilidade de resultados e o tratamento igualitário a diferentes <i>stakeholders</i> geram valor ao acionista. Porém, não basta a empresa aderir formalmente aos níveis de listagem de GC, se suas atitudes não condizem com as melhores práticas de governança estabelecidas.
Beys (2009)	Como as práticas de GC que estão sendo executadas nas empresas do setor de energia elétrica brasileiro têm sido percebidas pelos acionistas (investidores) para tomada de decisão de investimentos?	Estudos de casos múltiplos com entrevistas semi-estruturadas a executivos do setor de RI de 15 empresas do setor elétrico e 9 investidores. O objetivo foi comparar as opiniões dos gestores do setor elétrico e investidores que aplicam no setor. Os investidores eram: 2 pessoas físicas, 3 investidores institucionais, 3 investidores estrangeiros e 1 instituição financeira. Foi feita análise de resultados segmentada por empresa e por investidor, utilizando triangulação.	Transparência, gestão de conflitos ocasionados por estrutura acionária, papel dos órgãos reguladores da Bovespa, determinantes na decisão de investimentos.	Os resultados mostraram que a GC não influencia na tomada de decisão de investimentos para os casos analisados. Há outras ferramentas mais relevantes para esse objetivo: análises econômicas e financeiras, <i>valuation</i> e análise de indicadores macroeconômicos. Foi percebida uma falta de maturidade para o monitoramento das práticas de GC aplicadas às empresas. A transparência, a equidade nas informações e a gestão de conflitos gerados por estrutura acionária foram as práticas mais citadas nas entrevistas. Os investidores entrevistados percebem contradições entre os compromissos de GC assumidos pelas empresas do setor elétrico e suas práticas no mercado. Eles apontam omissão, falta de regulação e fiscalização dos órgãos competentes (CVM, BOVESPA e IGC). Segundo os investidores, há grande viés político na escolha da composição dos conselhos de administração no setor, o que reflete em conflitos com os objetivos dos acionistas. O setor de RI poderia ser melhor exercido. Algumas empresas do setor não estão obedecendo às recomendações dos órgãos competentes e não está havendo punições, nem fiscalização devida, gerando desinteresse dos <i>stakeholders</i> com a GC.

Tabela D – Pesquisas que elaboraram ou replicaram índices de governança corporativa

Autores /Ano	Questões de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Como o índice foi criado	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Klapper e Love (2002)	Quais são os fatores determinantes da GC ao nível da firma? Empresas que atuam em países com sistemas legais eficientes apresentam maior qualidade de GC? Qual a relação entre qualidade da GC e desempenho das empresas?	A amostra do estudo envolveu 374 empresas em 14 países - Brasil, Chile, Hong Kong, Índia, Indonésia, Coréia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Singapura, África do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia. Foi usado o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para o ano de 1999.	O Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) calculou um índice com classificações de GC para 495 empresas em 25 mercados emergentes. A pesquisa usou esse ranking de GC para investigar a relação entre a GC das empresas e o ambiente legal do país. O questionário do CLSA é formado por 57 questões binárias (com respostas do tipo “sim” ou “não”), e avalia sete dimensões de GC: disciplina da gestão, transparência, independência, prestação de contas, responsabilidade, senso de justiça/equidade, consciência social. O índice das autoras chamado de GOV inclui as 6 primeiras dimensões do relatório da CLSA, excluindo a consciência social.	<u>Variáveis dependentes:</u> índice GOV medido pelo questionário da CLSA; Q de Tobin e ROA. <u>Variáveis independentes:</u> legalidade, eficiência judicial, direitos dos acionistas. <u>Variáveis de controle:</u> tamanho da firma (log das vendas), tangibilidade das operações (investimento permanente/vendas), <i>dummy</i> para ADRs, <i>dummy</i> para país.	Empresas com maior proporção de intangíveis, maiores oportunidades de crescimento e emissoras de ADRs apresentam em média maior qualidade de GC. Evitam concluir sobre a relação entre GC e desempenho devido a possível endogeneidade na relação entre as variáveis. Concluem que melhores práticas de GC são mais importantes para empresas situadas em ambientes com fraca proteção legal aos investidores.
Gompers, Ishii e Metrick (2003)	Existe relação entre os direitos dos acionistas e o desempenho das empresas?	A amostra envolve cerca de 1.500 grandes empresas, no período de 1990 a 1999. Utiliza o modelo de quatro fatores de Carhart (1997) para estimar o retorno excedente mensal entre as carteiras democráticas (com maiores direitos de acionistas atendidos) e ditatoriais (com menores direitos de acionistas). Os dados são obtidos no IRRC (<i>Investor Responsibility Research Center</i>). Todas as empresas do S&P 500 estão presentes no banco de dados do IRRC. Em cada ano de publicação do IRRC, as empresas representam cerca de 90% da capitalização do mercado de ações dos EUA.	Utilizam 24 disposições de GC adaptadas do IRRC para construir um Índice de GC – “Índice G” como <i>proxy</i> para o nível dos direitos dos acionistas, envolvendo 5 dimensões: Delay – 4 disposições usadas para batalhas de aquisição; Voting - 6 disposições sobre os direitos dos acionistas nas eleições ou alterações estatutárias; Protection - 6 disposições que asseguram aos dirigentes responsabilidades de trabalho; Others - 6 disposições sobre a empresa; State - disposições sobre leis e regulamentos do estado. Espera-se que as disposições sejam negativamente correlacionadas com o valor da firma, ou seja, quanto maior o índice G, menores os direitos dos acionistas, e menor o valor da empresa.	<u>Variáveis dependentes:</u> diferenças de retornos mensais entre as carteiras democráticas e as carteiras ditatoriais; gastos de capital (sobre ativos e sobre vendas); número de aquisições da empresa e taxa de aquisições; Q de Tobin; margem de lucro líquido; ROE; crescimento nas vendas. <u>Variáveis independentes e de controle:</u> <i>proxy</i> do índice G de governança ou sub-índices do mesmo (Delay, Protection, Voting, State e Other); relação book to market; liquidez; <i>dummy</i> para empresas negociadas na Nasdaq; preço da ação ao final do mês; tamanho, taxa de dividendos; ser membro do S&P 500, dentre outras.	Concluíram que uma estratégia de investimento que compre as empresas democráticas e venda as empresas ditatoriais teria ganho retornos anormais de 8,5% por ano durante o período de amostragem. Constataram que as empresas com maiores direitos de acionistas tiveram seu valor mais elevado, maiores lucros, maior crescimento das vendas, despesas de capital mais baixas, e fizeram poucas aquisições de empresas.

Autores /Ano	Questões de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Como o índice foi criado	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Silveira (2004)	Que fatores fazem com que uma empresa tenha melhor GC do que outra submetida a um mesmo ambiente contratual? Que fatores fazem com que uma empresa tenha estrutura de propriedade mais concentrada do que outra submetida a um mesmo ambiente contratual? A GC influencia o desempenho corporativo?	Usou regressões simples, múltiplas e equações simultâneas para testar se a GC influencia no desempenho. Diferenciou o tratamento de GC como variável exógena ou endógena. As ferramentas com uma única equação de regressão múltipla tratam da GC como variável exógena. Já as equações simultâneas tratam a GC como variável endógena. Trabalhou com dados transversais para o ano de 2002.	O índice criado especialmente para o trabalho (IGOV) se baseou parcialmente em Klapper e Love (2002). Foi aplicado a 161 companhias abertas, sendo composto por 20 perguntas binárias e objetivas. Cada resposta positiva acrescenta um ponto ao índice, de forma que as empresas da amostra podem ter uma nota de GC de 0 a 20. O índice leva em conta 4 dimensões de GC: acesso as informações, conteúdo as informações, estrutura do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle.	<u>Variáveis dependentes:</u> Q de Tobin, <i>Firm value</i> , LOPAT, LOAT, LAJIRDA. <u>Variáveis independentes:</u> IGOV; dualidade de funções entre CEO e presidente do conselho; tamanho do conselho; independência do conselho; direito de controle (DCONT), direito sobre o fluxo de caixa (DSFC), diferença entre DCONT e DSFC. <u>Variáveis de controle:</u> dívida total/ativo total; log. da receita operacional líquida; setor; identidade do acionista controlador; liquidez, ativo imobilizado bruto/vendas; <i>payout</i> ; crescimento das vendas nos últimos 3 anos; emissão de ADRs; níveis de GC; FCL/Vendas; investimentos/ativo imobilizado; variância do resíduo da regressão do CAPM.	Concluiu que há causalidade reversa entre desempenho e GC. As pesquisas anteriores só analisavam um lado da questão, de forma unidirecional. Como resultados, constatou que empresas com menor concentração de direito de voto no acionista controlador, menor endividamento, maior proporção de intangíveis, maior tamanho, emissoras de ADRs, e com ações mais líquidas, apresentaram melhor desempenho.
Carvalho da Silva e Leal (2005)	Como construir um amplo índice de GC que forneça uma descrição compreensiva da GC das empresas brasileiras e analise a relação entre qualidade da GC das empresas e seu valor e desempenho?	Usou modelo de dados em painel. A amostra envolveu 131 empresas da Bovespa, no período de 1998 a 2002, que representam 71% do total de capitalização de mercado da bolsa.	Todas as questões que compõem o índice (CGI) são respondidas por meio das informações públicas divulgadas pelas empresas abertas. As perguntas que o compõem são baseadas nas recomendações do IBGC, da CVM e da BOVESPA. O CGI é composto por 24 perguntas binárias e objetivas, envolvendo 4 categorias: <i>disclosure</i> , composição e funcionamento do conselho, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas. Cada item tem o valor de 1 ponto para as respostas afirmativas. O índice é a soma dos pontos das questões para cada empresa. Os autores criaram também logo em seguida um questionário simplificado contendo 15 questões sobre as mesmas dimensões.	<u>Variáveis dependentes:</u> Q de Tobin e ROA. <u>Variável independente:</u> CGI – <i>proxy</i> de GC. <u>Variáveis de controle:</u> alavancagem (dívidas totais/ativo total) e tamanho (logaritmo dos ativos).	Os resultados mostram um alto grau de concentração de capital com direito a voto. O maior acionista possui na média 74.57% do capital votante e 49.94% do capital total em 2002. Os resultados também indicam que menos de 4% das firmas brasileiras possuem “boas” práticas de GC e que as firmas com melhor GC têm um desempenho (ROA) significativamente superior. A relação entre Q de Tobin e GC também é positiva, mas não é significativa.

Autores /Ano	Questões de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Como o índice foi criado	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Alho (2006)	Qual é a relação entre os diversos determinantes de qualidade da GC das empresas e os índices de GC criados especialmente para esse estudo?	Utilizou amostra de 155 empresas brasileiras abertas da Bovespa, para o ano de 2005. Adotou regressões múltiplas por MQO. Tomou como base os trabalhos de Silveira (2004) e Silveira, Barros e Fama (2004), desenvolvendo índices de GC parecidos, mas com pesos diferentes para cada categoria de pergunta.	Construiu 4 índices de GC: IGOV, com 20 perguntas binárias e objetivas, todas com pesos iguais; IGOV18, com as mesmas características do anterior, mas excluindo as questões 18 e 19 do questionário; IGOVdif e IGOVdif10, que foram criados com as mesmas 20 perguntas, mas usando pesos diferentes por categoria em cada caso. Foi atribuído peso 1 para os aspectos ligados a informações, peso 2 para conselho e peso 2 para estrutura de propriedade, no IGOVdif. Já no IGOVdif10 atribuiu-se peso 1 para os aspectos ligados a informações, peso 3 para estrutura de propriedade e peso 4 para conselho de administração.	<u>Variáveis dependentes:</u> Q de Tobin, LOAT e LAJIRDA. <u>Variáveis independentes:</u> IGOV, IGOV18, IGOVdif e IGOVdif10; variáveis de estrutura de propriedade. <u>Variáveis de controle:</u> tamanho da empresa, setor de atividade, identidade do acionista controlador, natureza da operação, oportunidades futuras de crescimento, emissão de ADRs, adesão aos níveis diferenciados de GC da Bovespa e <i>payout</i> .	Houve melhora significativa na GC das empresas se comparado ao ano de 2002, analisado por Silveira, Barros e Fama (2004). Categorias que mais melhoraram em 2005: acesso às informações e conteúdo das informações públicas. Os resultados da influência do Q de Tobin, LOAT e LAJIRDA sobre o nível de GC foram todos positivos e significantes, diferente do estudo de Silveira, Barros e Fama (2004) onde apenas o LAJIRDA apresentou significância.
Mello (2007)	A adoção de uma estrutura de boas práticas de GC impacta no valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil?	É uma replicação do trabalho de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), para os anos de 2003, 2004 e 2005. A autora tece críticas a este trabalho.	Utilizou o mesmo índice de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), e o mesmo questionário para um período amostral distinto. Segundo a autora, das 24 questões do autor-base é possível questionar 16 delas, ou 66% do total. Segundo a autora, tais questões estão gerando vieses e uma representação não adequada da estrutura de GC das empresas brasileiras.	<u>Variáveis dependentes:</u> Q de Tobin, ROA <u>Variáveis independentes:</u> CGI (24 perguntas); CGIR (CGI reduzido, retirando as perguntas 4 e 5); participação do maior acionista no capital votante, participação do maior acionista no capital total, razão entre a participação do maior acionista no capital votante e no capital total, e sub-índices de GC (transparência, composição do conselho, conflitos de interesse, direitos dos acionistas). <u>Variáveis de controle:</u> tamanho da empresa, oportunidades de crescimento, nível de endividamento, volatilidade, emissão de ADR, adesão aos níveis de GC.	Constatou que algumas questões do índice CGI geram inconsistências e devem ser retiradas ou substituídas. No trabalho, somente a variável Novo Mercado (NM) foi significativa na sua relação com valor das empresas. O questionário dos autores base não reflete a realidade brasileira atual no que tange principalmente a punições da CVM, auditores independentes renomados e propriedade acionária.

Autores /Ano	Questões de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Como o índice foi criado	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Correia (2008)	Que mecanismos de GC provenientes da teoria da agência se aplicam ao contexto brasileiro? Como construir e validar um índice de governança para as empresas no Brasil?	Analisou 242 empresas da BM&FBovespa, no período de 1997 a 2006. Utilizou regressão de dados em painel e análise de componentes principais (ACP). Estimou modelos econométricos para cada dimensão de GC. Procedeu a análise da relação entre performance contábil-financeira, valor de mercado e o índice de governança. Para tanto, agregou diversos indicadores contábeis (margem líquida, EBITDA, ROE) e obteve um único indicador de performance contábil (IPC), através da ACP.	Para construir o índice (IQG) selecionou 5 dimensões de GC: (1) composição do conselho de administração; (2) estrutura de propriedade e de controle; (3) modalidades de incentivos aos administradores; (4) proteção aos minoritários; (5) transparência das informações publicadas. Dividiu seu trabalho em 3 etapas principais: (1º) analisou as 5 dimensões de GC separadamente e algumas de suas relações mais evidentes; (2º) fez ACP para chegar a um índice de governança consolidado; (3º) validou o índice usando regressão de dados em painel e análise de variância. Posteriormente, relacionou IPC, Q de Tobin e Taxa de retorno ajustada ao risco com o IQG (índice criado na tese) em modelos econométricos.	<u>Variáveis dependentes (VDs):</u> Q de Tobin e taxa de retorno ajustada ao risco. <u>Variáveis independentes:</u> IQG, receita bruta anual, liquidez das ações, retorno sobre o PL. <u>Adotou 3 tipos de fatores de controle:</u> (i) para a relação entre Q de Tobin e qualidade da governança; (ii) para a relação entre excesso do retorno de mercado e qualidade da GC; (iii) para a relação entre desempenho contábil e qualidade da GC. <u>Variáveis de controle principais:</u> tamanho da empresa, alavancagem financeira, índice valor patrimonial por ação/ preço.	Como resultado, obteve relação positiva e significativa entre o IQG e o Q de Tobin e relação negativa e significativa entre taxa de retorno ajustada ao risco e IQG. Para o contexto brasileiro, o IQG é dominado pelas dimensões transparência das informações publicadas e proteção aos minoritários, que juntas representam mais de 70% do seu valor total, sendo 39% para o primeiro e 35% para o segundo. Em terceira posição vêm os incentivos aos administradores com 17% do total. Conselhos de administração e estrutura de propriedade contribuem juntos com apenas 7% do índice. Concluiu que os mecanismos de GC assumem importância distinta no contexto brasileiro.
Bebchuk, Cohen e Ferrel (2009)	Dentre as 24 disposições de GC propostas no Índice G de Gompers, Ishii e Metrick (2003), quais são mais importantes e mais negativamente correlacionadas com o valor da firma?	Utilizam a mesma metodologia de Gompers, Ishii e Metrick (2003). Analisam o período de 1990-2003. Os dados também são obtidos no IRRC (Investor Responsibility Research Center).	Elaboraram o “Índice E”, de Enrincheiramento, com base em 6 disposições provenientes do trabalho do autor-referência: (1) conselhos classificados (Delay); (2) limites para acionistas fazerem alterações estatutárias (Voting); (3) <i>poison pills</i> (Other); (4) <i>golden parachutes</i> (Protection); (5) requisitos de maioria absoluta para as fusões (Voting); e (6) alterações nos contratos sociais (Voting). Para escolher 6 disposições dentre as 24, eles incluíram todos os aspectos que têm sofrido forte oposição de investidores institucionais. Entre as 6 escolhidas, duas disposições são as mais conhecidas medidas tomadas em preparação para uma oferta hostil: <i>poison pills</i> e <i>golden parachutes</i> . As quatro restantes definem os limites constitucionais do poder de voto dos acionistas.	<u>Variável dependente:</u> logaritmo do Q de Tobin ajustado a indústria. <u>Variáveis independentes:</u> ativos da firma (em log), idade da firma (em log), e todas variáveis usadas por Gompers, Ishii, and Metrick (2003). <u>Variáveis de controle:</u> variáveis de estrutura de propriedade e controle, ROA, gastos de capital, gastos em P&D; e alavancagem.	O resultado atendeu às expectativas - o aumento no índice E é associado com reduções significativas no valor da firma, bem como com grandes retornos anormais negativos no período 1990-2003. As outras 18 disposições não se mostraram correlacionadas com a redução no valor da empresa. Logo, as 6 disposições do índice E são aquelas que os pesquisadores, empresas privadas e decisores públicos, devem prestar mais atenção.

Autores /Ano	Questões de pesquisa	Metodologia e procedimentos adotados	Como o índice foi criado	Variáveis estudadas	Resultados e conclusões
Koerniadi, Krishnamurti e Rad (2010)	Empresas da Nova Zelândia que adotam boas práticas de GC experimentam menores níveis de risco não-sistemático que outras?	Coletaram dados financeiros e informações de GC nos relatórios anuais das empresas da Nova Zelândia, utilizando o banco de dados NZX para o período de 2004 a 2008. A amostra final foi composta de 385 observações de empresas.	O índice de GC que considera o aspecto risco compreende quatro sub-índices: (i) composição do conselho, (ii) políticas de remuneração e participação, (iii) direitos e políticas de acionistas e (iv) divulgação das políticas. Os autores atribuem pontuação diferente para as respostas das questões.	<u>Variáveis dependentes:</u> desvio padrão dos retornos mensais brutos ajustados ao mercado (Raw-SD), desvio padrão do retorno de mercado ajustado mensalmente (Adj – SD), desvio padrão da média do retorno de mercado mensal (Mkt-SD). <u>Variáveis independentes:</u> CGI criado pelos autores, composição do conselho, direitos dos acionistas, <i>disclosure</i> , ROA, alavancagem, <i>book to market</i> . <u>Variáveis de controle:</u> tamanho da empresa, idade da empresa.	Os resultados empíricos mostram que a medida de GC desenvolvida no trabalho não tem qualquer impacto sobre o risco medido pelo desvio padrão de retornos mensais de mercado ajustado para as empresas da Nova Zelândia. No entanto, sub-índices com base na composição do conselho, nos direitos dos acionistas, e na política de divulgação influenciam significativamente e negativamente o risco.
Braga-Alves e Shastri (2011)	Empresas brasileiras que adotam boas práticas de GC possuem maior valor de mercado e melhor desempenho?	Utilizaram os métodos Pooled-Ols, Fixed Effects e System GMM. A amostra foi composta por 236 empresas não-financeiras listadas na Bovespa, no período de 2001 a 2005. Numa segunda etapa, adotaram as predições do modelo de quatro fatores de Carhart (1997).	Concentraram a análise em seis práticas que servem como bons indicadores para o conjunto de regras que são apresentadas pela reforma da GC promovida pela Bovespa: (1) razão direitos sobre o fluxo de caixa por direitos de voto dos acionistas controladores maior ou igual a um; (2) free float mínimo de 25% de ações em circulação; (3) direitos de tag along concedidos aos acionistas minoritários acima do que é exigido por lei; (4) conselho de administração com cinco ou mais membros efetivos; (5) diretores eleitos para mandatos simultâneos de um ou dois anos, e (6) demonstrações financeiras disponíveis, em conformidade com IFRS ou GAAP dos EUA. Cada resposta positiva a um desses itens recebeu o valor 1 e 0 para as respostas negativas. Chamaram o índice resultante de NM6.	Variáveis dependentes: Q de Tobin e ROA. Variáveis independentes e de controle: índice NM6, valor contábil dos ativos, crescimento anual de vendas, índice de endividamento, despesas de capital/ativos totais e o número de anos em que a empresa está listada na Bovespa.	Constatarem que escores mais altos para o índice NM6 estão relacionados a um maior valor de mercado, mas não a um melhor desempenho operacional. Uma estratégia de investimento que comprasse ações de empresas com alto NM6 e vendesse ações de empresas com baixo nível de NM6 teria obtido retornos anormais de 10,68% por ano no período de 2001 a 2005.

Notas: *Golden Parachute*: Um acordo de separação que oferece benefícios ao gestor/membros do conselho em caso de demissão ou rebaixamento na sequência de uma mudança de controle.

Poison Pill: Um direito de acionista que é acionado em caso de uma alteração não autorizada no controle que normalmente torna a empresa alvo financeiramente desinteressante ou dilui o poder de voto do adquirente.

Tabela E – Correlações entre as variáveis investigadas

	igc14	Igcx	igc1	ipc5	q_tobin	mbpl	mba	vol_ret	beta	wacc	ri_rf	ades	idade	seco	sbfm	cont	l.vm	l.vpap	af	cresc-ven	roe	liqbol	dy	d	ao	
igc14	1,00																									
igcx	0,61	1,00																								
igc1	0,47	0,82	1,00																							
ipc5	0,01	0,08	0,11	1,00																						
q_tobin	-0,07	-0,08	-0,08	-0,45	1,00																					
mbpl	0,01	0,04	0,06	-0,14	-0,04	1,00																				
mba	-0,06	-0,06	-0,06	-0,37	0,98	-0,04	1,00																			
vol_ret	0,00	-0,04	-0,04	0,00	-0,00	0,01	-0,00	1,00																		
beta	0,05	0,18	0,24	0,04	0,00	0,00	-0,00	0,01	1,00																	
wacc	0,10	0,10	0,10	0,08	-0,01	-0,00	-0,01	-0,00	0,07	1,00																
ri_rf	-0,01	-0,07	0,00	0,07	0,02	-0,01	0,03	-0,01	-0,08	0,00	1,00															
ades	0,09	0,29	0,41	0,02	-0,03	0,12	-0,01	-0,01	0,24	-0,07	-0,03	1,00														
idade	-0,04	-0,14	-0,19	-0,00	-0,02	-0,09	-0,03	0,01	-0,18	0,07	0,07	-0,35	1,00													
seco	0,07	0,03	-0,01	-0,05	0,06	-0,03	0,04	0,01	-0,02	0,02	-0,00	-0,10	0,13	1,00												
sbfm	0,06	0,07	0,04	0,05	0,05	-0,02	0,06	0,01	0,08	0,13	-0,00	-0,04	-0,14	-0,12	1,00											
cont	0,04	0,12	0,15	0,00	0,02	0,00	0,03	0,00	0,09	0,07	-0,04	0,07	-0,02	-0,02	0,24	1,00										
l.vm	0,30	0,46	0,51	0,16	-0,05	0,12	-0,01	0,01	0,25	0,23	0,14	0,31	-0,21	-0,10	0,38	0,13	1,00									
l.vpap	0,04	0,06	0,09	0,02	0,00	0,02	0,02	0,04	0,06	0,01	0,07	0,10	-0,03	-0,09	0,07	0,00	0,20	1,00								
af	-0,01	-0,00	-0,01	-0,10	-0,00	0,13	-0,00	-0,00	0,00	-0,00	-0,02	-0,00	-0,01	-0,04	-0,00	-0,01	-0,01	0,00	1,00							
cresc_ven	0,01	-0,00	0,00	0,01	-0,00	-0,00	-0,01	-0,00	0,01	0,00	0,03	-0,03	0,02	-0,00	-0,01	-0,00	-0,00	-0,01	0,00	1,00						
roe	0,03	0,02	0,03	0,32	0,00	-0,58	0,00	-0,00	0,01	0,01	0,12	0,00	0,01	0,01	0,02	0,01	0,05	-0,01	-0,23	0,00	1,00					
liqbol	0,20	0,27	0,30	0,04	-0,01	0,01	-0,01	-0,00	0,18	0,50	-0,01	0,00	0,02	0,06	0,18	0,11	0,44	0,02	-0,00	0,00	0,01	1,00				
dy	-0,00	0,03	0,02	0,08	-0,03	-0,00	-0,02	-0,01	-0,06	0,05	-0,01	-0,06	0,06	-0,03	0,12	0,07	0,12	0,03	-0,02	0,01	0,00	0,02	1,00			
d	-0,15	0,18	0,14	0,00	-0,02	0,00	-0,03	0,03	0,23	-0,00	-0,26	0,16	-0,01	0,00	-0,00	0,02	0,01	-0,01	0,03	0,02	-0,03	-0,00	0,06	1,00		
ao	-0,01	0,01	0,01	-0,01	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	0,07	-0,00	-0,01	-0,00	-0,00	-0,01	0,00	0,06	-0,01	0,00	-0,05	0,00	-0,00	-0,00	0,02	0,01	1,00	

Fonte: Resultados da pesquisa.

Notas: l.vm = logvm; l.vpap = logvpap; d = crise; idade = tempo em anos em que a empresa abriu capital na bolsa; seco = setor Econômica; sbfm = setor segundo classificação da BM&FBovespa. As demais variáveis estão definidas na Tabela I.

Tabela F – Descrição das variáveis de desempenho/valor/risco para todo o período amostral

Variável	N	Média	Desvio	Mínimo	Máximo
IPC5	1967	0.04	0.57	-10.02	6.23
Q_Tobin	1866	2.96	28.44	-0.28	989.8
MBPL	1865	2.17	9.1	-52.19	248.63
MBA	1866	1.91	22.59	0	762.6
RI_RF	1543	0.01	0.7	-3.16	3.14
Beta	1733	0.68	0.56	-7.38	3.78
WACC	1734	43.39	454.31	-4241.59	7262.81

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela G – Média das variáveis de desempenho/valor/risco ao longo do período analisado

Variável/Anos	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IPC5	0.02	0.08	0.08	0.07	0.04	0.03	0.02	-0.03	0.05	0.03
Q_Tobin	1.08	1.47	1.81	4.63	2.17	2.04	3.6	6.39	2.14	2.78
MBPL	1.61	1.71	0.73	1.13	1.95	1.88	3.42	2.81	2.69	2.63
MBA	0.71	1	1.22	3.84	1.32	1.06	2.23	4.68	0.83	1.45
RI_RF	-0.09	-0.2	-0.26	0.44	0.25	-0.11	0.26	0.32	-0.87	0.52
Beta	0.52	0.54	0.54	0.53	0.58	0.58	0.61	0.65	0.94	0.95
WACC	51.98	51.58	45.62	52.48	47.01	56.45	56.44	38.50	24.27	25.72

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela H – Desvio padrão das variáveis de desempenho/valor/risco ao longo do período analisado

Variável/Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IPC5	0,81	0.82	0.51	0.53	0.53	0.51	0.52	0.53	0.5	0.51
Q_Tobin	3,26	8.73	12.32	44.57	10.66	7.87	19.88	64.02	10.64	12.89
MBPL	8,16	11.59	2.43	3.26	5.13	2.67	10.7	6.62	16.6	8.27
MBA	3,03	8.24	11.82	42.41	7.88	3.85	12.67	49.1	3.38	5.85
RI_RF	0,51	0.42	0.58	0.53	0.51	0.51	0.48	0.67	0.59	0.43
Beta	0,57	0.5	0.47	0.84	0.5	0.48	0.47	0.54	0.49	0.51
WACC	300.83	281.49	249.89	444.25	401.14	564.23	543.40	413.92	511.83	563.56

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela I – Legenda para as variáveis dos modelos de regressão

Variável	Descrição
ades1	Adesão ao nível 1 de governança da BM&FBovespa
ades1_d1	Adesão ao nível 1 de governança da BM&FBovespa interada com <i>dummy</i> de crises locais
ades1_d2	Adesão ao nível 1 de governança da BM&FBovespa interada com <i>dummy</i> de crise global
ades2	Adesão ao nível 2 de governança da BM&FBovespa
ades2_d1	Adesão ao nível 2 de governança da BM&FBovespa interada com <i>dummy</i> de crises locais
ades2_d2	Adesão ao nível 2 de governança da BM&FBovespa interada com <i>dummy</i> de crise global
ades3	Adesão ao Novo Mercado da BM&FBovespa
ades3_d1	Adesão ao Novo Mercado da BM&FBovespa interada com <i>dummy</i> de crises locais
ades3_d2	Adesão ao Novo Mercado da BM&FBovespa interada com <i>dummy</i> de crise global
Af	Alavancagem financeira
af_d1	Alavancagem financeira interada com <i>dummy</i> de crises locais
af_d2	Alavancagem financeira interada com <i>dummy</i> de crise global
Ao	Alavancagem operacional
ao_d1	Alavancagem operacional interada com <i>dummy</i> de crises locais
ao_d2	Alavancagem operacional interada com <i>dummy</i> de crise global
Beta	Beta
beta_d1	Beta interado com <i>dummy</i> de crises locais
beta_d2	Beta interado com <i>dummy</i> de crise global
cont2	Identidade do controlador 2 (investidores institucionais)
cont2_d1	Identidade do controlador 2 interada com <i>dummy</i> de crises locais
cont2_d2	Identidade do controlador 2 interada com <i>dummy</i> de crise global
cont3	Identidade do controlador 3 (investidores estrangeiros)
cont3_d1	Identidade do controlador 3 interada com crises locais
cont3_d2	Identidade do controlador 3 interada com crise global
cont4	Identidade do controlador 4 (empresas privadas nacionais)
cont4_d1	Identidade do controlador 4 interada com crises locais
cont4_d2	Identidade do controlador 4 interada com crise global
cont5	Identidade do controlador 5 (governo)
cont5_d1	Identidade do controlador 5 interada com crises locais
cont5_d2	Identidade do controlador 5 interada com crise global
cont6	Identidade do controlador 6 (maior acionista ordinário não é o controlador)
cont6_d1	Identidade do controlador 6 interada com crises locais
cont6_d2	Identidade do controlador 6 interada com crise global
cresc_ven	Crescimento de vendas (receita bruta)
cresc_ven_d1	Crescimento de vendas interada com crises locais
cresc_ven_d2	Crescimento de vendas interada com crise global
d1	<i>Dummy</i> de crises locais
d2	<i>Dummy</i> de crise global
Dy	Dividend yield
dy_d1	Dividend yield interado com crises locais
dy_d2	Dividend yield interado com crise global
igc1	Índice de governança corporativa 1
igc1_d1	Índice de governança corporativa 1 interado com crises locais
igc1_d2	Índice de governança corporativa 1 interado com crise global
igc14	Índice de governança corporativa 14
igc14_d1	Índice de governança corporativa 14 interado com crises locais
igc14_d2	Índice de governança corporativa 14 interado com crise global
Igcx	Índice de governança corporativa X
igcx_d1	Índice de governança corporativa X interado com crises locais
igcx_d2	Índice de governança corporativa X interado com crise global
Liqbol	Liquidez em bolsa
liqbol_d1	Liquidez em bolsa interada com crises locais
liqbol_d2	Liquidez em bolsa interada com crise global
Logvm	Logaritmo do valor de mercado
logvm_d1	Logaritmo do valor de mercado interado com crises locais
logvm_d2	Logaritmo do valor de mercado interado com crise global
Logvpap	Logaritmo do valor patrimonial da ação/preço (índice book-to-market)
logvpap_d1	Logaritmo do valor patrimonial da ação/preço interado com crises locais
logvpap_d2	Logaritmo do valor patrimonial da ação/preço interado com crise global
Roe	Retorno sobre o patrimônio líquido
roe_d1	Retorno sobre o patrimônio líquido interado com crises locais
roe_d2	Retorno sobre o patrimônio líquido interado com crise global
vol_ret	Volatilidade do retorno

Variável	Descrição
vol_ret_d1	Volatilidade do retorno interada com crises locais
vol_ret_d2	Volatilidade do retorno interada com crise global

Fonte: elaborada pela autora.

Tabela J – Associação entre o igc1 e o beta (modelo sem adesão)

Beta	Coefficiente	Erro padrão robusto	Z	P > Z
igc1	0,2489	0,1341	1,86	0,064
vol_ret	2,3903	3,7273	0,64	0,521
Logvm	0,0617	0,0261	2,36	0,018
Logvpap	0,0097	0,0041	2,37	0,018
Liqbol	0,0805	0,0215	3,74	0,000
Ao	0,0008	0,0005	1,52	0,129
Af	-0,0008	0,0008	-0,92	0,357
cresc_ven	-0,0998	0,0580	-1,72	0,085
igc1_d1	-0,1957	0,2308	-0,85	0,396
igc1_d2	-0,0683	0,2243	-0,30	0,761
d1	0,0008	0,1396	0,01	0,995
vol_ret_d1	-4,0926	3,6260	-1,13	0,259
logvm_d1	0,0342	0,0194	1,76	0,078
logvpap_d1	-0,0057	0,0064	-0,89	0,372
liqbol_d1	0,0112	0,0218	0,52	0,605
ao_d1	0,0038	0,0031	1,24	0,214
af_d1	0,0007	0,0011	0,62	0,534
cresc_ven_d1	0,0657	0,0835	0,79	0,431
d2	0,5573	0,2677	2,08	0,037
vol_ret_d2	-2,3865	3,7270	-0,64	0,522
logvm_d2	-0,0659	0,0203	-3,24	0,001
logvpap_d2	0,0025	0,0110	0,23	0,820
liqbol_d2	0,0298	0,0194	1,53	0,126
ao_d2	-0,0028	0,0009	-2,90	0,004
af_d2	0,0008	0,0008	0,94	0,350
cresc_ven_d2	0,1177	0,0620	1,90	0,058
N				1083
N_g (número de grupos)				224
F				7,99
P				0,0000
Teste de Hausman (valor p)				0,0216
Teste de Heteroc. de Baum (2001)				0,0000
Teste de Autocorr. de Wooldridge (2002)				0,0000
Teste de Hansen (valor p)				0,1330
Teste de Endogeneidade (valor p)				0,2677
Teste de Chow (d1) – valor p				0,3148
Teste de Chow (d2) – valor p				0,0000
Teste de Chow (d3) – valor p				0,0000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota: em negrito, as variáveis significativas.

Tabela K – Amostra

Empresa	Empresa (nome completo)	Setor
Abyara	Abyara Planejamento Imobiliario S/A	Construção
Aco Altona	Electro Aco Altona S/A	Siderurgia & Metalurgia
Acos Vill	Acos Villares S/A	Siderurgia & Metalurgia
AES Elpa	AES Elpa S/A	Energia Elétrica
AES Tiete	AES Tiete S/A	Energia Elétrica
Agra Incorp	Agra Empreendimentos Imobiliarios S/A	Construção
ALL Amer Lat	All - America Latina Logistica S/A	Transporte Serviços
Alpargatas	Sao Paulo Alpargatas S/A	Textil
Ambev	Companhia de Bebidas Das Americas-Ambev	Alimentos e Bebidas
Amil	Amil Participações S/A	Outros
Ampla Energ	Ampla Energia e Servicos S/A	Energia Elétrica
Aracruz	Aracruz Celulose S/A	Papel e Celulose
B2W Varejo	B2W Companhia Global do Varejo	Comércio
Bardella	Bardella S/A Inds Mecanicas	Máquinas Industriais
Battistella	Battistella Adm e Partic S/A – Apaba	Comércio
Bematech	Bematech S/A	Eletroeletrônicos
BHG	BHG S/A - Brazil Hospitality	Outros
Biommm	Biommm S/A	Outros
Bombril	Bombril S/A	Química
Botucatu Tex	Botucatu Textil S/A	Textil
BR Brokers	Brasil Brokers Participações S/A	Outros
BR Malls Par	BR Malls Participacoes S/A	Outros
Bradespar	Bradespar S/A	Outros
Brasil T Par	Brasil Telecom Participacoes S/A	Telecomunicações
Brasil Telec	Brasil Telecom S/A	Telecomunicações
Brasilagro	Brasilagro Cia Bras Propriedades Agricol	Agro e Pesca
Braskem	Braskem S/A	Química
Brasmotor	Brasmotor S/A	Eletroeletrônicos
BRF Foods	BRF - Brasil Foods S/A	Alimentos e Bebidas
Brookfield	Brookfield Incorporações S/A	Construção
Cacique	Cia Cacique Cafe Soluvel	Alimentos e Bebidas
Caf Brasilia	Cafe Soluvel Brasilia S/A	Alimentos e Bebidas
Cambuci	Cambuci S/A	Textil
CC Des Imob	Camargo Correa Desenv. Imobiliario S/A	Construção
CCR AS	CCR S/A	Transporte Serviços
CEB	Cia Energia de Brasilia	Energia Elétrica
CEEE-GT	Cia Est Geracao e Trans de En El Ceee-Gt	Energia Elétrica
Celcsc	Centrais Eletricas de Santa Catarina S/A	Energia Elétrica
Celpe	Cia Energia de Pernambuco	Energia Elétrica
Cemar	Companhia Energetica do Maranhao - Cemar	Energia Elétrica
Cemat	Centrais Eletricas Matogrossenses S/A	Energia Elétrica
Cemepe	Cemepe Investimentos S/A	Outros
Cemig	Cia Energ Minas Gerais – Cemig	Energia Elétrica
Cesp	Cesp - Companhia Energetica de Sao Paulo	Energia Elétrica
Chiarelli	Ceramica Chiarelli S/A	Minerais não Metálicos
Cia Hering	Cia Hering	Textil
Cielo	Cielo AS	Software e Dados
Coelce	Companhia Energetica do Ceara - Coelce	Energia Elétrica
Comgas	Companhia de Gas de Sao Paulo - Comgas	Petróleo e Gas
Confab	Confab Industrial S/A	Siderurgia & Metalurgia
Contax	Contax Participacoes S/A.	Outros
Copasa	Cia. de Saneamento de Minas Gerais	Outros
Copel	Cia. Paranaense de Energia – Copel	Energia Elétrica
Cosan	Cosan S/A Industria e Comercio	Alimentos e Bebidas
Coteminas	Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	Textil
CPFL Energia	CPFL Energia S/A	Energia Elétrica
Cr2	Cr2 Empreendimentos Imobiliarios S/A	Construção
Cremer	Cremer S/A	Textil
Csu Cardsystem	Csu Cardsystem S/A	Outros
Cyre Com-Ccp	Cyrela Commercial Properties S/A Emp Part	Outros
Cyrela Realty	Cyrela Brazil Realty S/A Emprs e Parts	Construção
Dasa	Diagnosticos da America S/A	Outros
Dimed	Dimed S/A - Distribuidora de Medicamentos	Comércio

Empresa	Empresa (nome completo)	Setor
Dixie Toga	Dixie Toga S/A	Outros
Doc Imbituba	Cia Docas de Imbituba	Transporte Serviços
Dohler	Döhler S/A	Textil
Drogasil	Drogasil S/A	Comércio
Dtcom Direct	Dtcom - Direct To Company S/A	Outros
Duratex	Duratex S/A	Outros
Ecodiesel	Brasil Ecod Ind Com Biocomb Oleos Vegetais S/A	Outros
Elekeiroz	Elekeiroz S/A	Química
Elektro	Elektro Eletricidade e Servicos S/A	Energia Elétrica
Eletobras	Centrais Eletricas Brasileiras S/A	Energia Elétrica
Eletropar	Eletrobrás Participações S/A - Eletropar	Energia Elétrica
Eletropaulo	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo S/A	Energia Elétrica
Emae	Emae-Empresa Metropolitana de Aguas e Energia S/A	Energia Elétrica
Embraer	Embraer - Emp Brasileira Aeronautica S/A	Veiculos e peças
Embratel Part	Embratel Participacoes S/A	Telecomunicações
Encorpar	Empresa Nac Com Redito e Part. S/A Encorpar	Textil
Energias BR	Edp - Energias do Brasil S/A	Energia Elétrica
Energisa	Energisa S/A	Energia Elétrica
Equatorial	Equatorial Energia S/A	Energia Elétrica
Estrela	Manuf Brinqs Estrela S/A	Outros
Eternit	Eternit S. A.	Minerais não Metálicos
Eucatex	Eucatex S/A Ind e Comercio	Outros
Even	Even Construtora e Incorporadora S/A	Construção
Eztec	Ez Tec Empreend. e Participacoes S/A	Construção
Fab C Renaux	Fab Tecidos Carlos Renaux S/A	Textil
Fer Heringer	Fertilizantes Heringer S/A	Química
Ferbasa	Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa	Siderurgia & Metalurgia
Fibam	Fibam Cia Industrial	Siderurgia & Metalurgia
Forjas Taurus	Forjas Taurus S/A	Siderurgia & Metalurgia
Fras-Le	Fras-Le S/A	Veiculos e peças
Gafisa	Gafisa S/A	Construção
Gazola	Gazola S/A Industria Metalurgica	Siderurgia & Metalurgia
Generalshopp	General Shopping Brasil S/A	Outros
Gerdau	Gerdau S/A	Siderurgia & Metalurgia
Gerdau Met	Metalurgica Gerdau S/A	Siderurgia & Metalurgia
Globex	Globex Utilidades S/A	Comércio
Gol	Gol Linhas Aereas Inteligentes S/A	Transporte Serviços
GPC Part	GPC Participacoes S/A	Outros
Grazziotin	Grazziotin S/A	Comércio
Grendene	Grendene S/A	Textil
Guarani	Açucar Guarani S/A	Alimentos e Bebidas
Guararapes	Guararapes Confecoes S/A	Textil
GVT Holding	GVT (Holding) S/A	Telecomunicações
Habitasul	Companhia Habitasul de Participacoes	Outros
Haga S/A	Haga S/A Industria e Comercio	Siderurgia & Metalurgia
Helbor	Helbor Empreendimentos S/A	Construção
Hercules	Hercules S/A - Fabrica de Talheres	Siderurgia & Metalurgia
Hoteis Othon	Hoteis Othon S/A	Outros
Hypermarcas	Hypermarcas S/A	Outros
Ideiasnet	Ideiasnet S/A	Outros
Ienergia	Inepar Energia S/A	Energia Elétrica
IGB S/A	IGB Eletronica S/A	Eletroeletrônicos
Iguatemi	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S/A	Outros
Inds Romi	Industrias Romi S/A	Máquinas Industriais
Inepar	Inepar S/A Ind e Construcoes	Outros
Inepar Tel	Inepar Telecomunicacoes S/A	Telecomunicações
Inpar S/A	Inpar S/A (Viver)	Construção
Iochp-Maxion	Iochpe-Maxion S/A	Veiculos e peças
Itausa	Itausa - Investimentos Itau S/A	Outros
J B Duarte	Inds J. B. Duarte S/A	Alimentos e Bebidas
JBS	JBS S/A	Alimentos e Bebidas
Jereissati	Jereissati Participações S/A	Outros
JHSF Part	JHSF Participacoes S/A	Construção
Joao Fortes	Joao Fortes Engenharia S/A	Construção
Karsten	Karsten S.A.	Textil

Empresa	Empresa (nome completo)	Setor
Kepler Weber	Kepler Weber S/A	Siderurgia & Metalurgia
Klabin S/A	Klabin S/A	Papel e Celulose
Kroton	Kroton Educacional S/A	Outros
Light S/A	Light S/A	Energia Elétrica
Localiza	Localiza Rent A Car S/A	Outros
Log-In	Log-In Logistica Intermodal S/A	Transporte Serviços
Lojas Americ	Lojas Americanas S/A	Comércio
Lojas Marisa	Marisa Lojas S.A.	Comércio
Lojas Renner	Lojas Renner S/A	Comércio
Lopes Brasil	Lps Brasil - Consultoria de Imoveis S/A	Outros
Lupatech	Lupatech S/A	Siderurgia & Metalurgia
M G Poliest	M&G Poliester S/A	Química
M. Diasbranco	M Dias Branco S/A Ind e Com de Alimentos	Alimentos e Bebidas
Magnesita AS	Magnesita Refratarios S/A	Mineração
Mangels Indl	Mangels Industrial S/A	Siderurgia & Metalurgia
Marambaia	Marambaia Energia Renovavel S/A	Alimentos e Bebidas
Marcopolo	Marcopolo S/A	Veiculos e peças
Marfrig	Marfrig Frigorificos e Com. Alimentos S/A	Alimentos e Bebidas
Marisol	Marisol S/A	Textil
Medial Saude	Medial Saude S/A	Outros
Mendes Jr	Mendes Jr Engenharia S/A	Construção
Metal Iguacu	Metalgrafica Iguacu S/A	Siderurgia & Metalurgia
Metalfrio	Metalfrio Solutions S/A	Máquinas Industriais
Metisa	Metisa Metalurgica Timboense S/A	Siderurgia & Metalurgia
Millennium	Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S/A	Química
Minerva	Minerva S/A	Alimentos e Bebidas
Minupar	Minupar Participacoes S/A	Alimentos e Bebidas
MMX Miner	MMX Mineracao e Metalicos S/A	Mineração
Mont Aranha	Monteiro Aranha S/A	Outros
MPX Energia	MPX Energia S/A	Energia Elétrica
MRV	MRV Engenharia e Participacoes S/A	Construção
Multiplan	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios S/A	Outros
Mundial	Mundial S/A - Produtos de Consumo	Siderurgia & Metalurgia
Natura	Natura Cosmeticos S/A	Comércio
Net	Net Servicos de Comunicacao S/A	Outros
Odontoprev	Odontoprev S/A	Outros
OGX Petroleo	OGX Petroleo e Gas Participações S/A	Petróleo e Gas
OHL Brasil	Obrascon Huarte Lain Brasil S/A	Transporte Serviços
P.Acucar-Cbd	Companhia Brasileira de Distribuicao	Comércio
Paranapanema	Paranapanema S/A	Siderurgia & Metalurgia
Pet Manguinh	Refinaria de Petroleo de Manguinhos S/A	Petróleo e Gas
Petrobras	Petroleo Brasileiro S/A	Petróleo e Gas
Pettenati	Pettenati S/A Ind Textil	Textil
Plascar Part	Plascar Participacoes Industriais S/A	Veiculos e peças
Portobello	Portobello S/A	Minerais não Metálicos
Positivo Inf	Positivo Informatica S/A	Eletroeletrônicos
Pro Metalurg	Pro Metalurgia S/A	Veiculos e peças
Profarma	Profarma Distrib. Produtos Farmaceuticos S/A	Comércio
Pronor	Pronor Petroquímica S/A	Química
Providencia	Companhia Providencia Ind e Comercio	Química
Quattor Petr	Quattor Petroquimica S/A	Química
Randon Part	Randon S/A Implementos e Participacoes	Veiculos e peças
Rasip Agro	Rasip Agro Pastoril S/A	Agro e Pesca
Recrusul	Recrusul S/A	Veiculos e peças
Rede Energia	Rede Energia S/A	Energia Elétrica
Redecard	Redecard S/A	Software e Dados
Renar	Renar Macas S/A	Agro e Pesca
Rodobensimob	Rodobens Negocios Imobiliarios S/A	Construção
Sabesp	Cia Saneamento Basico Estado Sao Paulo	Outros
Sadia S/A	Sadia S.A	Alimentos e Bebidas
Sanepar	Cia. de Saneamento do Parana - Sanepar	Outros
Sansuy	Sansuy S/A Industria de Plasticos.	Outros
Santos Brp	Santos Brasil Participações S/A	Transporte Serviços
Sao Carlos	Sao Carlos Empreendimentos e Part. S/A	Outros
Sao Martinho	Sao Martinho S/A	Alimentos e Bebidas

Empresa	Empresa (nome completo)	Setor
Saraiva Livr	Saraiva S/A Livreiros Editores	Outros
Savarg	Savarg S/A Viação Aérea Riograndense	Transporte Serviços
Schlosser	Cia Indl Schlosser S/A	Textil
Schulz	Schulz S/A	Veículos e peças
Sergen	Sergen Servicos Gerais de Engenharia S/A	Construção
Sid Nacional	Companhia Siderurgica Nacional	Siderurgia & Metalurgia
SLC Agricola	SLC Agricola S/A	Agro e Pesca
Souza Cruz	Souza Cruz S/A	Outros
Springer	Springer S/A	Eletroeletrônicos
Springs	Springs Global Participacoes S/A	Textil
Sultepa	Construtora Sultepa S/A	Construção
Suzano Papel	Suzano Papel e Celulose S/A	Papel e Celulose
Tam S/A	Tam S/A	Transporte Serviços
Tecel S Jose	Fiacao e Tecelagem Sao Jose S/A	Textil
Tecnisa	Tecnisa S/A	Construção
Tecnosolo	Tecnosolo Engenharia S/A	Outros
Tectoy	Tec Toy S/A	Outros
Tegma	Tegma Gestao Logistica S/A	Transporte Serviços
Teka	Teka Tecelagem Kuehnrich S/A	Textil
Tekno	Tekno S/A Industria e Comercio	Siderurgia & Metalurgia
Telebras	Telecom Brasileiras S/A	Telecomunicações
Telemar	Tele Norte Leste Participações S/A	Telecomunicações
Telemar N L	Telemar Norte Leste S/A	Telecomunicações
Telemig Part	Telemig Celular Participacoes S/A	Telecomunicações
Telesp	Telecomunicacoes de Sao Paulo S/A-Telesp	Telecomunicações
Tempo Part	Tempo Participacoes S/A	Outros
Tenda	Construtora Tenda S/A	Construção
Terna Part	Transmissora Aliança de Energia Elétrica S/A	Energia Elétrica
Tex Renaux	Textil Renauxview S/A	Textil
Tim Part S/A	Tim Participacoes S/A	Telecomunicações
Totvs	Totvs S/A	Software e Dados
Tractebel	Tractebel Energia S/A	Energia Elétrica
Trafo	Trafo Equipamentos Eletricos S/A	Eletroeletrônicos
Tran Paulist	Cteep-Cia Transm Energia Eletr. Paulista	Energia Elétrica
Trisul	Trisul S/A	Construção
Triunfo Part	Tpi - Triunfo Participacoes e Investimentos S/A	Transporte Serviços
Tupy	Tupy S/A	Veículos e peças
Ultrapar	Ultrapar Participacoes S/A	Química
Unipar	Unipar- Uniao de Inds. Petroquimicas S/A	Química
Uol	Universo Online S/A	Software e Dados
Usiminas	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S/A	Siderurgia & Metalurgia
Usin C Pinto	Usina Costa Pinto S/A Acucar e Alcool	Alimentos e Bebidas
Vale	Vale S/A	Mineração
Valefert	Vale Fertilizantes S/A	Química
Valid	American Banknote S/A	Outros
Vivo	Vivo Participacoes S/A	Telecomunicações
Weg	Weg S/A	Máquinas Industriais
Wetzel S/A	Wetzel S/A	Veículos e peças
Whirlpool	Whirlpool S/A	Eletroeletrônicos
Wiest	Wiest S/A	Veículos e peças
Wlm Ind Com	Wlm Industria e Comercio S/A	Comércio
Yara Brasil	Yara Brasil Fertilizantes S/A	Química