

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

FLÁVIA SCHWARTZ MARANHO

ESTRATÉGIA, GOVERNANÇA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS DIANTE DA  
CRISE ECONÔMICA GLOBAL DE 2008: UMA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL

CURITIBA

2014

FLÁVIA SCHWARTZ MARANHO

ESTRATÉGIA, GOVERNANÇA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS DIANTE DA  
CRISE ECONÔMICA GLOBAL DE 2008: UMA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração Estratégia e Organizações, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como parte das exigências para obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca

CURITIBA


2014

**TERMO DE APROVAÇÃO**

**Flávia Schwartz Maranhão**

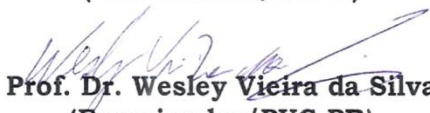
**“ESTRATÉGIA, GOVERNANÇA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS DIANTE DA CRISE ECONÔMICA GLOBAL DE 2008: UMA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL”**

**DISSERTAÇÃO APROVADA COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRA NO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ, PELA SEGUINTE BANCA EXAMINADORA:**

  
**Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca**  
(Orientador/UFPR)

  
**Prof. Dr. José Roberto Frega**  
(Examinador/UFPR)

  
**Prof. Dr. Gustavo Abib**  
(Examinador/UFPR)

  
**Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva**  
(Examinador/PUC-PR)

**27 de março de 2014**

*Aos meus pais, Guilherme  
e Monica, por sonharem  
os meus sonhos.*

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca, meu orientador, por me guiar com maestria, pelo cavalheirismo e pelo aprendizado nas suas disciplinas da pós-graduação.

Ao Prof. Dr. José Roberto Frega, membro da banca, pela orientação abnegada, pelas oportunidades oferecidas para meu desenvolvimento desde o início do curso de mestrado e pela pronta disposição em participar das bancas de qualificação e defesa.

Ao Prof. Dr. Gustavo Abib, membro da banca, pelo aprendizado nas suas disciplinas da pós-graduação, pela pronta disposição em participar das bancas de qualificação e defesa e pelas valiosas críticas e contribuições que aprimoraram esta dissertação.

Ao Prof. Dr. Pedro Steiner Neto, pela orientação sempre prestativa.

Aos colegas e professores do PPGADM que me acompanharam durante os últimos dois anos.

À minha melhor companhia, Leandro, pelo carinho, cumplicidade e compreensão.

Por fim, à minha família: ao meu pai Guilherme, pelo amor e exemplo, à minha mãe Monica, pelo amor, orações e compreensão, e à minha irmã Laura, pelo carinho.

*“O aprendizado é constante e deves ficar alerta pois ele pode vir a ti de diversas formas. Deus, a Energia Criadora, te fala de diversas formas e através de muitos. Afinal, Ele está em todos...”*

Mestre El Morya

## RESUMO

A crise econômica global de 2008 foi a mais grave desde os anos de 1930, levando a economia mundial a um desaquecimento dramático. A literatura recente sobre governança sugere que além das causas micro e macroeconômicas para a crise, falhas graves nas estruturas de governança públicas e privadas contribuíram para o agravamento da recessão. Diante deste cenário, a presente pesquisa buscou avançar na compreensão da relação entre estratégia, governança corporativa, desempenho e recessões. A relação entre estratégia e desempenho avança por longos períodos de tempo e atravessa diversos níveis, abrangendo, entre outros aspectos, as normas e rotinas das organizações e as questões ambientais que afetam a sobrevivência e o sucesso das mesmas. Assim, o objetivo principal é verificar quais os impactos da crise econômica global de 2008 e da qualidade da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa. A base teórica contou com a definição das variáveis centrais do modelo, sua forma de mensuração, a justificativa para estabelecimento da relação proposta e levantamento bibliográfico de artigos nacionais e internacionais que tenham versado sobre a relação entre governança corporativa, crise econômica de 2008 e desempenho. A seguir, foram calculados os indicadores de desempenho e de governança corporativa definidos a partir da base teórica. O comportamento das variáveis levantadas sofreu uma análise exploratória a partir da estatística descritiva e um modelo econométrico de dados em painel foi utilizado para testar a hipótese de pesquisa. Como principal resultado, esta pesquisa verificou que o desempenho medido pelo ROA é explicado pela qualidade da governança corporativa. A relação se mostrou estatisticamente significativa e negativa. Foi registrado crescimento gradativo da qualidade da governança corporativa. O comportamento da variável desempenho, entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012, demonstra com clareza o colapso provocado no resultado das empresas com a eclosão da crise econômica global em 2008. Evidencia também que os resultados ao final do período da pesquisa se mantinham distantes dos níveis observados anteriormente à crise. A relação entre a qualidade da governança corporativa no período pré crise e o desempenho se mostrou estatisticamente significativa e positiva.

Palavras-chave: governança corporativa; crise econômica; desempenho; estratégia.

## ABSTRACT

The global economic crisis of 2008 was the most serious since the years of 1930, leading to a dramatic slowdown in the world economy. The recent literature on governance suggests that in addition to the micro and macroeconomic causes for the crisis, serious flaws in the structures of public and private governance contributed to the worsening of the recession. Given this scenario, the present research sought to advance in the understanding of the relationship between strategy, corporate governance, performance and recessions. The relationship between strategy and performance advances for long periods of time and goes through various levels, covering, inter alia, the rules and routines of organizations and environmental issues that affect the survival and the success of the same. In this way, the main objective was to verify what were the impacts of the global economic crisis of 2008 and the quality of corporate governance in the performance of Brazilian companies listed on BM&F Bovespa. The theoretical basis relied on the definition of the core variables of the model, its form of measurement, the rationale for establishing the relative proposal and bibliographical survey of national and international articles that are well versed on the relationship between corporate governance, economic crisis of 2008 and performance. Then the indicators of performance and corporate governance defined by theoretical basis were calculated. The behavior of the variables suffered an exploratory analysis from descriptive statistics and a panel data econometric model was used to test the hypothesis. As a main result, this research found that the performance measured by ROA is explained by the quality of corporate governance. The relationship proved to be statistically significant and negative. Was registered a gradual growth of the quality of corporate governance. The behavior of the performance variable, between January 2004 and December 2012, demonstrates clearly the collapse caused in the result of companies with the outbreak of the global economic crisis in 2008. There is evidence that the results at the end of the period of the survey remained distant from the levels observed prior to the crisis. The relationship between the quality of corporate governance in the pre-crisis period and performance proved to be statistically significant and positive.

Keywords: corporate governance; economic crisis; performance; strategy.



## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES.....	32
FIGURA 2 – <i>DESIGN</i> DA PESQUISA.....	59

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NO MUNDO.....	34
QUADRO 2 – NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DA BM&F BOVESPA.....	40
QUADRO 3 – ARTIGOS NACIONAIS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA....	47
QUADRO 4 – ROE E ROA.....	57

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – FREQUÊNCIA DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA POR SETOR.....	63
GRÁFICO 2 – PERCENTUAL DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA POR SETOR.....	64
GRÁFICO 3 – DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA POR SEGMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	65
GRÁFICO 4 – MÉDIA DO IGOV DE JANEIRO DE 2004 A DEZEMBRO DE 2012...	66
GRÁFICO 5 – MÉDIA DAS DIMENSÕES DO IGOV DE JANEIRO DE 2004 A DEZEMBRO DE 2012.....	67
GRÁFICO 6 – MÉDIA DO ROE E DO ROA DE JANEIRO DE 2004 A DEZEMBRO DE 2012.....	69

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL INDEPENDENTE – IGOV.....	66
TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE – ROE...	68
TABELA 3 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE – ROA...	69
TABELA 4 – DIAGNÓSTICO DO MODELO A SER UTILIZADO – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA.....	71
TABELA 5 – DIAGNÓSTICO DO MODELO A SER UTILIZADO – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE.....	71
TABELA 6 – MODELO DE EFEITOS ALEATÓRIOS – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA.....	71
TABELA 7 – MODELO DE EFEITOS ALEATÓRIOS – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE.....	73
TABELA 8 – SÍNTESE DOS RESULTADOS.....	74

## SUMÁRIO

<b>1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....</b>	<b>14</b>
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	16
1.2 OBJETIVOS .....	16
1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA-EMPÍRICA.....	16
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA E FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>20</b>
2.1 PROCESSO ESTRATÉGICO .....	20
2.2 TEORIA CONTINGENCIAL.....	22
2.3 CRISE ECONÔMICA DE 2008 .....	25
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	29
2.4.1 Conceitos e definições .....	29
2.4.2 A teoria da agência e a evolução da governança corporativa .....	30
2.4.3 Mecanismos de governança corporativa .....	37
2.4.4 Qualidade da governança corporativa.....	38
2.5 DESEMPENHO.....	42
2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA, CRISE FINANCEIRA E DESEMPENHO.....	44
2.6.1 Levantamento da produção científica nacional de 2009 a 2013.....	46
2.6.2 Levantamento da produção científica internacional de 2009 a 2013.....	51
2.6.3 Hipóteses que se deduzem da base teórica.....	53
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>56</b>
3.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	56
3.2 HIPÓTESES.....	56
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	57
3.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	58
3.5 <i>DESIGN</i> DA PESQUISA .....	59
3.6 PROCEDIMENTOS DE PESQUISA: AMOSTRAGEM, COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS .....	60
3.6.1 Teste estatístico e equação.....	60
3.6.2 População e amostra.....	61
<b>4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS .....</b>	<b>63</b>
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA .....	63
4.1.1 Análise exploratória da amostra .....	63

4.1.2	Análise exploratória da variável independente .....	65
4.1.3	Análise exploratória da variável dependente .....	68
4.2	ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL .....	70
4.3	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	75
4.4	LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	78
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>80</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>83</b>
	<b>APÊNDICES .....</b>	<b>94</b>
	<b>ANEXOS .....</b>	<b>99</b>

## 1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

A proliferação de crises financeiras que ocorreu a partir da década de 1990, é resultado do aprofundamento do processo de liberalização dos mercados e globalização financeira (GONTIJO, 2011). Somente na primeira década dos anos 2000, a economia mundial foi atingida por dois grandes eventos dessa natureza, em 2001 e 2008, sendo que os efeitos do segundo ainda não foram totalmente superados (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011).

A última grande crise econômica global teve sua origem em 2006 no segmento de hipotecas de alto risco do mercado imobiliário norte-americano. Seus primeiros desdobramentos naquele país começaram a ser percebidos em 2007, com pedidos de falência e aquisições de bancos em dificuldades. Seus efeitos sobre a economia brasileira foram mais intensos a partir de setembro de 2008, quando o anúncio da falência do banco de investimento norte-americano *Lehman Brothers* provocou pânico no mercado financeiro internacional e valorização da moeda norte-americana. Segundo o relatório do Fundo Monetário Internacional (2008), *World Economic Outlook*, a crise financeira internacional foi a mais grave desde os anos de 1930, levando a economia mundial a um desaquecimento dramático.

Recessões são fenômenos tão importantes para as economias nacionais como para o desempenho das firmas individuais (CABALLERO; HAMMOUR, 1994). Apesar da relevância do tema, seu impacto sobre o desempenho das empresas não é homogêneo e foi pouco estudado (BROMILEY; NAVARRO; SOTILLE, 2008). Para a administração, especialmente para o campo da estratégia empresarial, a compreensão dos efeitos das crises sobre o desempenho das firmas pode ajudar a entender se o sucesso em momentos de estabilidade econômica também é assegurado em ambientes instáveis e incertos. Se os fatores que determinam um desempenho superior num contexto econômico de crescimento não levarem ao sucesso durante a recessão, deve-se então questionar quais atributos idiossincráticos e estratégias individuais estão associados a um melhor resultado durante a contração da atividade econômica (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011).

“Na economia capitalista, as empresas que se utilizam do mercado de capitais possuem um papel primordial de criação de tecnologia, aumento da

produtividade e geração de riqueza” (SILVEIRA, 2002, p. 1). Segundo o autor foi o desenvolvimento dos mercados de capitais, que financiou parcela significativa do crescimento das empresas privadas, e destacou o papel do gestor, que, em muitos casos, passou a não ser mais exercida pelo proprietário. Este processo foi mais acentuado nos países que ofereceram maior proteção legal aos investidores por meio da existência e garantia de aplicação de um conjunto de leis e regras de mercado claras (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A governança corporativa insere-se nesta temática, podendo ser definida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2002). Silveira (2002) pondera que o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtém melhores resultados do que aquelas com uma baixa qualidade de governança. “Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado” (SILVEIRA, 2002, p. 2). Não só o senso comum corrobora esta hipótese, mas diversas pesquisas (DEMSETZ; LEHN, 1985; CHO, 1998; SILVA, 2002; OKIMURA, 2003; KLAPPER; LOVE, 2004) desenvolvidas ao longo das últimas décadas indicam que uma melhor qualidade da governança corporativa contribui positivamente com o desempenho das organizações.

A literatura recente sobre governança também sugere, contudo, que, falhas graves nas estruturas de governança públicas e privadas contribuíram para o agravamento da crise econômica de 2008 (KIRKPATRICK, 2009; YEOH, 2010; ROSS; CROSSAN, 2012; STIGLBAUER; FISHER; VELTE, 2012; RINGE, 2013). Neste contexto, o objetivo do presente estudo é contribuir para a discussão sobre a relação entre governança corporativa e desempenho, inserindo uma nova variável, o ambiente, e que aqui corresponderá aos efeitos da crise econômica global de 2008.

O trabalho é dividido em cinco seções. Nesta seção introdutória são ainda apresentados o problema de pesquisa, os objetivos gerais e específicos e a justificativa do tema do estudo. Em um segundo momento, a literatura será revisada, fundamentando os principais conceitos utilizados neste trabalho relacionados ao processo estratégico, à teoria contingencial, à crise financeira de 2008, à



governança corporativa e ao desempenho. Na terceira seção serão detalhadas as estratégias metodológicas, seguida pela análise dos resultados e conclusão.

### 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

De acordo com o contexto apresentado anteriormente, o problema que orienta esta pesquisa é: *quais os impactos da crise econômica global de 2008 e da qualidade da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa?*

### 1.2 OBJETIVOS

Assim, o objetivo geral da pesquisa é *verificar quais os impactos da crise econômica global de 2008 e da qualidade da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa*. Os objetivos específicos são:

- a) Identificar e determinar os indicadores de desempenho e de governança corporativa adequados ao estudo;
- b) Analisar o comportamento das variáveis levantadas a partir da estatística descritiva;
- c) Analisar as variáveis a partir de um modelo econométrico de dados em painel.

### 1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA-EMPÍRICA

Recessões são fenômenos tão importantes para as economias nacionais como para as empresas (CABALLERO; HAMMOUR, 1994). Apesar da importância do tema, seu impacto sobre o desempenho não é homogêneo e foi ainda pouco estudado (BROMILEY; NAVARRO; SOTILLE, 2008). Para a administração, especialmente para o campo da estratégia empresarial, a compreensão dos efeitos

das crises sobre o desempenho das empresas pode ajudar a entender se o sucesso em momentos de estabilidade econômica também é garantido em ambientes instáveis e incertos. Se os fatores que determinam um melhor resultado num contexto econômico de crescimento não levarem ao sucesso durante a recessão, deve-se então questionar quais atributos idiossincráticos e estratégias individuais estão associados a um desempenho superior durante a contração da atividade econômica (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011). “Ainda não se sabe se há, de fato, um campo de interesse distinto para estudo sobre estratégia durante recessões ou se os determinantes de vantagem competitiva durante períodos de estabilidade são os mesmos que protegem as empresas das crises econômicas” (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011, p. 1).

Busca-se primeiramente, portanto, ter um melhor entendimento do impacto das crises econômicas no desempenho das empresas, uma vez que em um mundo globalizado, as fronteiras que antes preservavam os países e suas estruturas não mais possuem essa capacidade.

Além da lacuna já comentada no campo da estratégia, a teoria da contingência e o modelo proposto por Donaldson (1987) requerem um refinamento empírico do relacionamento entre desajuste e desempenho, proposto pelo próprio Donaldson (1999), que permitiria oferecer aos gestores mais orientações sobre a mudança de estrutura na tentativa de adaptação às contingências.

Afora as duas questões já pontuadas, Chakravarthy e White (2002) argumentam que a pesquisa em processo estratégico tenta lidar com a difícil questão de como as estratégias são formadas, implementadas e alteradas. Infelizmente, na preocupação com o caminho, os pesquisadores de processo comumente perdem de vista o destino final, o resultado da estratégia. Assim, entender a relação entre processo estratégico e resultado é importante, pois sem isso a pesquisa em processo é de pouco valor gerencial.

Cabe citar que o processo estratégico avança por longos períodos de tempo e atravessa diversos níveis, abrangendo os processos cognitivos de decisão individual, os processos sociais, psicológicos e políticos dentro de grupos de indivíduos, as normas e rotinas das organizações e as questões ambientais que afetam a sobrevivência e o sucesso das mesmas. Tradicionalmente, o processo é estudado em somente um desses níveis e em um corte transversal no tempo (CHAKRAVARTHY; WHITE, 2002). Para os autores, a pesquisa com real significado

requer uma análise longitudinal e entre os níveis, uma vez que processo estratégico é um processo multinível. Segundo Chakravarthy e White (2002), a cognição ocorre em indivíduos, que por sua vez interagem com outros membros do seu grupo de trabalho, que funcionam dentro de estruturas e rotinas organizacionais, que são características de organizações que competem em setores da economia e que podem crescer ou quebrar sob a influência de políticas econômicas. Na maioria das vezes essa profunda natureza do processo estratégico não é considerada. Este trabalho considera dois níveis para a análise, o ambiente e a organização, e a desenvolve de forma longitudinal, conforme sugestão dos autores, com o objetivo de observar as mudanças e resultados ao longo do tempo.

Como o grande corpo da pesquisa em processo mostra, o desempenho financeiro de uma empresa é influenciado não somente pela sua estratégia, mas também pelo contexto onde está inserida e inclui seus ambientes internos e externos. A estratégia irá definir o sucesso da organização nesse contexto. Assim, a pesquisa em processo estratégico precisa aprofundar o estudo das interações dinâmicas entre contexto, processo e resultados, incorporando processos longitudinais e multiníveis (CHAKRAVARTHY; WHITE, 2002).

A relevância da governança corporativa também deve ser destacada neste momento, uma vez que está diretamente relacionada ao impacto que a adoção de seus mecanismos causa para as empresas e, conseqüentemente, ao mercado de capitais e às economias nacionais. Logo, a existência de um mercado de capitais forte é importante para a capitalização das empresas e para o desenvolvimento da economia dos países.

As organizações que adotam boas práticas de governança corporativa facilitam a captação de recursos e diminuem o seu custo de capital (CARVALHAL; LEAL, 2013) O menor custo de capital afeta de forma positiva o desempenho, contribuindo para aumentar o valor e a rentabilidade da empresa. Além disso, tanto os emprestadores de recursos quanto os investidores potenciais possuem instrumentos que os protegem, dando-lhes maiores garantias de que receberão o retorno de seus investimentos. Saito e Silveira (2008) explicam que se verifica uma carência de fundamentação teórica sobre temas chaves da governança corporativa, em especial a relação com o desempenho. Nesse sentido, este trabalho pretende contribuir com esta lacuna na pesquisa sobre governança.

A melhoria da qualidade da governança corporativa foi o meio escolhido por diversas empresas brasileiras para atrair investidores, principalmente em função dos processos de privatizações, fusões e aquisições verificados no decorrer dos anos 1990 e na primeira década dos anos 2000 (CLAESSENS, 2003), que impactaram o mapa do controle acionário. Nesse contexto, a governança facilitou o acesso às fontes de financiamento e reduziu os custos para obtenção de capital a partir dessas fontes. Problemas de intermediação e interrupção nos fluxos de financiamento estão entre as consequências observadas com a crise econômica de 2008 (CARVALHAL; LEAL, 2013) e a qualidade da governança corporativa pode ter diminuído o impacto desses fatores e contribuído para um melhor desempenho.

A despeito deste aspecto positivo, diversos estudos, no entanto, argumentam que falhas nos mecanismos de governança em empresas públicas e privadas contribuíram para o agravamento da crise econômica de 2008 (KIRKPATRICK, 2009; YEOH, 2010). Portanto, este trabalho pretende avançar com a compreensão da relação entre governança corporativa e a crise econômica de 2008.

Por fim, deve-se destacar a relevância prática desta pesquisa. Enquanto a governança corporativa atraiu muita atenção na última década, por conta de escândalos financeiros envolvendo empresas, a crise econômica de 2008 renovou o interesse sobre o tema, uma vez que os já consolidados mecanismos de governança são apontados por especialistas como um possível fator agravador da crise. Entender este fenômeno, bem como a validade e adequação destes mecanismos, pode contribuir para a discussão sobre governança corporativa no cenário nacional.

Além da questão pontuada anteriormente, não se pode esconder os efeitos da crise financeira de 2008, originada nos EUA, e que promoveu uma recessão mundial, principalmente ao longo de 2009, em proporções só antes vistas com a quebra da bolsa em 1929 e a crise decorrente. No Brasil, o PIB de 2009 retrocedeu em 0,3% em relação ao ano anterior. Mais significativo foi o impacto para a indústria, de -5,6%. Estudar a dinâmica entre estratégia, governança e desempenho em períodos de crise pode oferecer às empresas e seus gestores mais informação sobre como se posicionar diante de recessões econômicas e minimizar os prejuízos.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA E FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 PROCESSO ESTRATÉGICO

De acordo com Chakravarthy e Doz (1992), o processo estratégico pode ser entendido como a forma pela qual as estratégias são elaboradas de maneira eficiente, validadas e implementadas nas organizações. Bulgacov *et al.* (2007, p. 84) defendem que processo estratégico refere-se à “elaboração das estratégias e ao modo como são validadas e implementadas”.

Chakravarthy e White (2002) argumentam que a pesquisa em processo estratégico tenta lidar com a difícil questão de como as estratégias são formadas, implementadas e alteradas. Infelizmente, na preocupação com o caminho, os pesquisadores de processo comumente perdem de vista o destino final, o resultado da estratégia. Assim, entender a relação entre processo estratégico e resultado é importante, pois sem isso a pesquisa em processo é de pouco valor gerencial.

Segundo os autores, o processo estratégico avança por longos períodos de tempo e atravessa diversos níveis, abrangendo os processos cognitivos de decisão individual, os processos sociais, psicológicos, e políticos dentro de grupos de indivíduos, as normas e rotinas das organizações e as questões ambientais que afetam a sobrevivência e o sucesso das mesmas (CHAKRAVARTHY; WHITE, 2002). Para os autores, a cognição ocorre em indivíduos, que por sua vez interagem com outros membros do seu grupo de trabalho. Esses grupos funcionam dentro de estruturas e rotinas organizacionais, que são características de organizações que competem em setores da economia e que podem crescer ou quebrar sob a influência de políticas econômicas.

Este trabalho contempla duas dimensões do processo estratégico: ambiente e normas e rotinas da organização, também entendidas como as formas de gestão e estrutura. Um grande número de pesquisadores argumenta que o ambiente tem uma influência forte no comportamento organizacional. Nesse sentido, encontram-se na literatura várias definições de ambiente. Hall (2004) entende por ambiente todos os fenômenos externos às organizações estudadas e que as influenciam de um modo potencial ou real.

Diversos estudos sobre o impacto do ambiente nas estratégias das organizações foram realizados ao longo dos anos. Lawrence e Lorsch (1973), em seu texto seminal, apresentaram a visão de como o ambiente poderia ser um fator de importante influência nas estratégias organizacionais. Além desses autores, outros que também escreveram sobre a importância do ambiente para a estratégia organizacional foram Hannan e Freeman (1977), Porter (1991) e Barney (1991).

Bulgacov (2009) separa o ambiente em dois níveis, denominados geral e operacional, sendo que somente o geral interessa para este estudo. Segundo Barney e Hesterly (2007) o ambiente geral consiste de tendências amplas que podem ter impacto nas escolhas estratégicas de uma determinada organização. É formado por seis dimensões: mudanças tecnológicas, tendências demográficas, tendências culturais, clima econômico, condições legais e políticas e acontecimentos internacionais. Para este trabalho, serão destacados somente os acontecimentos internacionais, tais como guerras, golpes de Estado, terrorismo e recessões econômicas, que também possuem importante papel no estudo do processo estratégico.

Além da dimensão ambiental do processo estratégico, este trabalho também contemplará a dimensão estrutural, relacionada aqui, diretamente, à governança corporativa, como será visto na seção 2.4. No entanto, neste momento será conduzida a discussão sobre aspectos gerais relacionados à estrutura.

De acordo com Hall (2004), a estrutura de uma organização representa o contexto no qual o poder é exercido, determinando o fluxo de informação que envolve as decisões e objetivando o alcance de metas organizacionais. Para acompanhar as transformações que ocorrem no ambiente, as organizações tendem a mudar suas estratégias de gestão e de negócio, bem como suas estruturas.

Para Chandler (1990), a estrutura é decorrente da estratégia da organização, onde a cada mudança, a ela se molda para atender à estratégia. De acordo com o autor, a estratégia seria a determinação das metas e objetivos de longo prazo, juntamente com a adoção de linhas de ação e alocação de recursos para o alcance dos objetivos traçados. Para ele, a estrutura corresponderia à organização gerada para administrar as atividades que surgem das estratégias adotadas, envolvendo hierarquia, distribuição do trabalho, autoridade e comunicação.

Enquanto que para Drucker (1984), apesar de uma estrutura bem definida não assegurar o bom desempenho organizacional, ela é um pré-requisito para tal e, quando não é bem definida, realça as deficiências da organização e pode conduzir ao mau desempenho.

Como o grande corpo da pesquisa em processo mostra, o resultado financeiro de uma empresa é influenciado não somente pela sua estratégia, mas também pelo contexto onde ela está inserida e inclui seus ambientes internos e externos. A estratégia é ponto chave para definir o sucesso da organização nesse contexto. Assim, a pesquisa em processo estratégico precisa aprofundar o estudo das interações dinâmicas entre contexto, processo e resultados, incorporando processos longitudinais e multiníveis (CHAKRAVARTHY; WHITE, 2002). Deve explorar o processo evolucionário de variação-seleção-retenção, cuja proposta central é que as seleções internas e externas determinam, em conjunto, o destino da organização. Aqueles que sobrevivem têm um ambiente interno de seleção que reflete as pressões relevantes no ambiente externo e produzem, externamente, novas variações estratégicas que são internamente selecionadas e retidas (CHAKRAVARTHY; WHITE, 2002).

Dando destaque ao papel do ambiente, a próxima seção discutirá sobre a teoria contingencial e sua importância no estudo da estratégia.

## 2.2 TEORIA CONTINGENCIAL

Qual tipo de organização deve a empresa se tornar para lidar com várias condições econômicas e de mercado? Esta é a pergunta que Lawrence e Lorsch (1973) propõem-se a responder em um estudo comparativo de dez empresas com diferentes níveis de realizações econômicas e em três diferentes meios industriais. Os resultados apontaram que os ambientes industriais marcados pela incerteza e por alta velocidade das mudanças exigem diferentes respostas daquelas empresas inseridas em ambientes estáveis.

As empresas consideradas eficientes em diferentes ambientes possuem atributos que satisfazem mais adequadamente as demandas desses meios (LAWRENCE; LORSCH, 1973). Para os autores, os níveis de diferenciação e integração nas empresas eficientes serão diferentes, dependendo das exigências do

respectivo ambiente. Num campo mais diverso e dinâmico, as organizações eficientes são obrigadas a ser altamente diferenciadas e altamente integradas. Num ambiente mais estável e menos diversificado, as empresas eficientes podem ser menos diferenciadas, mas, mesmo assim, devem atingir um alto nível de integração.

A partir dos resultados de seu estudo, Lawrence e Lorsch (1973) desenvolveram a teoria contingencial. Assim, em vez de propor uma forma ideal de estrutura organizacional, a empresa deveria se concentrar nos aspectos que iriam garantir um melhor desempenho uma vez inserida em seu ambiente.

Previamente a Lawrence e Lorsch, Burns e Stalker (1961) deram o primeiro passo na análise do impacto do ambiente na estrutura das empresas. Efetuando uma síntese entre as escolas clássica e das relações humanas, os autores defenderam que a estrutura mecanicista é a melhor para enfrentar um ambiente estável, enquanto que a estrutura orgânica é o melhor meio para se posicionar em ambientes incertos, com alto grau de mudança tecnológica e de mercado. A síntese promovida solucionou a discussão entre as duas escolas de administração ao mostrar que cada uma possuía sua validade, de acordo com o ambiente em que estavam inseridas (DONALDSON, 1999).

Donaldson (1987), na esteira do estudo de Lawrence e Lorsch, destaca o determinismo existente na teoria contingencial, onde a contingência (incerteza) determinaria a estrutura. Assim sendo, não existe uma forma ótima de organização, porque isso depende do ambiente no qual a empresa está inserida (DONALDSON, 1987) e que interfere em aspectos internos da organização, tais como estratégia, tamanho e tecnologia (DONALDSON, 1999).

O complexo recorrente de relacionamentos entre os membros da organização é entendido por Donaldson (1999, p. 105) como sendo a estrutura da mesma e inclui “os relacionamentos de autoridade e subordinação como representados no organograma, os comportamentos requeridos pelos regulamentos da organização e os padrões adotados na tomada de decisão, como descentralização, padrões de comunicação e outros padrões de comportamento”. O autor destaca, ainda, que cada pesquisa focaliza alguns aspectos da estrutura organizacional, sem, no entanto, esgotar a questão.

A teoria contingencial da estrutura organizacional fornece um quadro para o estudo do *design* organizacional. Ela sustenta que o *design* estrutural mais efetivo é aquele que se adapta às contingências (DONALDSON, 2006). Alguns críticos dizem



que esta teoria é estática e falha ao lidar com a mudança e a adaptação no ambiente organizacional. Para Donaldson (2006), o coração da teoria da contingência é estático no sentido de que ela lida em como um estado estático entre estrutura e contingência resulta em alto desempenho. No entanto, os estudos sobre essa teoria estão dentro da tradição funcionalista das ciências sociais, que vê as organizações se adaptando às mudanças nos seus ambientes. Portanto, organizações mudam de um estado para outro ao longo do tempo.

Em resposta aos críticos, Donaldson (1987) desenvolve um processo articulado no modelo teórico *Structural Adaptation to Regain Fit* (SARFIT). O SARFIT agrupa diversos trabalhos na área de teoria da contingência, tal como o de Chandler (1990) sobre mudanças estruturais para responder a mudanças estratégicas. De acordo com este modelo, ajuste e desajuste são ambos estados temporários que se alternam. À medida que a organização se move entre esses dois pontos, seu desempenho melhora ou piora respectivamente. Cada fase de mudança em direção ao desajuste resulta em um aumento incremental das contingências. E cada fase em direção ao ajuste produz ganhos incrementais na estrutura (DONALDSON, 2006).

Outros críticos da teoria da contingência argumentam que não é possível que as organizações se movam para adaptar-se às contingências, porque enquanto fazem esse movimento, a própria contingência muda e a mudança organizacional não é capaz de produzir o ajuste necessário. Contudo, ao mover-se em direção ao ajuste, a organização reduz o desajuste. Ela pode não alcançar o ajuste perfeito, mas sim um ajuste parcial, onde a estrutura parcialmente se adapta às contingências. Esse ajuste parcial é suficiente para estimular o ciclo de mudanças incrementais do modelo SARFIT (DONALDSON, 2006). O autor sustenta seu modelo SARFIT quando reafirma que, segundo a teoria da contingência, as organizações ajustadas têm como resultado um desempenho melhor que aquelas desajustadas.

Assim, quando o ambiente muda, a organização deve adaptar sua estrutura com a intenção de evitar um baixo desempenho devido ao desajuste. Dessa forma, a teoria contingencial fornece parte da lente teórica para o desenvolvimento deste estudo.

Uma vez compreendido o papel que o ambiente representa no desenvolvimento da estratégia, a próxima seção discutirá sobre os estudos já

desenvolvidos sobre recessões e estratégia e, especificamente, sobre a crise econômica de 2008, evento, este, objeto de análise da presente pesquisa.

### 2.3 CRISE ECONÔMICA DE 2008

A proliferação de crises financeiras que ocorreu a partir da década de 1990, é resultado do aprofundamento do processo de liberalização dos mercados e globalização financeira (GONTIJO, 2011). Somente na última década, a economia mundial foi atingida por dois grandes eventos dessa natureza, em 2001 e 2008, sendo que os efeitos do segundo ainda não foram totalmente superados (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011). Segundo o relatório do Fundo Monetário Internacional (2008), *World Economic Outlook*, a crise econômica global de 2008 foi a mais grave desde os anos de 1930, levando a economia mundial a um desaquecimento dramático.

Sua origem remete ao segmento de hipotecas de alto risco do mercado imobiliário norte-americano no ano de 2006 e seus primeiros desdobramentos naquele país começaram a ser percebidos em 2007, com pedidos de falência e aquisições de bancos em dificuldades. Uma combinação de profundo desequilíbrio no mercado de ativos com crise bancária conduziu o mundo à paralisia na concessão de crédito com resultados negativos sobre os níveis de atividade econômica (MOREIRA; SOARES, 2010). Seus efeitos sobre a economia brasileira foram mais intensos a partir de setembro de 2008, quando o anúncio da falência do banco de investimento norte-americano *Lehman Brothers* provocou pânico no mercado financeiro internacional e valorização da moeda norte-americana.

Caballero e Hammour (1994) pontuam que as recessões trazem grandes impactos tanto para as economias nacionais quanto para o desempenho das empresas. Apesar da relevância do tema, seu impacto sobre o desempenho das empresas não é homogêneo e foi pouco estudado (BROMILEY; NAVARRO; SOTILLE, 2008). Se os fatores que determinam um resultado superior num contexto econômico de crescimento não levarem ao sucesso durante a recessão, deve-se então questionar quais atributos e estratégias estão associados a um desempenho superior durante a contração da atividade econômica (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011). Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010) observaram que, durante períodos de crise, em média, uma em cada seis empresas não sobrevive

(seja porque é adquirida ou entra em falência) e 80% precisam de mais de três anos após a retomada do crescimento econômico para recuperar seu nível anterior de crescimento (vendas e rentabilidade).

De uma forma geral, é evidente que, em um mundo globalizado, toda crise econômica tem o poder de propagar consequências negativas e em cadeia. Conforme Malan (2008) e Lanzana e Lopes (2009) afirmam, a crise financeira internacional, irrompida no segundo semestre de 2008, a partir do mercado de *subprime* dos Estados Unidos, foi uma das mais graves crises experimentadas pela economia mundial na sua história, de modo que nenhum país deixaria de sofrer as suas consequências, muito embora de formas distintas.

O entendimento da crise de 2008 passa pelo reconhecimento das transformações ocorridas nos sistemas financeiros norte-americano e mundial, especialmente no que tange ao surgimento de inovações financeiras, como os derivativos e a securitização (MOREIRA; SOARES, 2010). As crises, sejam financeiras ou não, surgem a partir da existência de uma bolha na economia, financiada de forma que gere um excesso de endividamento, que pode ser tanto do governo, quanto das empresas (financeiras ou não financeiras) e das famílias. Esse excesso de endividamento começa a gerar expectativas negativas quanto ao seu pagamento. Em consequência, tem início um comportamento defensivo, que por vezes resulta num movimento de manada. Credores antecipam pagamentos, dificultam a rolagem de dívidas e criam requisitos adicionais para empréstimos. Devedores iniciam uma tentativa de quitar seus compromissos, temerosos de que as condições de pagamento se tornem ainda mais deterioradas. Nesse cenário, os preços dos ativos (moeda, ações, imóveis, dentre outros) caem, acirrando o comportamento defensivo e dando origem a uma crise financeira.

Efetivamente, a crise de 2008 apresenta várias características comuns das crises financeiras que já atingiram a economia mundial. Leaven e Valencia (2008) destacam que entre 1970 e 2007 foram contabilizadas 124 crises bancárias sistêmicas, 208 crises cambiais e 63 episódios de não pagamento de dívida soberana, resultando numa média de quase nove eventos do gênero por ano.

Acioly *et al.* (2009) consideram que tanto fatores macroeconômicos quanto microeconômicos explicam a origem da crise financeira nos Estados Unidos. Entre os fatores macroeconômicos enumerados pelos autores, o período prolongado de baixas taxas de juros permitiu a expansão do crédito e impulsionou a demanda

interna, contribuindo para evitar uma recessão após os atentados de 11 de setembro. No entanto, o mesmo período prolongado de juros baixos deu margem para um ciclo de alta dos preços dos imóveis. Dessa forma, a concessão de crédito tornou-se mais favorável e passou a aceitar um nível maior de risco. Moreira e Soares (2010) acrescentam ainda a integração financeira internacional, que somada aos fatores anteriormente expostos, só fez agravar o impacto da crise. No que tange aos fatores microeconômicos os autores citam a ausência de regulamentação dos mercados financeiros e a alta liquidez, que facilitaram a criação de produtos financeiros sofisticados, cujos riscos resultaram na formação inadequada dos preços dos ativos. O modelo de empréstimo adotado pelos bancos de investimento aumentou ainda mais o problema, uma vez que era baseado em comissão por operação gerada e apenas uma parcela pequena dos empréstimos permanecia na carteira dos emprestadores originais. Logo, havia pouco incentivo para monitorar de forma eficaz as operações.

A crise financeira de hipotecas *subprime* revelou a fragilidade de um mercado constituído por tomadores de empréstimos imobiliários que não possuíam renda compatível com as prestações da hipoteca, tinham histórico recente de inadimplência ou não dispunham de bens para fins de garantia do empréstimo tomado (MOREIRA; SOARES, 2010). Acioly *et al.* (2009) explicam que as operações *subprime* eram empréstimos de longo prazo divididos em dois períodos distintos. Nos dois ou três primeiros anos, as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas. Já no período seguinte, que seguia até o final do contrato, normalmente de trinta anos, as taxas de juros eram mais elevadas e seriam reajustadas periodicamente de acordo com as taxas praticadas pelos bancos. Era a partir do segundo período que os devedores passavam a não mais conseguir arcar com os pagamentos. Os autores acrescentam ainda que, com os preços dos imóveis em alta, ainda era possível renegociar o contrato, mas à custa de comissões aos bancos que lhes concediam crédito extra para financiar o consumo.

A partir do momento que a demanda por imóveis residenciais começou a desacelerar, as condições de refinanciamento tornaram-se mais difíceis. A inadimplência dos *subprime* subiu rapidamente, contaminando vários agentes financeiros uma vez que eles serviam de lastro para operações de securitização. Quando os bancos envolvidos começaram a reconhecer as perdas em meados de

2007, a desconfiança se espalhou pelos mercados financeiros de todo o mundo, gerando uma crise de liquidez que abriu as portas para a recessão mundial.

A crise afetou a disponibilidade de capital e a escassez de crédito que se seguiu atingiu os mercados emergentes, inclusive o Brasil, possivelmente afetando os termos de seu financiamento nacional e internacional (CARVALHAL; LEAL, 2013). Analisando as repercussões da crise econômica internacional no Brasil, pode-se verificar que o governo brasileiro confiou em uma menor fragilidade da nossa economia, já que desde a crise de 2002 vinha adotando medidas de política econômica mais rígidas (MALAN, 2008). Basicamente, o país contou com a configuração de um cenário caracterizado por um contexto de relativa estabilidade macroeconômica, com inflação controlada, superávit fiscal, elevado volume de reservas internacionais, saldo comercial favorável, e menor dependência do financiamento externo (MALAN, 2008).

Mesmo assim os efeitos da crise no Brasil foram dramáticos: houve uma queda acentuada da atividade econômica ao final de 2008 que perdurou pela maior parte do ano de 2009. Um dos primeiros efeitos percebidos no país foi no último trimestre de 2008, com a saída de capital estrangeiro numa tentativa de recomposição de perdas sofridas pelos investidores nos principais mercados financeiros do mundo. O resultado imediato foi a alta do dólar, o início da redução da liquidez, da disponibilidade de crédito e uma queda significativa no preço das *commodities* (MOREIRA; SOARES, 2010).

Por fim, a situação de desconfiança generalizada e de incerteza em relação ao tamanho e à extensão da crise exacerbou as expectativas (negativas) quanto à evolução futura das economias brasileira e mundial. Além disso, surgiu uma natural atitude precaucional diante da crise, que também teve impactos negativos sobre o nível de atividade econômica. Tal condição, verificada a partir do último trimestre de 2008, pode ser constatada por meio de vários indicadores: (i) redução da produção industrial; (ii) redução da utilização da capacidade instalada e horas trabalhadas na indústria de transformação; (iii) aumento da taxa de desemprego aberto, dentre outros indicadores (MOREIRA E SOARES, 2010, p. 33-34).

Uma vez discutidos os aspectos principais da origem e evolução da crise financeira de 2008, bem como o impacto das crises e recessões nas estratégias das empresas e a carência de estudos que analisam esta relação no Brasil, a próxima seção abordará os aspectos inerentes à governança corporativa e seu papel na manutenção de índices significativos de desempenho.

## 2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 2.4.1 Conceitos e definições

Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa (GC) como os meios que garantem aos investidores e credores das empresas o retorno sobre os valores investidos sob o ponto de vista financeiro. Para Leal, Carvalhal-da-Silva e Ferreira (2002) a GC deve ser entendida como um conjunto de práticas e processos formais com o objetivo de supervisionar a gestão executiva das organizações e resguardar os interesses dos acionistas. O *Cadbury Report* (1992) define a GC como um sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas, dando destaque ao papel desempenhado pelo conselho de administração.

La Porta *et al.* (2000) definem governança como um conjunto de mecanismos que auxiliam os investidores externos a se protegerem contra a expropriação por parte dos gestores. Complementando essa definição, Silveira (2005) coloca que a GC apresenta mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre gestores e acionistas uma vez que exista a separação entre controle e propriedade.

A *Organization for Economic Cooperation and Development* – OECD (2004) afirma que governança envolve um conjunto de relacionamentos entre a gerência da empresa, conselho de administração, acionistas e outros *stakeholders*. Ainda segundo a OECD, a GC oferece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, assim como os meios para atingi-los e para o monitoramento do seu desempenho. O aumento do grau de confiança proporcionado por uma boa qualidade da governança é entendido como um elemento importante para a eficiência econômica e o crescimento, não só de empresas, mas da economia como um todo (OECD, 2004).

Na mesma linha da OECD, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p.2) traz seu conceito de governança, destacando o papel da mesma na melhora do resultado:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa

aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Carvalho-da-Silva e Leal (2005) ressaltam, contudo, que o conceito de governança corporativa não se restringe apenas às empresas que possuem capital aberto, mas se aplica também a todas as empresas que procuram uma relação de transparência e confiança entre as partes envolvidas.

O estado atual da discussão sobre GC é resultado de inúmeros trabalhos desenvolvidos a partir da década de 1930. A seguir, será abordada a evolução do conceito de governança e sua origem junto à teoria de agência.

#### 2.4.2 A teoria da agência e a evolução da governança corporativa

O início da discussão sobre o aprimoramento da governança corporativa nas organizações foi uma resposta ao problema de agência, que ocorre quando os gestores tomam decisões com o propósito de maximizar sua utilidade pessoal e não o retorno dos acionistas, sendo que este era o motivo inicial da sua contratação. Assim, o estudo da GC passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua diminuição (SILVEIRA, 2002).

O trabalho de Berle e Means (1932), cuja primeira edição norte americana data de 1932, é considerado por muitos o marco inicial em GC e teve como objetivo principal analisar de forma empírica a composição acionária das grandes empresas norte-americanas, além de fomentar a discussão sobre como os conflitos de interesse relacionados a estruturas de propriedade dispersas poderiam afetar o desempenho e o valor das companhias. Os autores trouxeram a tona o debate sobre os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle, que já era observado em algumas das empresas contempladas pelo estudo. A dispersão do controle das empresas resultou na dispersão do capital e, conseqüentemente, da propriedade. Por sua vez, esse movimento criou a necessidade da contratação de administradores, marcando a separação definitiva entre propriedade (acionistas) e controle (executivos).

Jensen e Meckling (1976) deram continuidade ao estudo do tema iniciado por Berle e Means, discutindo sobre os conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa. Este trabalho é considerado

seminal sob o ponto de vista da administração financeira para os avanços nas pesquisas sobre GC. O trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresentou quatro contribuições principais, segundo análise de Saito e Silveira (2008): a primeira delas foi a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos conflitos de interesse individuais passível de ser testada empiricamente; a definição de um novo conceito de custos de agência, evidenciando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; a elaboração de uma nova definição da firma, que passa a ser entendida como um instrumento legal que serve de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre indivíduos; e, por fim, sob uma perspectiva mais ampla, colaborou para a definição do termo “governança corporativa”, entendido então, como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) foi complementado pela pesquisa de Morck, Shleifer e Vishny (1988). Os autores verificaram empiricamente a hipótese de que o valor da firma aumentaria em função de uma maior posse de ações por parte dos gestores, uma vez que dessa forma haveria maior harmonia entre os interesses de executivos e acionistas e, portanto, os custos de agência seriam reduzidos.

Jensen e Meckling (1976, p. 308), definem um relacionamento de agência como "um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente". A teoria da agência, assim, estuda a relação entre principal e agente, quando o principal delega uma determinada função ao agente. Nesse relacionamento, os problemas de agência ocorrem quando as partes que cooperam possuem diferentes metas e torna-se difícil ou caro para que o principal verifique o que é realizado pelo agente (EISENHARDT, 1989). Na relação entre acionistas e gestores, os primeiros podem diminuir as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais. Logo, os custos que os acionistas incorrem para alinhar os interesses dos gestores aos seus são chamados custos de agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976, p.308), os custos de agência são resultado do somatório entre:



- os custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- os gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- os gastos decorridos da ação do próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- e as perdas residuais, entendidas como a diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar sua riqueza.

O problema de agência dos gestores é apresentado na Figura 1 (adaptada de SILVEIRA, 2002).

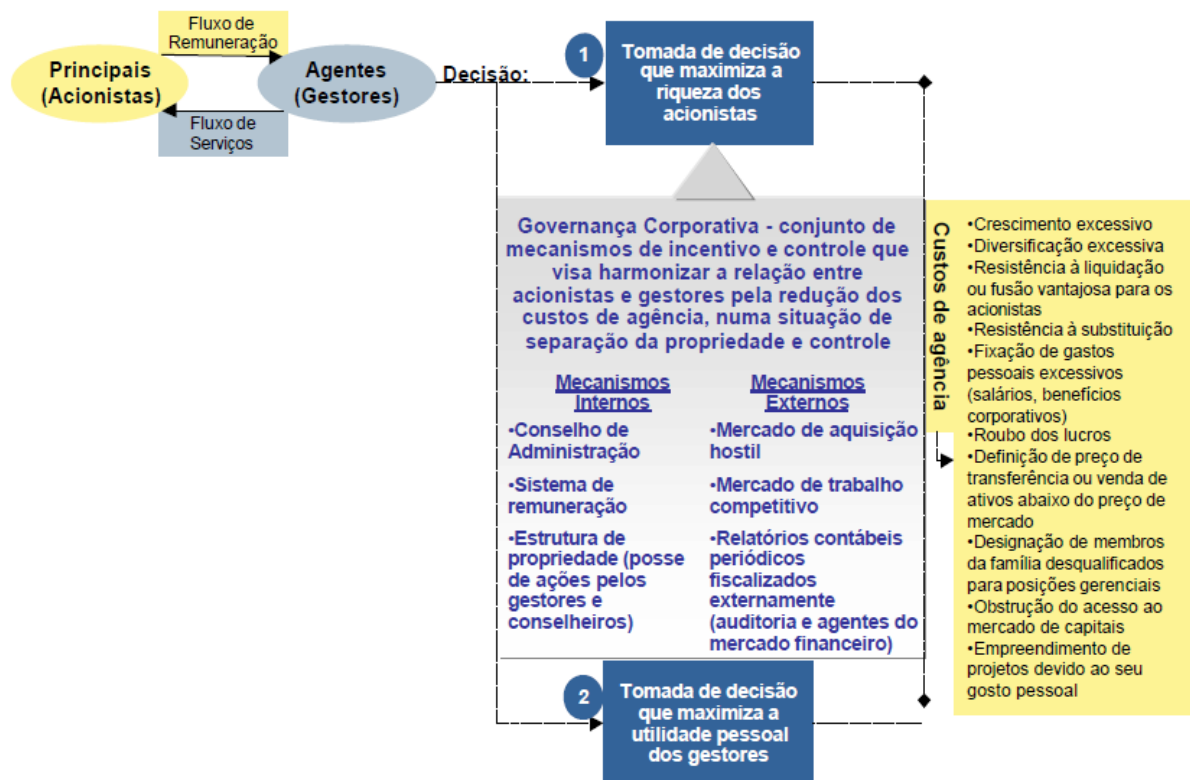


FIGURA 1 – O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES  
 FONTE: ADAPTADA DE SILVEIRA (2012)

Conforme destacado no trabalho de Jensen e Meckling (1976) e reafirmado por Jensen (2001) a visão contratual fundamenta-se na ideia de que a firma é um nexos (conjunto) de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital. A partir deste ponto de vista, o contrato assinado entre os executivos e acionistas irá determinar como os gestores devem operar os recursos da companhia. “É claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos

os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos" (JENSEN, 2001, p.33). Silveira (2002, p. 14) destaca que o cenário ideal seria formado por contratos completos, "que especificasse exatamente o que deveriam fazer a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência".

Seguindo esse raciocínio, Silveira *et al.* (2007) destacam que grande parte da literatura sobre GC foi desenvolvida no contexto anglo-saxão, marcado por uma estrutura de propriedade pulverizada e pelo conflito entre acionistas e gestores. Contudo, nem todos os mercados possuem essa característica, ocorrendo uma mudança na base de compreensão da governança. Segundo Leal (2007), além do conflito de agência entre gestores e acionistas, pode passar a ocorrer conflito entre os diferentes grupos de acionistas. Logo, a GC tem o objetivo de impedir que acionistas controladores expropriem os minoritários.

La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) estudaram as diferenças entre os mercados de capitais e a concentração acionária ao redor do mundo. Os autores constataram que em países com alto nível de proteção ao investidor, tais como EUA e Inglaterra, predomina a pulverização do controle acionário. Já países como França, Itália e Alemanha, são marcados por forte concentração de propriedade e controle. Segundo os autores, em países com essas características o controle fica bem definido e passa a existir o risco de expropriação dos acionistas minoritários.

Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002), analisaram a estrutura direta e indireta de controle das empresas brasileiras e verificaram a existência de um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil. De acordo com os autores, "mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas" (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002, p.7).

Os principais fatos que marcaram a evolução da governança no Brasil e no mundo podem ser observados no (QUADRO 1).

QUADRO 1 – A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NO MUNDO

Ano	Mundo	Brasil
1992	Publicação do Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. GM divulga suas "Diretrizes de Governança Corporativa", considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.	
1994	Em pesquisa realizada pelo Calpers (California Public Employees Retirement System), observou-se que mais da metade das 300 maiores companhias dos EUA tinham desenvolvido manuais próprios de recomendações de governança corporativa.	
1995	Publicação do Relatório Viemont, marco da governança na França.	Fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.
1997	Criação do novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt, Alemanha. No mesmo ano, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre governança corporativa. Em setembro, ocorre a crise asiática, fomentada, entre outras coisas, por má práticas de governança corporativa.	É aprovada a Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976), sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários.
1998	A OCDE cria o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance.	Primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar.
1999	O grupo de governança corporativa da OCDE abre caminho para a consolidação dos Principles of Corporate Governance, divulgado em maio, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança.	O Instituto - IBCA - passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e lança o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa".
2000	Banco Mundial e Mckinsey concluem em estudo que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança.	Em novembro, o IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa. Em dezembro, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.
2001	Em novembro, é divulgado ao mundo os problemas de fraude contábil na Enron. Na seqüência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais.	Bovespa cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos em relação ao projeto inicial.

continua

## QUADRO 1 – A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NO MUNDO

continuação

Ano	Mundo	Brasil
2002	O congresso norte-americano aprova a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras. No mês seguinte, a Securities and Exchange Commission (SEC) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas.	Em junho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.
2003	Em maio, a Nasdaq anuncia normas semelhantes à Bolsa de Nova York. Em dezembro, ocorre um escândalo corporativo na Parmalat, sendo o primeiro de muitos problemas de governança corporativa com grandes empresas da Europa. É lançado o Revised Combined Code, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "comply or explain" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país. Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão.	
2004	FTSE e ISS lançam índice internacional de Governança.	Retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da Bovespa. O IBGC lança a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa".
2005	OCDE lança documento contendo diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal. ICGN lança seu código de melhores práticas de Governança Corporativa: Global Corporate Governance Principles.	É realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa.
2006	Mais um problema de governança corporativa é anunciado no mercado norte-americano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como options backdating, causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros. ICGN lança o guia Executive Remuneration Guidelines, cujo foco está na estruturação de pagamento dos executivos no longo prazo e nas políticas de divulgação da remuneração.	Bovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem.

continua

## QUADRO 1 – A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NO MUNDO

conclusão

Ano	Mundo	Brasil
2007	ICGN lança guia sobre responsabilidade dos acionistas: Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities.	
2008	Crise financeira expõe problemas de gestão de riscos e o papel dos conselhos de administração.	
2009	Ostrom e Williamson levam Nobel de Economia por estudos relacionados à governança	Em iniciativa inédita no Brasil, Usiminas divulga remuneração dos administradores em seu relatório anual de 2008. IBGC lança a quarta versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. CVM lança a instrução 480 trazendo como uma das principais mudanças o aumento no nível de informações prestadas pelas companhias.
2010		Revisão do regulamento de governança corporativa proposta pela BM&FBovespa. A fraude bilionária no Banco Panamericano vem a público. Comemoração dos 10 anos de Novo Mercado.
2011		Promulgada a Lei nº 12.527 - Lei de Acesso à Informação (LAI), importante instrumento de ampliação da transparência e do controle social.
2012		Realizada a 18ª Conferência Mundial da ICGN no Brasil, quando foram debatidos e questionados os avanços em Governança no País. Lançamento do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), formado pela Anbima, Amec, IBGC e BM&FBovespa.

FONTE: ADAPTADO DE IBGC (2012).

De acordo com Claessens (2003) algumas mudanças econômicas observadas no cenário internacional merecem destaque ao analisar-se a crescente importância da discussão sobre governança. Para o autor, a proliferação de escândalos e crises, as privatizações, os programas de desregulamentação e reformas, o progresso tecnológico, assim como a liberalização dos mercados financeiros, acompanhada da mobilidade do capital e do aumento da integração financeira internacional, influenciaram diretamente a discussão sobre GC.

A falência de grandes companhias e os escândalos financeiros ocorridos principalmente nos Estados Unidos durante a década de 1990 e o início da década seguinte, tais como Enron, WorldCom e Parmalat, criaram um clima de desconfiança em relação às demonstrações financeiras e tiveram como resposta a promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley* em 2002 (SILVA, 2006). As normas se tornaram, então, mais

rígidas, buscando assegurar mais transparência nas informações, mais independência aos órgãos de auditoria e punições severas a fraudes. Os gestores das empresas contempladas por essa lei tiveram seus deveres e responsabilidades aumentados, visando assegurar a proteção dos investidores e evitar a ocorrência de grandes escândalos e crises decorrentes (SILVA, 2006; KIRKPATRICK, 2009). Kirkpatrick (2009) argumenta, no entanto, que apesar do grande impulso dado à GC a partir dos escândalos e crises, falhas nas estruturas de governança, especificamente nos sistemas de informação e remuneração, foram responsáveis pelo agravamento da crise de 2008, especialmente nas organizações financeiras. Assim, da mesma forma que a GC é uma ferramenta de prevenção a problemas do gênero, se não utilizada da melhor forma, pode vir a agravá-los.

Além dos escândalos financeiros anteriormente comentados, a onda de privatizações observada nas duas últimas décadas também impactou na crescente importância da governança, uma vez que as empresas antes em poder dos Estados, passaram a buscar recursos junto ao mercado financeiro e, assim, desenvolveram a preocupação com as práticas de GC, melhorando a proteção aos seus investidores (CLAESSENS, 2003).

Afora os fatores já destacados por Claessens (2003), Becht, Bolton e Roell (2005) citam também o impacto das fusões e aquisições na discussão sobre GC. Para os autores, a consolidação das práticas de governança, aliada ao aumento da mobilidade do capital, encorajou os investimentos estrangeiros nos mercados emergentes.

Devido aos fatores anteriormente relacionados, diversos códigos de governança foram desenvolvidos no Brasil e no mundo, conforme foi observado no (QUADRO 1). Os códigos editados apresentam, em sua maioria, princípios e recomendações que orientam os mecanismos das boas práticas de GC. Na próxima seção, esses mecanismos serão discutidos com mais profundidade.

#### 2.4.3 Mecanismos de governança corporativa

Silveira (2005) apresenta um conjunto de mecanismos externos e internos de controle e incentivo, que, ao serem adotados pelas empresas, possuem a capacidade de harmonizar a relação entre gestores e acionistas. Segundo Ribeiro Neto e Famá (2003), os mecanismos de governança visam diminuir os efeitos da

assimetria de informações ao atribuir importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização e, por consequência, minimizam os problemas decorrentes do conflito de agência. Do ponto de vista da teoria da agência, o objetivo principal dos mecanismos de GC é criar meios eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos gestores esteja em consonância com o interesse dos acionistas.

Os mecanismos externos de GC são: relatórios contábeis periódicos fiscalizados por auditores e agentes do mercado financeiro; a presença de um mercado de aquisição hostil; e a existência de um mercado de trabalho competitivo (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; SILVEIRA, 2005). Os mecanismos internos segundo os mesmo autores são: conselho de administração, sistema de remuneração e estrutura de propriedade.

Os mecanismos externos são definidos pelo ambiente institucional e regulatório da empresa. Shleifer e Vishny (1997) apontam que a possibilidade de aquisição hostil devido a falhas de gestão, assim como um mercado de trabalho com ampla oferta de mão de obra de gestores especializados são mecanismos externos importantes que contribuem na tentativa de minimizar os problemas de agência dentro das organizações.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) consideram o conselho de administração e a estrutura de propriedade alguns dos principais mecanismos para a redução dos custos de agência. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que o sistema de remuneração dos gestores é um mecanismo relevante para lidar com os problemas de agência e são complementados por Silveira (2005), que afirma que a remuneração do quadro de executivos de uma companhia traz reflexos importantes no nível de convergência de interesses entre gestores e acionistas.

#### 2.4.4 Qualidade da governança corporativa

Segundo Silveira (2004) e Silveira, Perobelli e Barros (2008), a maioria das pesquisas na área analisa as diferenças na qualidade da governança entre empresas inseridas em diferentes contextos institucionais, portanto, diferentes níveis de proteção do investidor. Contudo, segundo os autores, as características inerentes às próprias organizações são capazes de garantir diferentes graus de qualidade da governança em empresas inseridas em um mesmo ambiente contratual. Este

argumento é reiterado por Klapper e Love (2004). Os autores verificaram a existência de grande variação da qualidade da governança entre empresas de um mesmo país. No estudo, foram encontradas empresas com boa GC em países com baixa proteção legal aos investidores e empresas com GC ruim em países com alta proteção legal.

Complementarmente aos trabalhos anteriores, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) argumentam que a proteção ao investidor possui tanto componentes externos (relacionados ao ambiente institucional em que a empresa está inserida) como componentes internos (relacionados ao tipo de atividade e a outras características da empresa). Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Silveira (2004) destacam alguns atributos das empresas que são influenciados pela qualidade da governança:

- expectativa de crescimento – a empresa precisará captar mais recursos e, por consequência, melhorar o seu nível de governança para tal, quando existe a expectativa de crescimento;
- estrutura dos ativos e tangibilidade – uma melhor qualidade da GC facilitará o monitoramento dos ativos intangíveis da empresa, evitando, assim o desvio de recursos;
- tamanho – empresas menores com expectativas de crescimento precisam de uma boa qualidade de GC para facilitar e reduzir os custos de financiamento de capital; por sua vez, as empresas maiores produzem um volume maior de fluxo de caixa e precisam da GC para diminuir os problemas de agência, além de possuírem mais recursos para investir em governança;
- concentração acionária do controlador – pode influenciar a adoção de diversas práticas de GC uma vez que quanto maior for o percentual de ações ordinárias em posse do controlador maior será a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários externos; ou, quanto maior for percentual do total de ações em posse do controlador menor será a divergência entre os atos dos gestores e os interesses dos acionistas;
- desempenho – indicadores de desempenho sinalizam a possibilidade de maior ou menor demanda futura de financiamentos externos, sendo que a qualidade de GC, influencia a capacidade de captação de recursos pelas companhias.



- emissão de ADRs – as empresas que emitem *American Depositary Receipts* – ADRs devem se enquadrar em padrões mais exigentes de governança.
- adesão aos níveis diferenciados de GC da BM&F Bovespa – as empresas que aderem aos níveis diferenciados de GC da Bovespa devem se adequar a padrões mais rígidos de governança.

A criação em 2000 do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela BM&F Bovespa foi uma alternativa para destacar as empresas que adotam práticas de governança corporativa além das previstas na legislação. A partir de então, as empresas que abriram capital e aquelas que já negociavam suas ações na bolsa puderam optar por se enquadrar em um dos níveis existentes, de acordo com suas práticas de GC. No (QUADRO 2) podem ser verificadas as características principais de cada nível diferenciado da Bovespa.

QUADRO 2 – NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DA BM&F BOVESPA

Descrição da característica	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Percentual mínimo de ações em circulação	No mínimo, 25% de <i>free float</i> .	No mínimo, 25% de <i>free float</i> .	No mínimo, 25% de <i>free float</i> .
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 (conforme a legislação).
Conselho de administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos.	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos.	Mínimo de três membros (conforme legislação).
Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional	Traduzidas para o inglês.	Traduzidas para o inglês.	Conforme a legislação.
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON.	100% para ações ON. 80% para ações PN (até 09/05/2011). 100% para ações ON e PN.	80% para ações ON (conforme legislação).
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório.	Obrigatório.	Facultativo.
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento.	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento.	Conforme a legislação.

continua

## QUADRO 2 – A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NO MUNDO

conclusão

Descrição da característica	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas".	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas".	Não há regra.
Obrigações do conselho de administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.	Não há regra.
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório.	Obrigatório.	Obrigatório.
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária.	Esforços de dispersão acionária.	Esforços de dispersão acionária.
Diferencial	Transparência.	Transparência e mais poder aos minoritários.	Transparência e poder igual para todos os acionistas.

FONTE: BM&amp;F BOVESPA (2013).

Em 2002, foi criado o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – que mede o desempenho de uma carteira de ações de empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2 da Bovespa). Desde sua criação mostrou desempenho superior ao do Ibovespa em diversos momentos.

Uma vez apresentados os principais pontos sobre a governança corporativa, a próxima seção desenvolverá a base teórica sobre desempenho.

## 2.5 DESEMPENHO

Ao longo das últimas décadas o desempenho foi amplamente estudado no campo de estudo da estratégia (ANSOFF, 1957; BARNEY, 1996; MILES; SNOW, 2003; PETTIGREW; THOMAS; WHITTINGTON, 2002). Normalmente ele é estudado como uma variável dependente (SANTOS; BRITO, 2012), caso também do presente trabalho, e pode ser definido como o resultado da comparação do valor criado por uma organização e o valor que seus proprietários esperam obter (BARNEY, 1996), ou seja, de que forma uma organização utiliza seus recursos para criar valor além da expectativa de seus acionistas. Nesse sentido, o desempenho organizacional também pode ser compreendido como uma avaliação do resultado da empresa e pressupõe o estabelecimento de um parâmetro de comparação (PALEIAS, 1992).

Combs, Crook e Shook (2005) analisaram todos os artigos publicados no *Strategic Management Journal* entre 1980 e 2004. Como resultado, foram encontrados 238 estudos empíricos sobre desempenho organizacional. Nestes trabalhos foram utilizados 56 diferentes indicadores de desempenho, sendo que os indicadores financeiros merecem destaque (82% dos casos). Neste universo, as medidas contábeis de lucratividade foram a opção mais frequente (52% dos casos).

Richard *et al.* (2009) analisaram o uso do conceito desempenho em 213 artigos publicados em diversos periódicos internacionais (*Academy of Management Journal*, *Administrative Science Quarterly*, *Journal of International Business Studies*, *Journal of Management* e *Strategic Management Journal*). A análise foi realizada com base em um sistema de classificação multidimensional formado pelas seguintes categorias: uso do desempenho como variável dependente, independente ou de controle; fonte dos dados (primários, secundários ou ambos); operacionalização (objetivo, subjetivo, quase-objetivo); tipo de indicador (contábil, financeiro, reputação, vendas etc.); quantidade de medidas (única, múltiplas); tipo de análise (múltipla em separado; agregada por análise fatorial; agregada por média); e corte temporal (longitudinal ou transversal). Assim como Carton e Hofer (2006) e os outros estudos apresentados, os indicadores financeiros e contábeis foram os mais utilizados. Cabe destacar também que ambos os trabalhos verificaram que os artigos analisados utilizam em média um indicador apenas.

Santos e Brito (2012) avançaram com a mesma análise e também incluíram periódicos nacionais na base da pesquisa do seu estudo. Os autores procuraram

identificar os indicadores de desempenho mais utilizados em artigos empíricos no campo da estratégia e testaram sua estrutura a partir de questionários enviados aos membros do conselho de administração e altos executivos de empresas brasileiras. O objetivo dos questionários era investigar a percepção dos respondentes sobre os indicadores de desempenho. Os resultados do estudo apontaram que a estrutura dimensional mais apropriada para analisar a variância do desempenho reúne diversos fatores, entre eles: lucratividade, crescimento, valor de mercado, satisfação dos empregados e consumidores e desempenho social e ambiental.

Além do trabalho de Santos e Brito (2012), Matitz e Bulgacov (2011) também realizaram uma pesquisa em artigos que utilizaram o desempenho como principal variável. Os resultados novamente mostram que os indicadores preferidos continuam levando em consideração apenas uma dimensão do desempenho e esta seria a econômica.

A despeito da grande concordância de que o desempenho possui várias dimensões (SANTOS; BRITO, 2012; BARNEY, 1996; COMBS; CROOK; SHOOK, 2005; RICHARD *et al.*, 2009), a maior parte dos trabalhos da academia optou por trabalhar o desempenho a partir da visão dos acionistas, focando na dimensão econômica, principalmente devido à dificuldade de operacionalizar suas outras dimensões (RUMELT, 1991; BRITO; VASCONCELOS, 2005; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2006). “Os indicadores financeiros acabam sendo usados por sua disponibilidade e comparabilidade, mas é necessário ter em mente que isso trás uma limitação ao estudo, pois apenas uma dimensão do desempenho está sendo medida” (CAMARGO, 2013).

Merchant e Van der Stede (2007) analisam as possíveis formas de mensurar o desempenho a partir do valor de mercado e de informações contábeis. Ambos possuem vantagens e desvantagens. A mensuração baseada em valor de mercado permite a medição ao longo do tempo (a cotação da ação pode ser apurada diariamente), seus valores são objetivamente mensurados e não podem ser manipulados pela organização aos quais se referem. No entanto, também apresentam desvantagens sendo que a principal delas é que o valor de mercado não é resultado direto das estratégias e ações da empresa, estando sensível a outros fatores externos, como risco e especulação. Por outro lado, a mensuração baseada em informações contábeis, elimina esse problema, mas deixa de considerar os riscos e o impacto dos mesmos, mantendo seu foco em transações realizadas.

Além disso, e principalmente, os demonstrativos financeiros e outras declarações contábeis refletem de forma mais acurada o resultado de estratégias e ações das organizações.

Diversas pesquisas procuraram entender a relação entre governança e desempenho. A seguir, será revisada a base teórica que contribui para essa discussão.

## 2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA, CRISE FINANCEIRA E DESEMPENHO

A partir do exposto anteriormente na revisão da literatura, é possível afirmar que uma melhora da qualidade da governança corporativa facilita o acesso às fontes de financiamento e pode reduzir os custos de obtenção do capital. Espera-se, portanto, um reflexo no desempenho das empresas. Em períodos de recessão, quando as fontes de financiamento se retraem, a qualidade da governança pode ser um fator importante para a reabertura dos canais de financiamento, facilitando o acesso às origens de recursos (CARVALHAL; LEAL, 2013).

Várias foram as pesquisas acadêmicas que buscaram demonstrar que existe uma relação entre o desempenho e a governança corporativa. Leal (2004) oferece uma revisão da literatura internacional a respeito da relação entre governança corporativa e o valor de mercado da firma. O autor examina a relação entre o valor da companhia e a concentração dos direitos de voto e dos direitos sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores. Espera-se que quanto maior a separação entre os direitos de voto e os direitos ao fluxo de caixa, maior o impacto negativo da concentração dos direitos de voto sobre o valor da firma. Além disso, Leal (2004) também examina a qualidade das práticas de governança corporativa medida por meio de índices de práticas de governança. Diversos estudos utilizaram-se de índices existentes ou construíram seus próprios índices. O autor discutiu ainda a possibilidade de o valor da firma e as práticas de governança corporativa serem determinados endogenamente e ofereceu sugestões para o tratamento empírico da questão. Como resultado principal Leal (2004) sugere que a qualidade das práticas de governança corporativa parece estar positivamente relacionada com o valor da firma, especialmente nos países em que a proteção legal do investidor é pior, como é o caso dos mercados emergentes, incluindo o Brasil.

Leal (2007) destaca a existência de um forte desejo dos atores envolvidos na promoção de boas práticas de governança para que elas levem a um maior valor da empresa. Silveira (2004) relata, no entanto, que a busca de evidências sobre a relação entre qualidade da governança e desempenho varia em função da abordagem econométrica utilizada na pesquisa; do uso de variáveis endógenas e exógenas; e da relação da causalidade apresentada.

Bohren e Odegaard (2004) e Silveira (2004), afirmam que a maioria dos estudos sobre GC utiliza modelos econométricos que assumem a governança como uma variável exógena. Dessa forma, a causalidade transforma-se em uma via de sentido único, partindo da governança para o desempenho. No entanto, os autores verificaram alguns estudos que trataram a governança como variável endógena. Nesses casos os resultados antes estatisticamente significativos entre governança e desempenho deixam de existir.

Inicialmente, foram os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988) que avaliaram o impacto da estrutura de propriedade sobre o valor das companhias.

Nos anos seguintes, Demsetz e Lehn (1985), Cho (1998), Silva (2002) Okimura (2003), Klapper e Love (2004) demonstraram que a estrutura de propriedade e controle afeta o desempenho. Na mesma linha, Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) argumentam que a melhoria de práticas de GC tem resultado no valor das companhias abertas listadas em bolsa.

No entanto, nas pesquisas conduzidas por Demsetz e Villalonga (2001), Silveira (2004), Silva e Leal (2005), Firth, Fung e Rui (2006), Bhagat e Bolton (2008), não foi encontrada relação positiva entre os mecanismos de governança e o desempenho, sendo que alguns resultados não foram estatisticamente significativos.

Com o mesmo objetivo de demonstrar os efeitos positivos da governança sobre o desempenho, diversas pesquisas desenvolveram índices que medem a qualidade da GC. Almeida *et al.* (2010) expõem que os índices são obtidos por meio de questionários que avaliam a qualidade da GC, tomando como base a legislação e os códigos de governança. Para os autores, mensurar a qualidade da governança por meio de índices garante o uso de informações transparentes, facilita a replicação das pesquisas, é de fácil interpretação e evita baixa taxa de respondentes, uma vez que os dados secundários são coletados pelo próprio pesquisador nos relatórios divulgados pelas companhias.

Bozec e Bozec (2012) apresentam uma revisão dos estudos internacionais que investigaram a relação entre índices de governança e desempenho. Segundo eles uma relação clara positiva é encontrada na maioria das classificações de governança e desempenho na Europa e nas economias emergentes. No entanto, os estudos conduzidos nos Estados Unidos e Canadá geraram resultados mistos. Os autores também discutem importantes deficiências metodológicas, relacionadas principalmente à medição, substituição entre disposições de governança e endogeneidade.

Black (2001) utilizou um *ranking* desenvolvido por um banco de investimentos russo para analisar esse mercado. Gompers, Ishii e Metrick (2003) construíram um índice de governança como *proxy* para os direitos dos acionistas em cerca de 1500 empresas. Klapper e Love (2004) desenvolveram um índice para 14 mercados emergentes. Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) construíram um índice para analisar o mercado alemão. Beiner *et al.* (2004) analisaram o mercado aberto na Suíça através de um índice com 38 atributos. Durnev e Kim (2005) desenvolveram um índice composto por empresas de 27 países. Black, Jang e Kim (2006) construíram um índice aplicado a 515 empresas coreanas.

No Brasil, diversas pesquisas também desenvolveram índices para avaliar a qualidade da governança. Silveira (2004) construiu um índice de qualidade da governança composto por 20 questões para avaliar 161 empresas. Silva e Leal (2005) investigaram a qualidade da GC no mercado acionário brasileiro. Leal e Silva (2005) construíram índice com 24 questões aplicado a empresas brasileiras. Santos e Leal (2007) analisaram a qualidade da GC em empresas de capital aberto. Almeida *et al.* (2010) analisaram as boas práticas de governança em empresas não listadas.

#### 2.6.1 Levantamento da produção científica nacional de 2009 a 2013

Nesta seção apresentamos a investigação realizada nos principais periódicos nacionais da área de administração e finanças durante os anos de 2009 a 2013. As publicações consultadas no levantamento dos artigos nacionais compunham a base Qualis da Capes (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) de 2010 nos extratos A1, A2, B1 e B2 e representam importantes meios de comunicação acadêmica na área de Administração. São elas: Revista de

Administração de Empresas (RAE), a Revista de Administração da USP (RAUSP), a Revista Organização e Sociedade (O&S), a Revista de Administração Contemporânea (RAC), Revista de Administração Mackenzie (RAM), Revista Eletrônica de Administração (Read), Revista de Administração Pública (RAP), Journal of Information Systems and Technology Management (Jistem), Cadernos Ebape, Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE), Brazilian Administration Review (BAR) e Brazilian Business Review (BBR). Foi também consultada a Revista Brasileira de Finanças (RBFIn). Os artigos foram selecionados a partir de busca que considerou as seguintes palavras-chave: governança corporativa, crise financeira e desempenho.

Foram encontrados diversos trabalhos sobre governança corporativa no Brasil nesse período. Os objetivos, metodologia e resultados desses estudos são apresentados no (QUADRO 3).

QUADRO 3 – ARTIGOS NACIONAIS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

OBJETIVOS	RESULTADOS	METODOLOGIA	CASO(S) / AMOSTRA
Andrade <i>et al.</i> (2009): identificar a relação da composição do conselho de administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.	Como resultado, destaca-se que a composição do conselho tem exercido mais influência no valor de mercado das companhias do que no desempenho delas. A quantidade total de conselheiros mostrou-se positivamente relacionada tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho. Também se constatou que as características das empresas, como endividamento e o seu tamanho, quando interagem com as características do conselho de administração, sugerem que as recomendações do código de governança corporativa surtem efeitos diferentes nas empresas, conforme as suas características individuais.	Quantitativa por meio de um modelo de regressão múltipla hierárquica e um painel de dados.	Companhias abertas não financeiras listadas na Bovespa cujas ações apresentaram liquidez mínima no período compreendido entre 2004 e 2006.

continua



## QUADRO 3 – ARTIGOS NACIONAIS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

continuação

OBJETIVOS	RESULTADOS	METODOLOGIA	CASO(S) / AMOSTRA
<p>Procianoy e Verdi (2009): estudar os determinantes e as consequências da adesão de empresas brasileiras aos níveis diferenciados da Bovespa (novo mercado, nível 1 e nível 2).</p>	<p>Entre os determinantes, encontrou-se que empresas de maior porte, mais lucrativas, negociadas em mercado estrangeiro e com menor concentração no controle acionário têm maior probabilidade de aderir aos níveis diferenciados. No que diz respeito às consequências, encontrou-se que as empresas que aderiram aos níveis diferenciados apresentam maiores níveis de liquidez que empresas transacionadas no mercado tradicional da Bovespa. Além disso, as empresas que aderiram ao nível 2 e ao novo mercado experimentaram um aumento de liquidez em relação ao nível de liquidez anterior à adesão.</p>	<p>Quantitativa.</p>	<p>Empresas listadas na Bovespa com cotações na versão 2007 do banco de dados Econômica.</p>
<p>Ponte <i>et al.</i> (2012): investigar quais os principais fatores motivacionais que levam as empresas brasileiras de capital aberto a decidir pela adoção de melhores práticas de governança corporativa na perspectiva dos seus diretores de relações com investidores.</p>	<p>A pesquisa confirma que os 25 fatores citados podem ser considerados elementos com efetiva capacidade de influenciar a decisão das empresas pela adoção das boas práticas de GC. Os cinco fatores considerados de maior relevância pelos diretores em ordem decrescente são: perpetuar a empresa; garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; reduzir o custo de capital; melhorar a imagem institucional; e valorizar as ações da empresa.</p>	<p>Metodologicamente, esta pesquisa se caracteriza como descritiva e quantitativa.</p>	<p>São elementos de pesquisa os DRIs das companhias de capital aberto listadas nos segmentos diferenciados da BM&amp;FBovespa, totalizando 157 companhias.</p>

continua

## QUADRO 3 – ARTIGOS NACIONAIS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

continuação

OBJETIVOS	RESULTADOS	METODOLOGIA	CASO(S) / AMOSTRA
<p>Bortolon (2013): pesquisar as motivações que fazem com que as empresas brasileiras adotem estruturas piramidais de controle.</p>	<p>A vantagem de financiamento surge como motivação relevante. As pirâmides também potencializam os desvios de direitos, o que agrava o problema do risco moral. Entretanto, há relação positiva entre características de estruturas piramidais e <i>payout</i> de dividendos, e negativa com a disponibilidade de caixa, o que pode sinalizar iniciativas de amenizar o risco de expropriação percebido pelo mercado. Algumas entrevistas foram feitas com o objetivo de explorar outras possíveis explicações. Surgiram como relevantes: a reputação do controlador; reestruturações societárias por motivos de natureza fiscal, separação de negócios ou para organizar participações familiares; e melhores alternativas de distribuição de resultados.</p>	<p>Caracteriza-se como um estudo de métodos mistos, utilizando análise de variáveis dependentes dicotômicas e métricas em modelos de logit e entrevistas com profissionais atuantes.</p>	<p>A base de dados objeto da pesquisa é composta de empresas financeiras e não financeiras listadas na BOVESPA em 2004 e 2006. A amostra foi restrita às empresas que tiveram suas ações negociadas pelo menos uma vez ao longo de cada ano. Foram observadas 271 empresas no ano de 2004 e 257 empresas em 2006.</p>
<p>Erfurth e Bezerra (2013): investigar a correlação entre a adesão a segmentos diferenciados de governança da Bovespa e as práticas de Gerenciamento de Resultados.</p>	<p>A pesquisa não permitiu inferir que um maior nível de governança significa necessariamente um menor grau de gerenciamento de resultados. Conclui-se, ainda, que o comportamento das empresas no gerenciamento dos lucros é semelhante entre os diferentes níveis de governança da Bovespa, o que sugere que o nível de governança não interfere em tal comportamento dos gestores.</p>	<p>A pesquisa caracterizou-se como estudo descritivo e documental com abordagem quantitativa.</p>	<p>Na amostra entraram as empresas da governança corporativa que divulgaram no sítio da Bovespa, no período de 2000 a 2007, totalizando 46 empresas.</p>

continua

## QUADRO 3– ARTIGOS NACIONAIS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

conclusão

OBJETIVOS	RESULTADOS	METODOLOGIA	CASO(S) / AMOSTRA
<p>Ferreira <i>et al.</i> (2013): por meio da utilização da técnica não paramétrica da análise envoltória de dados, o objetivo principal do trabalho é verificar se existem diferenças entre a eficiência técnica e a produtividade de empresas de segmentos de governança corporativa com a eficiência técnica e a produtividade de empresas de outros segmentos da Bovespa.</p>	<p>Não há diferenças estatisticamente significativas entre os escores de eficiência técnica dos grupos de empresas com e sem governança. No entanto, nos anos de 2008 e 2009 as empresas com ações negociadas em outros segmentos da Bovespa apresentaram um melhor nível de eficiência técnica. Observou-se, nos três anos analisados, que o valor de mercado das empresas dos segmentos de governança corporativa é inferior ao das empresas de outros segmentos de negociação de ações.</p>	<p>Quantitativo por meio da técnica não paramétrica da análise envoltória de dados.</p>	<p>Empresas industriais de capital aberto no Brasil com ações negociadas na Bovespa, listadas nos segmentos de governança corporativa e nos demais.</p>
<p>Rossoni e Machado-da-Silva (2013): analisar como a adesão ao Novo Mercado modera o efeito da legitimidade no valor da empresa.</p>	<p>Verificou-se que a adesão ao Novo Mercado, o prestígio dos conselheiros e a reputação da empresa afetam significativamente o valor de mercado. Quando seccionadas as organizações de acordo com o nível de governança, verificou-se que as origens cultural-cognitivas e normativas da legitimidade afetaram significativamente o valor de mercado nos grupos com menor grau de governança, enquanto que entre as empresas do Novo Mercado a influência não foi significativa. Concluem, portanto, que a legitimidade é um importante fator de explicação da variabilidade do desempenho de empresas de capital aberto.</p>	<p>Abordagem quantitativa com análise de redes e econométrica.</p>	<p>Companhias listadas na BM&amp;F Bovespa entre os anos de 2002 e 2007.</p>

## 2.6.2 Levantamento da produção científica internacional de 2009 a 2013

Para fazer o levantamento da produção científica internacional foram pesquisadas as palavras-chaves governança corporativa, crise e desempenho nas bases de dados *Ebsco*, *Proquest* e *Wiley*. Foram selecionados os artigos de periódicos publicados entre 2009 e 2013. A partir desta seleção, fez-se uma revisão dos artigos que relacionam governança corporativa com crise econômica. Ao contrário da quase inexistente produção acadêmica nacional sobre os temas no período, a academia internacional produziu diversos estudos para examinar esta relação.

Hausmann e Bechtold-Orth (2010) discutem a otimização da governança corporativa, no que diz respeito à estrutura dos sistemas de remuneração, especialmente, a remuneração dos executivos. Para os autores, falhas na remuneração contribuíram para a crise econômica ao incentivarem a assunção de riscos a curto prazo em detrimento da segurança a longo prazo. Foram analisadas iniciativas de reforma legislativa e regulamentar em países selecionados na Europa (Reino Unido, Suíça e Alemanha) e nos Estados Unidos com o objetivo fundamental de sustentar a confiança do mercado e promover a estabilidade financeira, removendo incentivos à assunção de riscos inadequados por empresas. No entanto, segundo os autores, um olhar mais atento às diferentes iniciativas regulamentares e legislativas nacionais revela que as abordagens estruturais para projetar um sistema de remuneração equilibrada variam significativamente sobre o âmbito de aplicação e a intensidade e detalhes do novo regulamento e legislação.

Hilb (2011) argumenta que a crise econômica global revelou quatro importantes pontos fracos na direção e no controle de grandes empresas, especialmente no setor de serviços financeiros. Segundo o autor, primeiramente, a maioria dos países, contrariando os princípios da OCDE, adotaram as diretrizes de governança corporativa anglo-saxãs, visando maximização de valor para o acionista. Em segundo lugar, as empresas mais afetadas pela crise não possuíam estruturas holísticas, que adicionariam valor simultaneamente para clientes, proprietários, colaboradores e a sociedade. O autor coloca ainda que a grande maioria dos pacotes de remuneração variável foi criada para períodos de curto prazo, principalmente anual, usando indicadores financeiros e *benchmarks* competitivos. Por fim, a diretoria de muitas organizações de grande porte ignoraram os conceitos

relacionados à gestão de risco. Hilb (2011) propõe em seu estudo quatro sugestões importantes para fazer frente a essas fraquezas.

Ringe (2013) avalia o conceito de governança corporativa ligado à independência do conselho diante das experiências decepcionantes durante a crise financeira de 2007-08. Membros independentes eram vistos como uma ferramenta essencial para melhorar o acompanhamento do conselho. Segundo o autor, a crise, no entanto, revelou que eles não impediram a aceitação de riscos excessivos nas empresas e diversas vezes mostraram graves déficits em compreender os negócios que deveriam controlar e assumiram posição passiva na resolução de problemas estruturais. O autor questiona os benefícios do sistema atual e propõe um novo conceito de “independência funcional” do conselho de administração, redefinindo independência para incluir conselheiros independentes do controlador da empresa, mas responsáveis pelos acionistas minoritários.

Stiglbauer, Fisher e Velte (2012) sinalizam que a crise financeira levou a uma perda de confiança na qualidade da governança corporativa. Os autores argumentam que a cooperação entre os conselhos de administração e órgãos de fiscalização e monitoramento deve ser melhorada, assim como a divulgação de relatórios de GC e a remuneração baseada no desempenho.

Ezzine e Olivero (2013) apontam que mecanismos de governança eficazes melhoram a capacidade das empresas de absorver uma crise do mercado de ações. Em uma amostra de 120 empresas da *Société des Bourses Françaises*, mudanças significativas nos escores de governança corporativa foram observadas durante a crise financeira entre 2006-2008. Os autores descobriram que as empresas francesas mostraram um nível bastante satisfatório de conformidade com os princípios de governança da OECD. Os resultados também sugerem que as práticas de governança corporativa mais fortes devem melhorar a visibilidade da empresa no mercado.

Diversos trabalhos analisam a relação entre governança corporativa e a crise financeira em instituições financeiras (MÜLBERT, 2009; KABIGTING, 2011; TURNBULL; PIRSON, 2011; GROVE *et al.*, 2011; PENI; VÄHÄMAA, 2012; ROSS; CROSSAN, 2012; PENI; SMITH; VÄHÄMAA, 2013). Nesse universo destacam-se alguns estudos. Peni e Vähämaa (2012) estudaram os efeitos da governança corporativa sobre o desempenho de bancos norte-americanos durante a crise financeira de 2008. Os dados permitiram analisar se os bancos com mecanismos de

governança corporativa mais fortes foram associados a maior rentabilidade e melhor desempenho no mercado de ações em meio à crise. Os resultados empíricos sobre os efeitos da governança corporativa no desempenho dos bancos sugerem que os bancos com mecanismos de governança corporativa mais fortes foram associados a maior lucratividade em 2008. Contudo, os resultados também indicam que os mesmos mecanismos podem ter produzido efeitos negativos sobre as avaliações de mercado de ações de bancos em meio à crise. Foi também documentado que bancos com práticas de governança corporativa fortes possuíram retornos das ações substancialmente mais elevados no pós-crise, indicando que a boa governança pode ter atenuado a influência negativa da crise sobre a credibilidade do banco (PENI; VÄHÄMAA, 2012).

Ross e Crossan (2012) fornecem uma visão geral das estruturas de governança corporativa no Reino Unido e na Alemanha e procuram entender até que pontos elas podem ter sido um fator contributivo para a crise de 2008. Os achados sugerem que enquanto a governança corporativa em bancos parece ter sido um fator significativo na crise, baseando-se nos dados de desempenho, não se pode dizer que os modelos de governança adotados nos diferentes países possuem maior responsabilidade pelo ocorrido. No entanto, para os autores fica evidente que as estruturas de governança corporativa adotadas nesses países não eram adequadas para evitar a crise e somente o tempo dirá se as ações corretivas tomadas foram suficientes. Eles reconhecem que a governança corporativa desempenhou um papel na crise financeira e tentam impedir a repetição das falhas, sugerindo um reforço na regulação.

### 2.6.3 Hipóteses que se deduzem da base teórica

Recorrendo a diferentes autores que se apresentam na literatura sobre governança corporativa, de forma a complementar o levantamento de estudos que analisaram a relação específica entre governança e desempenho, se vê que existem dois grupos com opiniões distintas a respeito do efeito da qualidade dos mecanismos de governança aplicados pelas organizações sobre o desempenho financeiro das mesmas. A crise econômica global de 2008 acrescenta um novo ponto para a discussão. Em geral, dois argumentos surgiram: que uma melhor qualidade da governança corporativa leva a um melhor desempenho; e que falhas

nos mecanismo de governança agravaram os efeitos da crise econômica de 2008 nas organizações.

As pesquisas conduzidas por Demsetz e Villalonga (2001), Silveira (2004), Silva e Leal (2005), Firth, Fung e Rui (2006), Bhagat e Bolton (2008), não encontraram relação positiva entre os mecanismos de governança e o desempenho, sendo que alguns resultados não foram estatisticamente significativos. Numa linha de argumentação que também procura discutir os deméritos da governança, Kirkpatrick (2009) argumenta que, apesar do grande impulso dado à GC a partir dos escândalos e crises financeiras, falhas nas estruturas de governança, especificamente nos sistemas de informação e remuneração, foram responsáveis pelo agravamento da crise de 2008, especialmente nas organizações financeiras. Assim, a ideia de que a relação entre governança e desempenho não é positiva e que falhas nos mecanismos de governança agravaram os efeitos da crise econômica de 2008 nas organizações levou à formulação da hipótese nula desta pesquisa:

*H<sub>0</sub> (hipótese nula): diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa não foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras.*

Contrário ao argumento anterior, os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988) avaliaram o impacto da estrutura de propriedade sobre o valor das companhias. Nos anos seguintes, Demsetz e Lehn (1985), Cho (1998), Silva (2002) Okimura (2003), Klapper e Love (2004) demonstraram que a estrutura de propriedade e controle afeta o desempenho. Na mesma linha, Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) argumentam que a melhoria de práticas de GC tem resultado no valor das companhias abertas listadas em bolsa.

Assim, a suposição de que uma melhor qualidade da governança corporativa leva a um melhor desempenho levou à formulação da seguinte hipótese:

*H<sub>1</sub>: diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras.*

A fundamentação teórico-empírica anteriormente apresentada teve como objetivo discutir as teorias e abordagens relacionadas ao problema de pesquisa, bem como revisar as pesquisas contemporâneas relacionadas ao tema do projeto. Na próxima seção serão abordados os procedimentos metodológicos utilizados na investigação empírica.



### 3 METODOLOGIA

Nesta seção serão apresentados de forma detalhada os caminhos percorridos para alcançar os objetivos desta pesquisa. A pesquisa possui um alinhamento epistemológico positivista que orienta a definição do quadro teórico e as estratégias de pesquisa. A descrição dos procedimentos metodológicos tem como objetivo apresentar a sistematização das etapas seguidas na realização da pesquisa, atestando confiabilidade e validade ao estudo (BABBIE, 2001).

A seguir são descritos os passos para a consecução da pesquisa, com reapresentação do problema de pesquisa e apresentação da hipótese sujeita a teste, das variáveis (com suas definições constitutivas e operacionais), delimitação e *design* da pesquisa, amostragem, fonte da coleta e tratamento dos dados.

#### 3.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Com base na revisão de literatura anteriormente apresentada, o problema que norteará a pesquisa é: *quais os impactos da crise econômica global de 2008 e da qualidade da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa?*

#### 3.2 HIPÓTESES

Na tentativa de encontrar uma resposta ao problema de pesquisa e com base na revisão da literatura e de trabalhos empíricos, relacionam-se abaixo as hipóteses propostas para esta pesquisa:

$H_0$  (hipótese nula): diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa não foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras.

$H_1$ : diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras.

### 3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para oferecer suporte empírico a este estudo, seguem as definições constitutivas e operacionais das variáveis. Uma definição constitutiva define um construto ou variável teoricamente (BABBIE, 2001). A definição operacional, por sua vez, irá especificar as atividades ou operações necessárias para medir a variável.

Variável dependente

#### DESEMPENHO

D.C.: Elemento que descreve de que forma uma organização utiliza seus recursos para criar valor além da expectativa de seus acionistas (BARNEY, 1996). Sendo entendido como um construto multidimensional, esta pesquisa considera a dimensão econômica do desempenho.

D.O.: A partir de dados secundários coletados nos demonstrativos financeiros anuais e indicadores financeiros anuais das empresas analisadas, disponíveis no *software* Economática® e nos *sites* das mesmas, o desempenho econômico foi mensurado pelos seguintes indicadores:

QUADRO 4 – ROE E ROA

Indicador	Definição	Fórmula
ROE – <i>Return On Equity</i>	A medida do êxito econômico em relação ao capital dos proprietários.	ROE = Lucro líquido / Patrimônio líquido = LL / PL
ROA – <i>Return On Assets</i>	A rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros. Define quanto a empresa ganhou ou perdeu para cada cem unidades de recursos monetários, próprios e de terceiros, aplicados no ativo.	ROA = Lucro líquido / Ativo total = LL / AT

FONTE: ADAPTADO DE BRAGA, NOSSA E MARQUES (2004).

Variável independente

#### QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

D.C.: Entende-se que governança corporativa sejam os meios que garantem aos investidores e credores das empresas o retorno sobre os valores investidos (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

D.O.: Como medida da qualidade da governança corporativa das empresas foi utilizado o Índice de Governança Corporativa (IGOV) proposto por Silveira (2004) e

calculado para os anos entre 2004 e 2012. O índice foi construído com base em um conjunto de vinte perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente a partir de dados secundários. Cada resposta positiva adicionou um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança corporativa entre 0 e 20. O IGOV foi construído de forma a levar em conta quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para a avaliação das práticas de governança: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. O índice completo pode ser visualizado nos anexos 1 e 2.

Para operacionalizar os períodos pré-crise, crise e pós-crise no modelo econométrico, conforme sugerido por Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010), foram utilizadas variáveis *dummies*, com valores 0 e 1. O uso desse tipo de variável auxilia na investigação de quebras estruturais nas séries temporais. Os autores indicam que para obter melhores resultados em análises que envolvem crises, deve-se considerar três anos antes e depois do período central do evento.

### 3.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A partir da pergunta de pesquisa desse estudo que propõe verificar *quais os impactos da crise econômica global de 2008 e da qualidade da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa*, optou-se pela metodologia de dados em painel, portanto de cunho quantitativo. Segundo Creswell (2010, p. 26) a pesquisa quantitativa “é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis”.

A pesquisa desenvolvida é quantitativa, com base em procedimentos estatísticos e econométricos. Com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo positivista. Sob esta orientação epistemológica, a realidade é constituída de fatos perceptíveis, observáveis, ordenados e em desenvolvimento. A realidade social é dada por inúmeras relações causais (do tipo causa-efeito). Assim, a repetição da relação indicará sua validade e definirá a lei que rege os fenômenos. As principais técnicas de coleta, tratamento e análise de dados relacionados ao positivismo são: quantitativa, empirista, experimental e observação (FARIA, 2012).

Especificamente, este trabalho fará uso da metodologia de dados em painel. De acordo com Gujarati e Porter (2011), existem três tipos de dados disponíveis para a análise aplicada: séries temporais, cortes transversais e painéis. Nas séries temporais são observados os valores de uma ou mais variáveis em um período de tempo. Nos cortes transversais, os dados referem-se a uma ou mais variáveis de várias unidades amostrais no mesmo período. Unindo as dimensões temporais e espaciais dos métodos de séries temporais e cortes transversais, respectivamente, temos os painéis de dados. Assim, uma unidade de corte transversal é analisada ao longo do tempo (GUJARATI; PORTER, 2011).

Conforme classificação proposta por Cooper e Schindler (2003), esta pesquisa é considerada como *ex-post facto*, uma vez que os pesquisadores não possuem controle sobre as variáveis, impedindo a sua manipulação e garantindo que os dados foram utilizados estatisticamente para determinar a relação.

### 3.5 DESIGN DA PESQUISA

Segue o desenho da pesquisa:

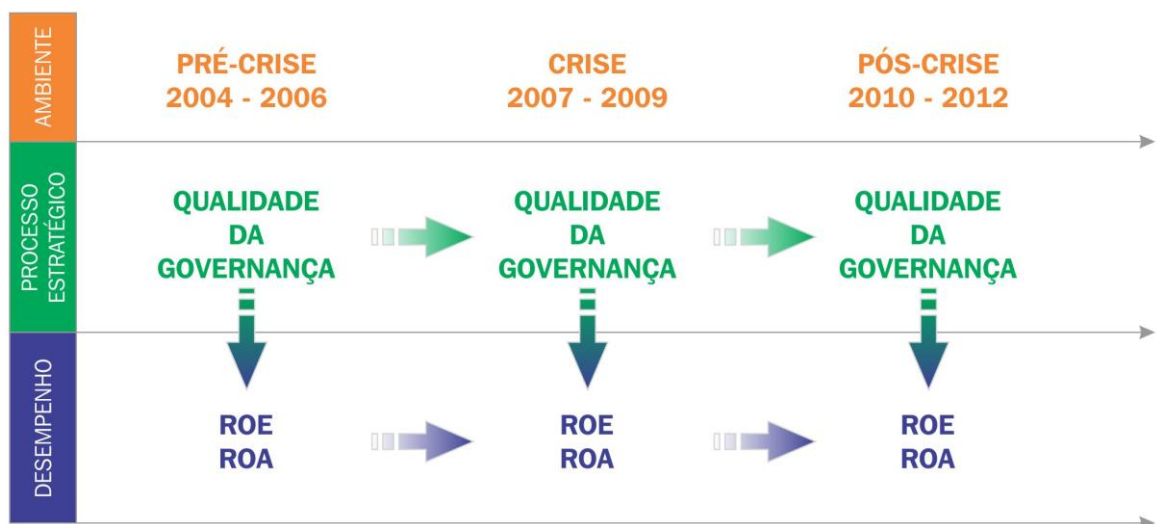


FIGURA 2 – DESIGN DA PESQUISA

### 3.6 PROCEDIMENTOS DE PESQUISA: AMOSTRAGEM, COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

#### 3.6.1 Teste estatístico e equação

Para a análise da relação entre as variáveis, foi utilizado um modelo de regressão com dados em painel. A metodologia de dados em painel une as dimensões temporais e espaciais dos métodos de séries temporais e cortes transversais, respectivamente, garantindo uma unidade de corte transversal analisada ao longo do tempo (GUJARATI; PORTER, 2011).

Muitas são as vantagens da utilização desta metodologia. A heterogeneidade é uma característica importante de indivíduos, empresas, países etc. ao longo do tempo; logo, um método de análise que considera essa característica e permite variáveis específicas ao sujeito merece destaque (BALTAGI, 1996). Além disso, os dados em painel são mais adequados para examinar a dinâmica da mudança (GUJARATI; PORTER, 2011), aspecto contemplado por este estudo, e permitem a análise de modelos mais complexos (BALTAGI, 1996).

Os dados em painel podem corresponder a um painel balanceado ou desbalanceado. Gujarati e Porter (2011, p.589) colocam que “um painel é dito balanceado se cada unidade de corte transversal (empresas, indivíduos etc.) tem o mesmo número de observações”. O painel seria, então, desbalanceado, quando o número de observações fosse diferente entre as unidades amostrais. O painel desta pesquisa é balanceado.

O modelo inicialmente pretendido para a análise é o Modelo de Efeitos Aleatórios (MEA). Entre as justificativas para a escolha desse modelo encontram-se:

- Como se trata de um painel curto, o MEA tem estimadores mais eficientes (GUJARATI; PORTER, 2011);
- Pressupõe-se que os indivíduos sobre os quais dispõem-se de dados são amostras aleatórias de uma população maior, facilitando a generalização dos resultados (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

No entanto, para a estimação do modelo de regressão com dados em painel, foi primeiramente feita a regressão de mínimos quadrados ordinários (MQO), seguida do teste de Estimador de Efeitos Fixos, do teste de *Breusch-Pagan* e do

teste de *Hausman*. A confirmação do uso do modelo de efeitos aleatórios aconteceu somente após a realização dos testes de *Hausman* e *Breusch-Pagan* (GUJARATI; PORTER, 2011).

Assim, o formato da equação para este modelo, conforme sugerido por Gujarati e Porter (2011, p.599), é:

$$DES_i = \alpha_0 + \alpha_1 d_1 + \alpha_2 d_2 + \beta_1 IGOV_{it} + \beta_2 d_1 IGOV_{it} + \beta_3 d_2 IGOV_{it}$$

Onde:

$DES_i$  = variáveis de desempenho, ROE e ROA, especificamente;

$\alpha$  = intercepto da equação;

$d_1$  e  $d_2$  = variáveis *dummies* indicadoras dos períodos de pré-crise e pós-crise;

$IGOV$  = índice de governança corporativa, composto por 20 questões divididas em quatro dimensões;

$i$  = representa as companhias;

$t$  = representa os períodos pesquisados.

Essas variáveis foram analisadas em trimestres de janeiro de 2004 a dezembro de 2012, conforme sugerido em estudo conduzido por Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010), somando, no total, trinta e seis períodos.

As medidas de desempenho foram calculadas em planilha Excel e posteriormente exportadas para o *software* SPSS, onde foram submetidas a análise de estatística descritiva. Uma vez concluída a análise utilizando a estatística descritiva, os dados correspondentes às variáveis dependentes e independentes foram importados para o *software* Gretl, responsável, então, pela análise de dados em painel. Cabe citar, também, que os dados utilizados para cálculo do ROE e ROA eram acumulados e foram transformados em estacionários neste estudo.

### 3.6.2 População e amostra

A amostra foi composta por empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa ao longo de todos os trinta e seis períodos mencionados anteriormente (entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012). Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010)

indicam que para obter melhores resultados em análises que envolvem crises, devem-se considerar três anos antes e três anos depois do período central do evento.

Em conformidade com o delineamento da pesquisa foram utilizados dados secundários, obtidos a partir dos relatórios trimestrais e anuais, juntamente com as atas de assembleias e demais notas divulgadas pelas empresas listadas na BM&F Bovespa. Os dados sobre desempenho foram coletados partir do *software* Economática® e dos relatórios anuais e trimestrais das empresas.

A amostra inicial contemplava 78 empresas que negociaram ações durante todo o período pesquisado e divulgaram as informações para a elaboração do índice de governança corporativa. Deste total, 27 empresas foram eliminadas da amostra, pois foram consideradas *outliers* na análise exploratória dos indicadores ROA e ROE. Foram excluídos todos os dados das empresas que se mostraram como *outliers*, mesmo que em apenas um indicador, com o objetivo de garantir a manutenção dos painéis balanceados (GUJARATI; PORTER, 2011). Logo, o total de empresas da amostra foi de 51.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

Após a descrição dos passos seguidos para consecução da pesquisa, esta seção irá reproduzir os resultados encontrados nas fases de análise dos dados. Primeiramente será apresentada a estatística descritiva das variáveis, apontando características da amostra, bem como média, desvio-padrão, assimetria e curtose. A seguir, serão apresentados os resultados da análise de dados em painel, realizada com intuito de testar a hipótese da pesquisa.

### 4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA

Esta seção busca analisar o comportamento das variáveis apresentadas no capítulo anterior, sobre metodologia, e, também, oferecer um panorama sobre a amostra do estudo.

#### 4.1.1 Análise exploratória da amostra

A amostra final de empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa foi composta por 51 empresas oriundas de diversos setores como pode ser observado nos (GRÁFICOS 1 E 2). Todas as empresas abriram capital antes de 2004 e tiveram suas ações negociadas durante os 36 trimestres pesquisados.

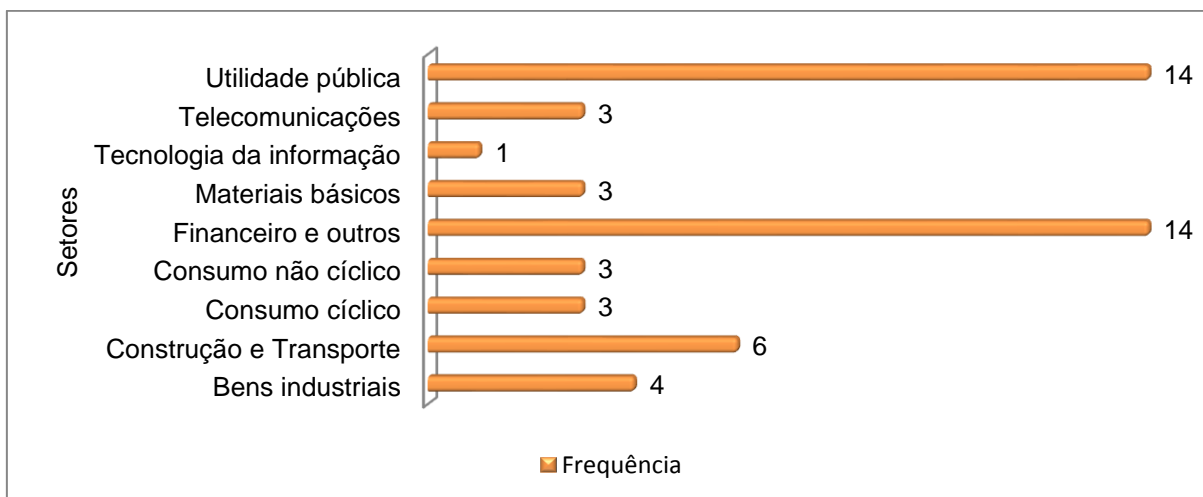


GRÁFICO 1 – FREQUÊNCIA DAS EMPRESAS QUE COMPOEM A AMOSTRA POR SETOR



A classificação setorial é oferecida pela BM&F Bovespa e contempla 9 setores, demonstrando heterogeneidade setorial. Apenas o setor de petróleo, gás e biocombustíveis não possui representantes na amostra. Os setores utilidade pública e financeiro e outros correspondem, cada um, com 27% das empresas da amostra, totalizando mais da metade (54%) das empresas pesquisadas.

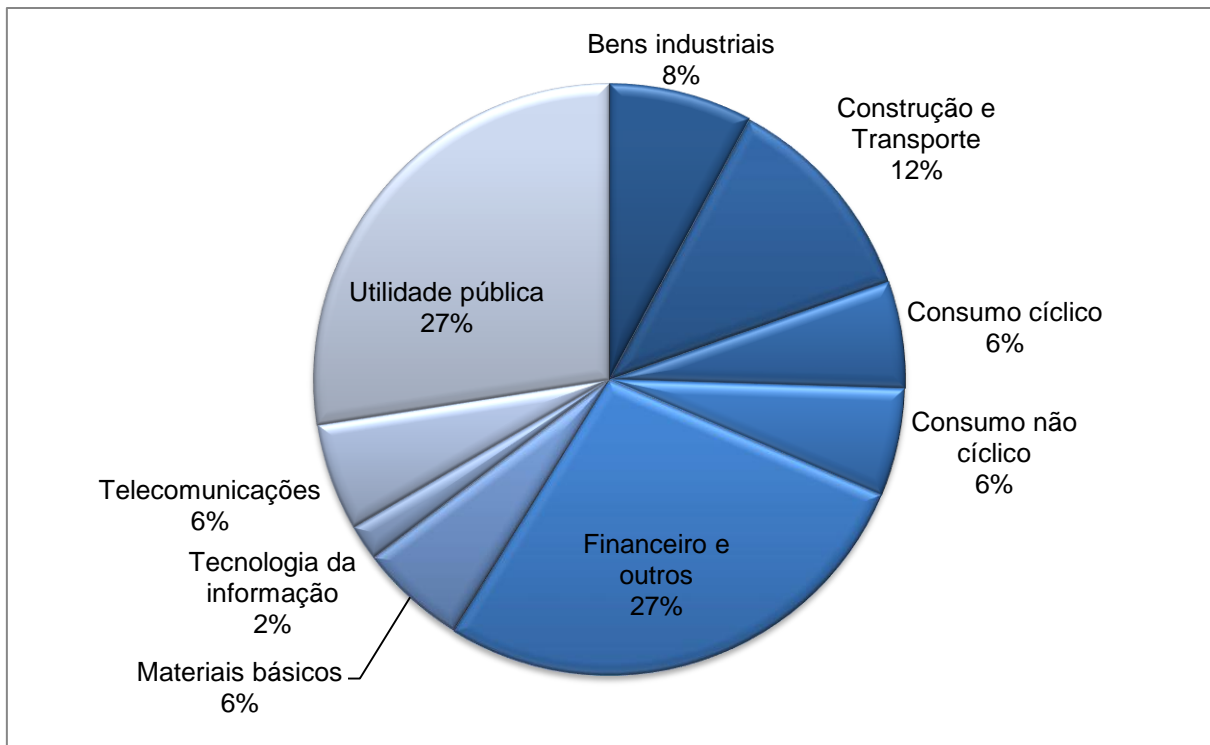


GRÁFICO 2 – PERCENTUAL DAS EMPRESAS QUE COMPOEM A AMOSTRA POR SETOR

A BM&F Bovespa também classifica as empresas de acordo com o segmento de governança corporativa em Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional. As companhias contempladas neste estudo pertencem, em sua maioria (61%), a algum dos segmentos diferenciados de GC, segundo a própria BM&F Bovespa. O Novo Mercado, segmento relacionado a uma maior qualidade de GC é o mais representativo deles, com 27% das empresas da amostra.

Também é possível observar que 39% das companhias pesquisadas não se enquadram em nenhum dos segmentos diferenciados. No entanto, como pode ser observado pelo índice de governança corporativa calculado neste trabalho, elas pontuaram em algumas questões, o que sinaliza a adoção de algumas práticas de GC. A distribuição das empresas da amostra de acordo com o segmento de governança corporativa ao qual pertencem é apresentada no (GRÁFICO 3).

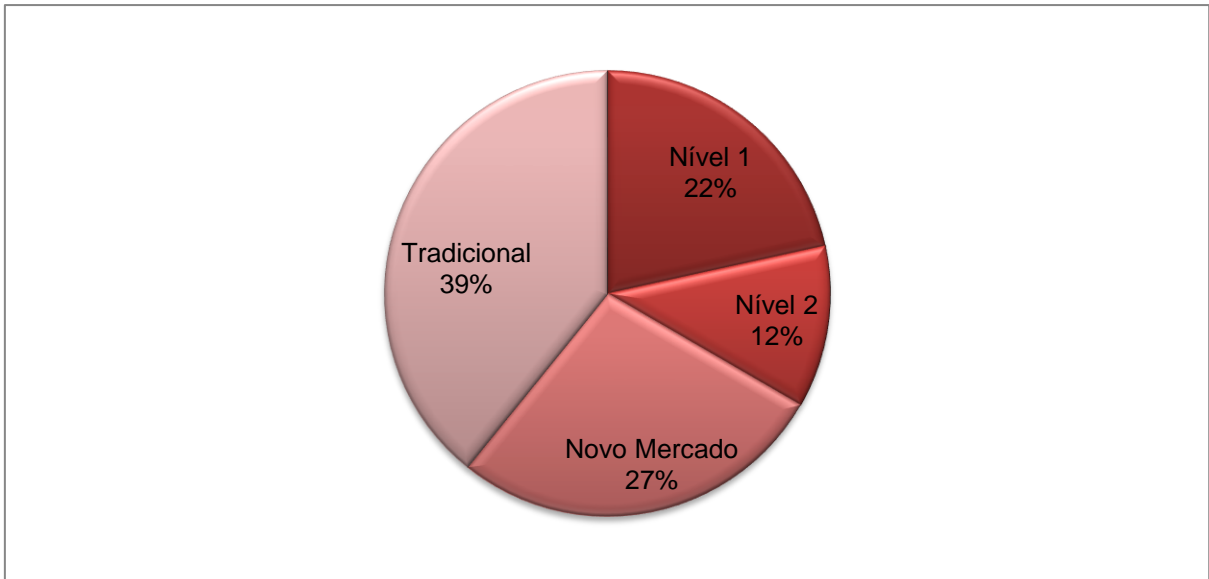


GRÁFICO 3 – DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS QUE COMPOEM A AMOSTRA POR SEGMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A relação completa das empresas que compõem a amostra deste estudo pode ser observada no apêndice 1.

#### 4.1.2 Análise exploratória da variável independente

A variável independente refere-se à governança corporativa. Como medida da qualidade da governança corporativa das empresas foi utilizado o Índice de Governança Corporativa (IGOV) proposto por Silveira (2004) e calculado para os anos entre 2004 e 2012. O índice foi construído com base em um conjunto de vinte perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente a partir de dados secundários. Cada resposta positiva adicionou um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança corporativa entre 0 e 20. O IGOV foi construído de forma a levar em conta quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para a avaliação das práticas de governança: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. O índice completo e o critério para análise de cada questão que o compõe pode ser visualizado nos anexos 1 e 2.

O software SPSS® ofereceu os instrumentos para a análise exploratória da qualidade da governança corporativa a partir do IGOV. Os resultados podem ser observados na (TABELA 1).

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL INDEPENDENTE – IGOV

Ano	Média	Mediana	Variância	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose	Amostra empresas
2004	12,43	13,00	9,370	3,061	6	19	-,218	-,170	51
2005	12,37	13,00	9,998	3,162	5	19	-,373	,043	51
2006	12,73	13,00	10,123	3,182	5	18	-,433	-,318	51
2007	12,94	13,00	11,816	3,438	6	19	-,259	-,740	51
2008	13,29	13,00	11,172	3,342	6	19	-,421	-,494	51
2009	13,49	14,00	10,935	3,307	6	19	-,576	-,287	51
2010	13,43	14,00	10,410	3,226	6	18	-,607	-,226	51
2011	13,27	13,00	10,443	3,232	6	18	-,557	-,380	51
2012	13,45	14,00	10,893	3,300	6	19	-,583	-,301	51

Na (TABELA 1) são apresentadas algumas medidas estatísticas da variável independente com o objetivo de observar o comportamento da variável durante o período analisado. Cabe destacar que não existiram grandes alterações entre os valores mínimos e máximos ao longo dos 36 períodos, no entanto, houve um aumento gradativo da média do IGOV (GRÁFICO 4).

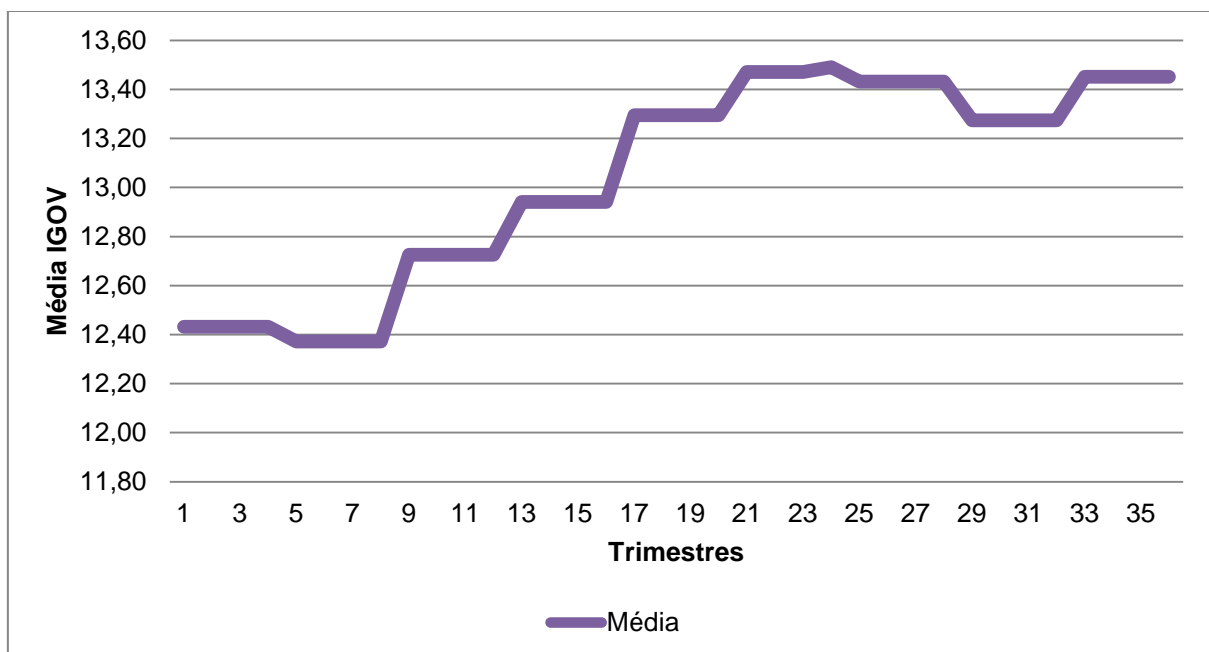


GRÁFICO 4 – MÉDIA DO IGOV DE JANEIRO DE 2004 A DEZEMBRO DE 2012

Para uma análise mais acurada, é possível desmembrar o índice de GC nas quatro dimensões que o compõem: acesso às informações, conteúdo das

informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. O valor do índice para cada uma das dimensões varia de 0 a 5. O (GRÁFICO 5) traz a representação da média das dimensões a cada período estudado.

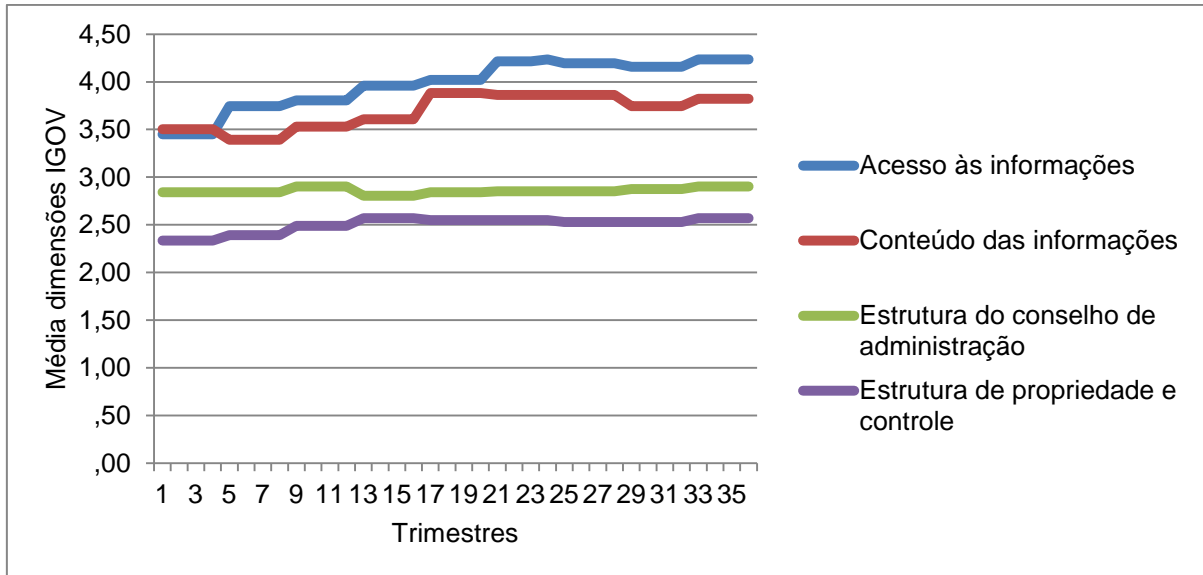


GRÁFICO 5 – MÉDIA DAS DIMENSÕES DO IGOV DE JANEIRO DE 2004 A DEZEMBRO DE 2012

É possível observar que as dimensões “acesso às informações” e “conteúdo das informações” apresentam média mais alta que as outras duas dimensões. Esse fato pode ser explicado pela crescente necessidade de divulgação de informações pelas empresas que negociam suas ações na BM&F Bovespa. A partir de 2009 o formulário de Informações Anuais – IAN, usado até o ano de 2008, foi substituído pelo Formulário de Referência. As companhias passaram a apresentar anualmente esse novo relatório, que contempla um maior número de informações e se assemelha ao prospecto elaborado pelas empresas na ocasião da abertura de capital.

As médias mais baixas das dimensões “estrutura do conselho de administração” e “estrutura de propriedade e controle” sinalizam outras características da governança corporativa no Brasil. No que tange ao conselho de administração, foi observado que um número expressivo de empresas não incluem quantidade suficiente de membros externos e independentes em seus conselhos e que os mesmos não possuem mandato unificado de um ano. Sobre a estrutura de propriedade e controle é importante apontar a característica já discutida por Leal,

Carvalho-da-Silva e Valadares (2002), que analisaram a estrutura direta e indireta de controle das empresas brasileiras e verificaram a existência de um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil.

#### 4.1.3 Análise exploratória da variável dependente

O desempenho é a variável dependente no modelo proposto neste trabalho. É o elemento que descreve de que forma uma organização utiliza seus recursos para criar valor além da expectativa de seus acionistas (BARNEY, 1996). Sendo entendido como um constructo multidimensional, esta pesquisa considera a dimensão econômica do desempenho. A partir de dados secundários coletados nos demonstrativos financeiros anuais e indicadores financeiros anuais das empresas que compõem a amostra deste estudo o desempenho econômico foi mensurado pelos seguintes indicadores: *return on equity* – ROE; e *return on assets* – ROA.

TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE – ROE

Ano	Média	Mediana	Variância	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose	Amostra empresas
2004	0,0437	0,0423	0,0023	0,0484	-0,1285	0,1847	-0,4030	3,4692	51
2005	0,0493	0,0528	0,0030	0,0546	-0,2345	0,1521	-2,7479	13,9745	51
2006	0,0514	0,0509	0,0016	0,0399	-0,0656	0,1486	0,0803	0,8217	51
2007	0,0470	0,0495	0,0009	0,0297	-0,0169	0,1200	0,1193	-0,5882	51
2008	0,0360	0,0355	0,0035	0,0593	-0,1547	0,1611	-0,5213	1,6865	51
2009	0,0545	0,0434	0,0026	0,0506	-0,0776	0,2843	1,8246	8,4615	51
2010	0,0426	0,0459	0,0021	0,0455	-0,0737	0,1830	0,2612	2,1816	51
2011	0,0432	0,0392	0,0020	0,0445	-0,0451	0,1996	1,3034	3,3218	51
2012	0,0344	0,0386	0,0029	0,0541	-0,1565	0,1743	-1,3336	4,8892	51

O software SPSS® ofereceu os instrumentos para a análise exploratória do desempenho a partir do ROA e do ROE. Os resultados podem ser observados nas (TABELAS 2 E 3).

TABELA 3 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE – ROA

Ano	Média	Mediana	Variância	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose	Amostra empresas
2004	0,0147	0,0127	0,0003	0,0161	-0,0236	0,0542	0,0173	0,4565	51
2005	0,0176	0,0176	0,0003	0,0167	-0,0333	0,0696	0,1178	2,0452	51
2006	0,0168	0,0144	0,0003	0,0170	-0,0471	0,0608	-0,2371	3,8832	51
2007	0,0163	0,0120	0,0002	0,0140	-0,0071	0,0647	1,2989	2,4312	51
2008	0,0125	0,0068	0,0005	0,0217	-0,0422	0,0762	0,4054	1,6021	51
2009	0,0182	0,0161	0,0004	0,0196	-0,0232	0,1095	2,1315	8,6332	51
2010	0,0134	0,0122	0,0004	0,0203	-0,0485	0,0973	0,9030	6,2674	51
2011	0,0154	0,0115	0,0002	0,0154	-0,0042	0,0642	1,5005	2,4805	51
2012	0,0104	0,0101	0,0004	0,0188	-0,0610	0,0515	-1,2355	4,0938	51

O comportamento da variável dependente representada no modelo deste trabalho entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012 demonstra com clareza o colapso provocado no resultado das empresas com a eclosão da crise econômica global em 2008 e pode ser claramente observado no (GRÁFICO 6).

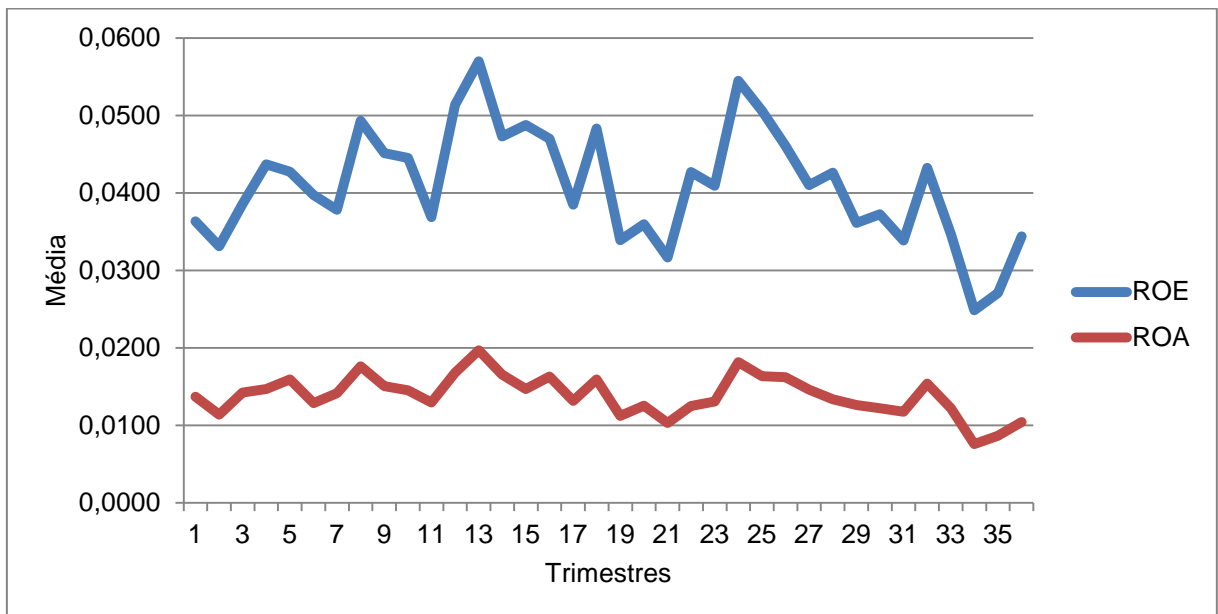


GRÁFICO 6 – MÉDIA DO ROE E DO ROA DE JANEIRO DE 2004 A DEZEMBRO DE 2012

A trajetória de crescimento foi bruscamente interrompida no trimestre 19 que corresponde aos meses de julho, agosto e setembro de 2008. Foi justamente em setembro de 2008 o estopim da crise, a partir quebra do banco norte-americano *Lehman Brothers*. Dos últimos trimestres de 2009 até início de 2010, os indicadores sinalizam a retomada do crescimento. Contudo, a partir do segundo trimestre de 2010 é observada a sistemática redução dos resultados. Dois fatores podem auxiliar

a compreensão da queda desses indicadores. O primeiro deles seria a lenta recuperação da economia norte-americana. O segundo seria o desenrolar da crise na Europa, com problemas sérios na economia de diversos países como Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda. Até dezembro de 2012, término deste estudo, os indicadores de resultado se mantinham longe dos níveis observados anteriormente à crise.

#### 4.2 ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL

Para analisar a relação entre a variável independente (qualidade da governança corporativa medida através do IGOV) e dependente (desempenho medido através do ROE e do ROA) foi escolhido a regressão de dados em painel, conforme já explicado no capítulo sobre metodologia.

As regressões foram rodadas primeiramente utilizando o ROA como variável dependente. Inicialmente foi feita a regressão de mínimos quadrados ordinários – MQO. O valor de 1,81337 para Durbin-Watson sinalizou a possível rejeição do MQO, o que foi confirmado pelo diagnóstico do modelo de painel através do teste de significância conjunta. Este teste comparou o modelo MQO agrupado com o modelo de efeitos fixos, definindo o primeiro deles como a hipótese nula ( $H_0$ ). Ao rejeitar  $H_0$  este teste sinaliza que o modelo de efeitos fixos é mais adequado que o MQO agrupado.

O segundo teste realizado foi o de *Breusch-Pagan*. Ele comparou o modelo MQO agrupado com o modelo de efeitos aleatórios. Novamente o MQO agrupado é definido como a hipótese nula ( $H_0$ ). Ao rejeitar  $H_0$  este teste rejeita o modelo MQO agrupado agora em favor do modelo de efeitos aleatórios (MEA).

Os dois primeiros testes foram realizados para verificar se o modelo deste estudo configura-se em um painel de dados. O terceiro teste, *Hausman*, teve como objetivo identificar qual o melhor modelo de painel (efeitos fixos ou aleatórios), testando se o MEA além de eficiente seria também consistente. Neste teste a hipótese nula ( $H_0$ ) define que o MEA é consistente. Ao não rejeitar  $H_0$ , o teste determina que o MEA é o mais adequado. O MEA faz uso da estimação GLS (*generalized least squares*) que é resistente aos efeitos de correlação e heterocedasticidade (FÁVERO, 2013).

TABELA 4 – DIAGNÓSTICO DO MODELO A SER UTILIZADO – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA

Teste	Qui-quadrado	p-valor
Significância conjunta	14,9638	0,0000
<i>Breusch-Pagan</i>	2426,2000	0,0000
<i>Hausman</i>	1,3480	0,9299

A (TABELA 4) apresenta os testes realizados para a escolha do modelo mais adequado para os dados desta pesquisa, utilizando o ROA como variável dependente. Com os testes de significância conjunta e *Breusch-Pagan* e a rejeição do MQO agrupado em ambos, confirma-se uma estrutura de painel. Além disso, o teste de *Hausman* confirma a eficiência e consistência do modelo de efeitos aleatórios, sempre preferível ao modelo de efeitos fixos, uma vez que este compromete os graus de liberdade.

Os mesmos testes foram repetidos utilizando o ROE como variável dependente. A (TABELA 5) apresenta os resultados. Novamente, os testes de significância conjunta e *Breusch-Pagan* foram realizados e rejeitaram o modelo de MQO agrupado, validando a estrutura de painel de dados. Por fim, o teste de *Hausman* confirmou a eficiência e consistência do modelo de efeitos aleatórios.

TABELA 5 – DIAGNÓSTICO DO MODELO A SER UTILIZADO – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE

Teste	Qui-quadrado	p-valor
Significância conjunta	11,0879	0,0000
<i>Breusch-Pagan</i>	1417,0600	0,0000
<i>Hausman</i>	7,1324	0,2109

A (TABELA 6) demonstra os resultados da regressão pelo modelo de efeitos aleatórios (todos os testes completos podem ser encontrados no apêndice 2).

TABELA 6 – MODELO DE EFEITOS ALEATÓRIOS – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor	Sig
const	0,0216	0,0037	5,7583	<0,00001	***
IGOV	-0,0005	0,0003	-2,0031	0,0453	**
D1IGOV	0,0008	0,0002	3,6036	0,0003	***
D2IGOV	-0,0001	0,0002	-0,5479	0,5838	
D1	-0,0110	0,0031	-3,5290	0,0004	***
D2	-0,0001	0,0032	-0,0365	0,9709	

O modelo compreende 36 períodos entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012, com 51 empresas na amostra, totalizando 1836 observações. A variável independente é a qualidade da governança corporativa (IGOV). As variáveis D1IGOV e D2IGOV indicam, respectivamente, a qualidade da



governança corporativa (IGOV) nos períodos pré e pós crise analisadas em relação ao período da crise. As variáveis *dummies* (D1 e D2) indicam os períodos pré e pós crise, respectivamente. \*\*\* corresponde à significância estatística ao nível de 1%. \*\* corresponde à significância estatística ao nível de 5%. \* corresponde à significância estatística ao nível de 10%.

De acordo com o modelo de efeitos aleatórios o desempenho, neste caso medido pelo ROA, é explicado pela qualidade da governança corporativa, apresentando uma relação estatisticamente significativa e negativa. A interpretação do coeficiente negativo da variável IGOV sugere que as empresas com maior IGOV apresentam um desempenho inferior. Este resultado contraria a maior parte da literatura da área, mas vai ao encontro de alguns estudos que, com diferentes metodologias, também encontraram essa relação.

É também estatisticamente significativa, porém agora positiva, a relação entre a qualidade da governança corporativa no período pré-crise e o desempenho. A explicação do coeficiente positivo da variável D1IGOV indica que no período pré-crise empresas com uma melhor qualidade da governança apresentaram um melhor desempenho. Como o coeficiente da relação entre a qualidade da governança no período pós-crise e o desempenho (ROA) não apresenta significância estatística, ela não pode ser confirmada nos dados pesquisados.

O modelo também analisou a relação entre o desempenho e os períodos pré e pós-crise em relação ao período da crise. No período pré-crise o coeficiente apresentou-se negativo e estatisticamente significativo. Esse resultado contraria o senso comum de que durante a crise o desempenho foi inferior. No entanto, como neste modelo o desempenho é medido pelo ROA, períodos de crise podem ser marcados pelo enxugamento dos ativos, numa tentativa das empresas de sofrerem menos os efeitos da recessão. Essa possibilidade pode ser uma das explicações possíveis para os resultados encontrados, mas necessita de maiores investigações para sua comprovação.

Como o coeficiente da relação entre o período pós-crise e o desempenho (ROA) não apresenta significância estatística, ela não pode ser confirmada a partir dos dados dessa pesquisa.

Além do ROA, o desempenho foi também medido através do ROE. A (TABELA 7) demonstra os resultados da regressão pelo modelo de efeitos aleatórios utilizando o ROE como variável dependente (todos os testes completos podem ser encontrados no apêndice 3).

TABELA 7 – MODELO DE EFEITOS ALEATÓRIOS – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor	Sig
const	0,0614	0,0096	6,3853	<0,00001	***
IGOV	-0,0013	0,0007	-1,9212	0,0549	*
D1IGOV	0,0022	0,0006	3,4420	0,0006	***
D2IGOV	-0,0004	0,0006	-0,6691	0,5035	
D1	-0,0308	0,0085	-3,6264	0,0003	***
D2	-0,0004	0,0086	-0,0479	0,9618	

O modelo compreende 36 períodos entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012, com 51 empresas na amostra, totalizando 1836 observações. A variável independente é a qualidade da governança corporativa (IGOV). As variáveis D1IGOV e D2IGOV indicam, respectivamente, a qualidade da governança corporativa (IGOV) nos períodos pré e pós crise analisadas em relação ao período da crise. As variáveis dummies (D1 e D2) indicam os períodos pré e pós crise, respectivamente. \*\*\* corresponde à significância estatística ao nível de 1%. \*\* corresponde à significância estatística ao nível de 5%. \* corresponde à significância estatística ao nível de 10%.

Segundo a análise a partir do modelo de efeitos aleatórios o desempenho, neste caso medido pelo ROE, não pode ser explicado pela qualidade da governança corporativa, uma vez que o coeficiente não atende à significância estatística mínima de 95%.

No entanto, é estatisticamente significativa e positiva a relação entre a qualidade da governança corporativa no período pré-crise e o desempenho. A explicação do coeficiente positivo da variável D1IGOV indica que no período pré-crise empresas com uma melhor qualidade da governança apresentaram um melhor desempenho. Esse resultado foi observado em ambas as medidas de desempenho, ROA e ROE. Como o coeficiente da relação entre a qualidade da governança no período pós-crise e o desempenho (ROE) não apresentou significância estatística, ela não pode ser confirmada nos dados pesquisados.

O modelo verificou também a relação entre o desempenho e os períodos pré e pós-crise em relação ao período da crise. Em concordância com os resultados encontrados no modelo que utilizou o ROA como variável dependente, este modelo registrou coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Apesar da aparente surpresa com esse resultado, que contraria o senso comum, é importante comentar que períodos de crise são marcados pela busca da eficiência como tentativa das empresas de sofrerem menos os efeitos da recessão. Essa sugestão pode explicar os resultados encontrados, mas necessita de maiores investigações para sua comprovação.

O coeficiente da relação entre o período pós-crise e o desempenho (ROE) não apresentou significância estatística, logo, não é possível confirmá-la a partir dos dados deste estudo.

A (TABELA 8) sintetiza os resultados dos testes de dados em painel anteriormente apresentados. São definidos dois modelos: um que utiliza o ROE como variável dependente, outro que utiliza o ROA. Nesta tabela são também apresentados os testes que garantem a validade dos modelos utilizados.

TABELA 8 – SÍNTESE DOS RESULTADOS

Variáveis	Modelo 1 ROA	Modelo 2 ROE
Constante	0,0216 (0,0037)	0,0614 (0,0096)
<b>Variáveis de efeito principal</b>		
Qualidade da governança corporativa	-0,0005 ** (0,0003)	-0,0013 * (0,0007)
Qualidade da governança corporativa * período pré	0,0008 *** (0,0002)	0,0022 *** (0,0006)
Qualidade da governança corporativa * período pós	-0,0001 (0,0002)	-0,0004 (0,0006)
Período pré crise - <i>dummy 1</i>	-0,0110 *** (0,0031)	-0,0308 *** (0,0085)
Período pós crise - <i>dummy 2</i>	-0,0001 (0,0032)	-0,0004 (0,0086)
<b>Testes de avaliação dos modelos</b>		
Significância conjunta	14,9638 ***	11,0879 ***
<i>Breusch-Pagan</i>	2426,2000 ***	1417,0600 ***
<i>Hausman</i>	1,3480	7,1324
<b>Estimação selecionada</b>		
Modelo	Aleatório	Aleatório
Número de observações	1836	1836
Número de empresas	51	51

Valor do erro padrão conta entre parênteses

\*  $p < 0,10$     \*\*  $p < 0,05$     \*\*\*  $p < 0,01$

De maneira geral, a influência da variável independente sobre o desempenho é negativa. No período pré-crise a esse efeito soma-se um efeito positivo (D1IGOV) e significativo. No pós-crise, D2IGOV não é significativo, mas o efeito principal segue negativo.

Com base dos testes e regressões apresentados,  $H_0$  não é rejeitada (modelo que utiliza o ROA como variável dependente), sugerindo que diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa não foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras.  $H_1$  é rejeitada.

#### 4.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção serão sintetizados e discutidos os principais resultados observados nas análises exploratória e de dados em painel.

Analisando o comportamento do IGOV, variável que mediu a qualidade da governança corporativa, é importante sinalizar que, apesar de não existirem grandes alterações entre os valores mínimos e máximos ao longo dos 36 períodos, houve um aumento gradativo da sua média. Diversos trabalhos foram desenvolvidos no Brasil sobre GC durante a primeira década de 2000 (SILVEIRA, 2004; PONTE *et al.*, 2012), principalmente após a criação dos níveis diferenciados de governança pela BM&F Bovespa, que trouxe visibilidade à questão. Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Silveira (2004) destacam alguns atributos das empresas que se relacionam com a qualidade da governança e que podem explicar o crescimento da média do IGOV: expectativa de crescimento; estrutura dos ativos e tangibilidade; tamanho; concentração acionária do controlador; desempenho; emissão de ADRs; e a adesão aos níveis diferenciados de GC da BM&F Bovespa.

É também possível especular que a crise asiática ao final da década de 1990 e os escândalos financeiros no início da década seguinte podem ter influenciado uma melhora nas práticas de governança corporativa no mundo (SILVA, 2006), inclusive no Brasil, uma vez que muitas empresas buscam investimentos estrangeiros e negociam suas ações em mercados internacionais.

Para uma análise mais precisa, o índice de GC foi desmembrado nas quatro dimensões que o compõem: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. As dimensões “acesso às informações” e “conteúdo das informações” apresentaram média mais alta que as outras duas dimensões. Esse fato pode ser explicado pela crescente necessidade de divulgação de informações pelas empresas que negociam suas ações na BM&F Bovespa. A partir de 2009 o formulário de Informações Anuais

– IAN, usado até o ano de 2008, foi substituído pelo Formulário de Referência. As companhias passaram a apresentar anualmente esse novo relatório, que contempla um maior número de informações e se assemelha ao prospecto elaborado pelas empresas na ocasião da abertura de capital.

As médias mais baixas das dimensões “estrutura do conselho de administração” e “estrutura de propriedade e controle” sinalizaram outras características da governança corporativa no Brasil. No que tange ao conselho de administração, foi observado que um número expressivo de empresas não inclui quantidade suficiente de membros externos e independentes em seus conselhos e que os mesmos não possuem mandato unificado de um ano. Sobre a estrutura de propriedade e controle é importante retomar a discussão de Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002), que analisaram a estrutura direta e indireta de controle das empresas brasileiras e verificaram a existência de um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil. De acordo com os autores, “mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas” (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002, p.7).

Na análise exploratória, o comportamento da variável dependente, representada pelos indicadores ROA e ROE, entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012, demonstra com clareza o colapso provocado no resultado das empresas com a eclosão da crise econômica global em 2008. A trajetória de crescimento foi interrompida no terceiro trimestre de 2008, com a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers e o estopim da crise econômica global. Dos últimos trimestres de 2009 até início de 2010, os indicadores sinalizam a retomada do crescimento. Contudo, a partir do segundo trimestre de 2010 é observada a sistemática redução dos resultados. Dois fatores podem auxiliar a compreensão da queda desses indicadores. O primeiro deles seria a lenta recuperação da economia norte-americana. O segundo seria o desenrolar da crise na Europa, com problemas sérios na economia de diversos países como Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda. Até dezembro de 2012, término do período adotado para este estudo, os indicadores de resultado se mantinham longe dos níveis observados anteriormente à crise.

Avançando aos resultados dos painéis de dados, somente o desempenho medido pelo ROA é explicado pela qualidade da governança corporativa,

apresentando uma relação estatisticamente significativa e negativa. A interpretação do coeficiente negativo da variável IGOV sugere que as empresas com maior IGOV apresentam um desempenho inferior. Este resultado contraria a maior parte da literatura nacional da área, mas vai ao encontro de diversos estudos internacionais. Alguns trabalhos se dedicaram a pesquisar a relação entre IGOV e desempenho utilizando diferentes metodologias e também encontraram um resultado negativo (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; SILVEIRA, 2004; SILVA; LEAL, 2005; FIRTH; FUNG; RUI, 2006; BHAGAT; BOLTON, 2008). Outros trabalhos mais recentes buscaram analisar a relação entre a governança corporativa e a crise econômica de 2008 (HAUSMANN; BECHTOLD-ORTH, 2010; RINGE, 2013; STIGLBAUER; FISHER; VELTE, 2012; PENI; VÄHÄMAA, 2012; ROSS; CROSSAN, 2012; MÜLBERT, 2009) e verificaram em seus achados que a qualidade da governança corporativa agravou os efeitos da crise econômica, nem sempre especificamente sobre o desempenho das empresas. Esses trabalhos apontam para falhas no atual sistema de governança, principalmente no anglo-saxão. Os princípios estabelecidos pela OECD, por exemplo, mostraram resultados melhores (HILB, 2011; EZZINE; OLIVERO, 2013). Cabe discutir nesse momento se as estruturas e mecanismos de governança corporativa utilizados no Brasil estão sendo bem aplicados e, caso não, quais mudanças seriam necessárias para melhorar essa aplicação.

É também estatisticamente significativa, porém agora positiva, a relação entre a qualidade da governança corporativa no período pré crise e o desempenho. A explicação do coeficiente positivo da variável D1IGOV indica que no período pré crise empresas com uma melhor qualidade da governança apresentaram um melhor desempenho. Esse resultado foi observado para ambas as medidas de desempenho, ROA e ROE.

O modelo também analisou a relação entre o desempenho e o período pré crise em relação ao período da crise. No período pré crise o coeficiente apresentou-se negativo e estatisticamente significativo tanto para o ROA quanto para o ROE. Apesar da aparente surpresa com esse resultado, que contraria o senso comum, é importante comentar que períodos de crise são marcados pela busca da eficiência como tentativa das empresas de sofrerem menos os efeitos da recessão. Essa hipótese caracteriza-se como uma tentativa de explicação dos resultados encontrados, mas necessita de maiores investigações para sua comprovação.

A análise das relações no período pós crise não apresentou significância estatística e, portanto, não pode ser confirmada a partir dos dados dessa pesquisa.

A grande contribuição deste estudo encontra-se na não rejeição de  $H_0$ , sugerindo que diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa não foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras. Para chegar nesse resultado, foi utilizada metodologia quantitativa consistente, sinalizando um avanço para o campo no Brasil e a necessidade de novas pesquisas para aprofundar o estudo desta relação.

#### 4.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A primeira limitação importante da pesquisa diz respeito ao enfoque dado às quatro dimensões da GC conforme índice construído por Silveira (2004) que contempla os seguintes aspectos da governança: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. Conforme discutido anteriormente, existem outros mecanismos internos e externos importantes para reduzir o problema de agência dos gestores e aprimorar a governança das empresas, tais como a remuneração dos gestores, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo.

Uma segunda limitação, agora no que tange às dimensões do processo estratégico, também deve ser comentada. Esta pesquisa se propôs a trabalhar ambiente e estrutura, deixando de lado as outras dimensões que compõem o processo estratégico. Por outro lado, essas dimensões serão trabalhadas de forma longitudinal, promovendo um avanço em relação a maioria das pesquisas existentes.

Com relação ao método de investigação utilizado, algumas limitações devem ser apontadas. O pesquisador define baseado na literatura sobre o tema as relações de causalidade entre as variáveis, da hipótese de que, diante da crise financeira de 2008, a qualidade da governança corporativa foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras. Assim, a relação de causalidade estabelecida entre a variável independente (governança corporativa) e a variável dependente (desempenho) apesar de defensável do ponto de vista teórico, pode não ser a relação correta. O problema da endogeneidade pode afetar de forma

significativa a relação entre as variáveis, uma vez que, da mesma forma que a governança corporativa pode ser responsável pelo desempenho corporativo, ela também pode ser consequência do mesmo, já que as empresas podem alterar sua qualidade de governança corporativa a partir de um determinado desempenho. Dessa forma, a possibilidade da existência de uma relação endógena entre as variáveis constitui uma limitação do presente estudo.

As definições operacionais das variáveis do modelo também podem ser questionadas, uma vez que várias definições alternativas podem ser propostas. É difícil, contudo, determinar objetivamente qual o nível de adequação da definição operacional adotada. Uma forma de diminuir este problema é testar a consistência do modelo a diferentes definições para as mesmas variáveis, o que é realizado no presente estudo pela utilização de mais de uma definição operacional para desempenho da empresa.

Deve-se ainda citar como possível limitação do modelo a ausência de variáveis de controle. As variáveis de controle são importantes para uma melhor especificação do modelo, pois sua omissão pode levar a inferências equivocadas. Contudo, neste estudo, na tentativa de aumentar os graus de liberdade, as possíveis variáveis de controle relacionadas ao ambiente e às características das empresas não foram incluídas.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise econômica global teve sua origem em 2006 no segmento de hipotecas de alto risco do mercado imobiliário norte-americano. No entanto, os primeiros efeitos da crise sobre a economia brasileira passaram a ser efetivamente percebidos a partir de setembro de 2008, com o anúncio da falência do banco de investimento norte-americano *Lehman Brothers*, que provocou pânico no mercado financeiro internacional e valorização da moeda norte-americana. A literatura recente sobre governança sugere, contudo, que além das causas micro e macroeconômicas para a crise, falhas graves nas estruturas de governança públicas e privadas contribuíram, e muito, para o agravamento da recessão (KIRKPATRICK, 2009; YEOH, 2010; ROSS; CROSSAN, 2012; STIGLBAUER; FISHER; VELTE, 2012; RINGE, 2013).

Recessões são fenômenos tão importantes para as economias nacionais como para o desempenho das firmas individuais (CABALLERO; HAMMOUR, 1994). Apesar da relevância do tema, seu impacto sobre o desempenho das empresas não é homogêneo e foi pouco estudado (BROMILEY; NAVARRO; SOTILLE, 2008). Para a administração, especialmente para o campo da estratégia empresarial, a compreensão dos efeitos das crises sobre o resultado das empresas pode ajudar a entender se o sucesso de estratégias em momentos de estabilidade econômica também é assegurado em ambientes instáveis e incertos (GOLDSZMIDT; VASCONCELOS, 2011).

O problema de pesquisa neste trabalho se sustenta, portanto, em dois pontos principais: (i) as empresas são afetadas pelo ambiente em que estão inseridas; (ii) a estrutura de governança corporativa de uma empresa faz parte da sua estratégia e produz reflexos nos seus resultados. Diante deste cenário, a presente pesquisa buscou avançar na compreensão da relação entre estratégia, governança corporativa, desempenho e recessões. O objetivo principal foi verificar quais os impactos da crise econômica global de 2008 e da qualidade da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa.

Para operacionalizar o estudo, a base teórica contou com a definição das variáveis centrais do modelo, sua forma de mensuração, a justificativa para estabelecimento da relação proposta e levantamento bibliográfico de artigos

nacionais e internacionais que tenham versado sobre a relação entre governança corporativa, crise econômica de 2008 e desempenho. A seguir, foram calculados os indicadores de desempenho e de governança corporativa definidos através da base teórica. O comportamento das variáveis levantadas sofreu uma análise exploratória a partir da estatística descritiva e um modelo econométrico de dados em painel foi utilizado para testar a hipótese de pesquisa.

Em termos nomológicos, ou seja, afirmações que se extraem da relação entre as variáveis, esta pesquisa verificou que o desempenho medido pelo ROA é explicado pela qualidade da governança corporativa a partir de um modelo de dados em painel. A relação se mostrou estatisticamente significativa e negativa. Conforme discutido anteriormente, a interpretação do coeficiente negativo da variável IGOV sugere que as empresas com maior qualidade da governança corporativa apresentam um desempenho inferior.

Este resultado contraria a maior parte da literatura nacional da área, mas vai ao encontro de diversos estudos internacionais. Alguns trabalhos se dedicaram a pesquisar a relação entre IGOV e desempenho utilizando diferentes metodologias e também encontraram um resultado negativo (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; SILVEIRA, 2004; SILVA; LEAL, 2005; FIRTH; FUNG; RUI, 2006; BHAGAT; BOLTON, 2008). Outros trabalhos mais recentes buscaram analisar a relação entre a governança corporativa e a crise econômica de 2008 (HAUSMANN; BECHTOLD-ORTH, 2010; RINGE, 2013; STIGLBAUER; FISHER; VELTE, 2012; PENI; VÄHÄMAA, 2012; ROSS; CROSSAN, 2012; MÜLBERT, 2009) e verificaram em seus achados que falhas na atual estrutura de governança corporativa agravou os efeitos da crise econômica.

A partir desse resultado é possível dizer que este trabalho avança em relação àqueles que examinam a associação entre governança corporativa, crise e desempenho por comprovar que diante da crise econômica de 2008, a qualidade da governança corporativa não foi significativa para um melhor desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa.

A análise exploratória das variáveis não trouxe nenhuma surpresa. Foi observado um crescimento gradativo da qualidade da governança corporativa, medido pelo IGOV. Para uma análise mais precisa, o índice de GC foi desmembrado nas quatro dimensões que o compõem: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e

controle. As dimensões “acesso às informações” e “conteúdo das informações” apresentaram média mais alta que as outras duas dimensões.

Ainda na fase da análise exploratória, o comportamento da variável dependente, representada pelos indicadores ROA e ROE, entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012, demonstra com clareza o colapso provocado no resultado das empresas com a eclosão da crise econômica global em 2008. Dos últimos trimestres de 2009 até início de 2010, os indicadores sinalizam a retomada do crescimento. Contudo, a partir do segundo trimestre de 2010 é observada a sistemática redução dos resultados, que até dezembro de 2012, término deste estudo, se mantinham distantes dos níveis observados anteriormente à crise.

Além do teste da hipótese, o modelo de dados em painel também ofereceu outras conclusões. É estatisticamente significativa e positiva a relação entre a qualidade da governança corporativa (D1IGOV) no período pré crise e o desempenho (ROA e ROE). A relação entre o desempenho e o período pré crise em relação ao período da crise apresentou um coeficiente negativo e estatisticamente significativo. A análise das relações no período pós crise não apresentou significância estatística e, portanto, não pode ser confirmada a partir dos dados dessa pesquisa.

Entre as **sugestões para pesquisas futuras** cabe sinalizar para a possibilidade de transposição das limitações apresentadas na seção anterior, como: (i) inclusão de novas medidas de desempenho e variáveis de controle ao modelo; (ii) explorar e inverter a relação de causalidade estabelecida pelo pesquisador; (iii) utilização de diferentes modelos econométricos de análise de dados; (iiii) ampliar as dimensões da governança corporativa abordadas pelo índice.

Vale apontar ainda para as possibilidades que surgiram a partir dos resultados desta pesquisa: (i) discutir se as estruturas e mecanismos de governança corporativa utilizados no Brasil são coerentes com o cenário econômico e político nacional e internacional e se estão sendo bem aplicados; (ii) caso falhas sejam encontradas, da mesma forma que em diversos países europeus e nos Estados Unidos, é importante debater possíveis mudanças nas orientações sobre governança; (iii) desenvolver novos estudos sobre a relação que se mostrou negativa entre o desempenho e o período pré crise em relação ao período da crise.

## REFERÊNCIAS

- ACIOLY, L.; MATIJASCIC, M.; CHERNAVSKY, E.; PIÑÓN, M.; LEÃO, R. P. F. **Desdobramentos de curto e médio prazo da crise atual**. Texto para discussão n. 1441. Rio de Janeiro: IPEA, 2009.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas na bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907-924, 2010.
- ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4–31, 2009.
- ANSOFF, H.I. Strategies for Diversification. **Harvard Business Review**, vol. 35, n. 5, p. 113-125, 1957.
- BABBIE, E. R. **Métodos de pesquisas de survey**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2001.
- BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. New York: John Wiley, 1996.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Heterogeneidade do desempenho de empresas em ambientes turbulentos, **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. 2, p. 34-43, 2006.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, 1991.
- BARNEY, J. B. **Gaining and sustaining competitive advantage**. New York: Addison-Wesley Publishing Company, 1996.
- BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Administração estratégica e vantagem competitiva**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. **Corporate governance and control**. ECGI Finance Working Paper n. 2, 2005. Disponível em: <<http://www.ius.bg.ac.rs/prof/Materijali/labmir/Corporate%20Governance%20%26%20Control.pdf>>. Acesso em 01/05/2013.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN, H. **An integrated framework of corporate governance and firm valuation: evidence from Switzerland.** Finance working paper n. 34/2004. European Corporate Governance Institute, 2004.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada.** 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BLACK, B. **The corporate governance behavior and market value of Russians firms.** Working paper n. 212, Stanford Law School, 2001.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics & Organization**, v. 22, n. 2, 2006.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BM&F BOVESPA. Níveis de governança corporativa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 04/05/2013.

BOHREN, O.; ODEGAARD, B. **Governance and performance revisited.** Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=423461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423461)>. Acesso em: 07/05/2013.

BOZEC, R.; BOZEC, Y. The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: international evidence. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 29, n. 1, p. 79-98, 2012.

BRAGA, R.; NOSSA, V.; MARQUES, J. A. V. C. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade da empresas. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, edição especial, p. 51-64, 2004.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. Desempenho das empresas brasileiras: efeitos ano, ramo de negócios e firma individual. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 9, n. 1, p. 65–85, 2005.

BROMILEY, P., NAVARRO P.; SOTTILE, P. Strategic business cycle management and organizational performance: a great unexplored research stream. **Strategic Organization**, v. 6, p. 207-219, 2008.

BULGACOV, S.; SOUZA, Q. R.; PROHMANN, J. I.; COSER, C.; BARANIUK, J. **Administração Estratégica.** São Paulo: Atlas, 2007.

BULGACOV, S. Conteúdo e processo estratégico: formação, implementação, mudança e resultados. In: ENCONTRO DE ESTUDOS SOBRE ESTRATÉGIA, 2009, Recife. **Anais...** Recife: ANPAD, 2009.

BURNS, T.; STALKER, G. M. **The management of innovation**. Londres: Tavistock, 1961.

CABALLERO, R. J.; HAMMOUR, M. L. The cleansing effect of recessions. **American Economic Review**, v. 84, 1994.

CADBURY Report. London Stock Exchange, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 01/05/2013.

CAMARGO, C. **O desempenho como preditor de movimentos na estratégia corporativa das organizações listadas na Bovespa**. 159 f. Tese (Doutorado em Administração). Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2013.

CARTON, R. B.; HOFER, C. W. **Measuring organizational performance: metrics for entrepreneurship and strategic management research**. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. v. 3, p. 1-18, 2005.

CARVALHAL, A. L.; LEAL, R. P. C. The world financial crisis and the international financing of Brazilian companies. **Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 1, p. 18-39, 2013.

CHAKRAVARTY, B. S.; DOZ, I. Strategy process research: focusing on corporate self renewal. **Strategic Management Journal**, v. 13, 1992.

CHAKRAVARTHY, B. S.; WHITE, R. Strategy process: forming, implementing and changing strategies. PETTIGREW, A.; THOMAS, H.; WHITTINGTON, R. **Handbook of Strategy and Management**. London: Sage Publications, 2002.

CHANDLER, A. D. **Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise**. Cambridge: The MIT Press, 1990.

CHO, M. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.

CLAESSENS, S. **Corporate governance and development**. Global Corporate Conference Forum. Washington: World Bank, 2003. Disponível em: <[http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus\\_1\\_Corp\\_Governance\\_and\\_Development.pdf?MOD=AJPERES](http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus_1_Corp_Governance_and_Development.pdf?MOD=AJPERES)>. Acesso em: 01/05/2013.

COMBS, J. G.; CROOK, T. R.; SHOOK, C. L. The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research. KETCHEN, D. J.; BERGH, D. D. **Research methodology in strategy and management**. San Diego: Elsevier, 2005

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM recommendations on corporate governance**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/ingl/public/publ/governanca/recomen.doc>>. Acesso em: 01/05/2013.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3 ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **The Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DONALDSON, J. Strategy and Structural Adjustment to Regain Fit and Performance: in defence of contingency Theory. **Journal of Management Studies**, v. 24, n. 1, 1987.

DONALDSON, L. Teoria da contingência estrutural. In: Clegg, S. R.; Hardy, C; Nord, W. **Handbook de estudos organizacionais**. São Paulo: Atlas, v. 1, cap. 3, 1999.

DONALDSON, Lex. The contingency theory of organizational design: challenges and opportunities. In: BURTON, R. M.; ERIKSEN, B; HAKONSSON, D. D.; SNOW, C. C. **Organization design: the evolving state-of-the-art**. New York: Springer, 2006.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and firm performance: evidence from Germany. **European Financial Management**, v. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.

DRUCKER, P. F. **Introdução à Administração**. São Paulo: Pioneira, 1984.

DUARTE P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE DA USP, 7, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2007.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. **The Journal of Finance**, v. LX, n. 3, 2005.

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **Base**, v. 10, n. 1, p. 32-42, 2013.

EZZINE, H.; OLIVERO, B. Evolution of corporate governance during the recent financial crises. **The International Journal of Business and Finance Research**, v. 7, n. 1, p. 85-100, 2013.

FARIA, J. H. Epistemologia em Administração. UFPR, Curitiba, 22 out. 2012. Notas de aula, comunicação verbal.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FERREIRA, R. N.; SANTOS, A. C.; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FONSECA, R. A. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.

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.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook**: a survey by the staff of the International Monetary Fund. Washington: International Monetary Fund, 2008.

GOLDSZMIDT, R. G. B.; VASCONCELOS, F. C. Recessão e desempenho: crises econômicas no contexto da estratégia empresarial. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 35, 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011.

GOMPERS, P.; ISHII, L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.



GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 3, p. 72–95, 2012.

GONTIJO, C. A teoria das crises financeiras: uma apreciação crítica. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 37, 2009, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPEC, 2009.

GROVE, H.; PATELLI, L.; VICTORAVICH, L. M.; XU, P. T. Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. **Corporate Governance: An International Review**, v. 19, n. 5, p. 418-436, 2011.

GUJARATI D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

GULATI, R.; NOHRIA, N.; WOHLGEZOGEN, F. Roaring out of recession. **Harvard Business Review**, v. 88, n. 3, p. 62-69, 2010.

HALL, R. H. **Organizações: estrutura, processos e resultados**. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. The population ecology of organizations. **American Journal of Sociology**, v. 82, n. 5, 1977.

HAUSMANN, Y.; BECHTOLD-ORTH, E. Changing remuneration systems in Europe and the United States: a legal analysis of recent developments in the wake of the financial crisis. **European Business Organization Law Review**, v. 11, n. 2, p. 195-229, 2010.

HILB, M. Redesigning corporate governance: lessons learnt from the global financial crisis. **Journal of Management and Governance**, vol. 15, n. 4, p. 533-538, 2011.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, 353-384, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Linha do tempo. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>>. Acesso em: 02/05/2013

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1.ed. Cambridge: Harvard University Press, 2001.

KABIGTING, L. C. Corporate governance among banks listed in the Philippine stock exchange. **Journal of International Business Research**, v. 10, n. 2, p.59-68, 2011.

KIRKPATRICK, G. Corporate governance lessons from financial crisis. **OECD Journal: Financial Market Trends**, v. 2009, n. 1, p. 61-87, 2009.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LAMEIRA, V. de J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LANZANA, A.; LOPES, L. M. Estabilização, crescimento e impactos da crise sobre o País em 2009. **Boletim Fipe**, nº 343, Abril, 2009.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, vol. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAWRENCE, P. R.; LORSCH, J. W. **As empresas e o ambiente: diferenciação e integração administrativas**. Petrópolis: Vozes, 1973.

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 327–337, 2004.

LEAL, R. P. C. Práticas de governança e valor corporativo: uma recente revisão da literatura. In: SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; FERREIRA, V. A. C. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais, 2002.

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**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. Corporate governance, transparency and value in Brazil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2005, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2005.

LEAVEN, L.; VALENCIA, F. Systemic banking crises: a new database. IMF Working Paper, n. WP/08/224, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>>. Acesso em: 17/04/2013.

MALAN, P. Aonde queremos chegar. In: BACHA, E. e GOLDFAJN, I. **Como reagir à crise? Políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imago, 2008.

MERCHANT, K. A.; VAN DER STEDE, W. A. **Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives**. 2 ed. London: Pearson, 2007.

MILLES, R.E.; SNOW, C.C. **Organizational strategy, structure, and process**. Stanford: Stanford University Press, 2003.

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.

MOREIRA, T. B. S.; SOARES, F. A. R. Política fiscal e a crise econômica internacional. **Finanças públicas – XV Prêmio Tesouro Nacional**, 2010.

MÜLBERT, P. O. Corporate Governance of Banks. **European Business Organization Law Review**, v. 10, n. 3, p. 411-436, 2009.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Os princípios da OECD sobre o governo das sociedades**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 01/05/2013.

PALEIAS, I. R. **Avaliação de Desempenho: um enfoque de gestão econômica**. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1992.

PENI, E.; SMITH, S. D.; VÄHÄMAA, S. Bank corporate governance and real estate lending during the financial crisis. **Journal of Real Estate Research**, v. 35, n. 3, p. 313-343, 2013.

PENI, E.; VÄHÄMAA, S. Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis? **Journal of Financial Services Research**, v. 41, n. 1, p. 19-35, 2012.

PETTIGREW, A.; THOMAS, H.; WHITTINGTON, R. (Eds) **Handbook of Strategy and Management**. London: Sage, 2002.

PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C.; LUCA, M. M. M.; OLIVEIRA, O. V.; ARAGÃO, L. A.; SENA, A. M. C. Motivações para a adoção de melhores práticas de governança corporativa segundo diretores de relação com investidores. **Base**, v. 9, n. 3, p.255-269, 2012.

PORTER, M. E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise da indústria e da concorrência**. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: novo mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do grupo Orsa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP, 4, 2002, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2002.

RICHARD, P. J.; DEVINNEY, T. M.; YIP, G. S.; JOHNSON, G. Measuring organizational performance: towards methodological best practice. **Journal of Management**, v. 35, n. 3, p. 718-804, 2009.

RINGE, W. G. Independent directors: after the crisis. **European Business Organization Law Review**, v. 14, n. 3, p. 401-424, 2013.

ROSS, A.; CROSSAN, K. A review of the influence of corporate governance on the banking crises in the United Kingdom and Germany. **Corporate Governance**, v. 12, n. 2, p.215-225, 2012.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

RUMELT, R. How much does industry matter? **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 3, p. 167-185, 1991.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SANTOS, J. B.; BRITO, L. A. L. Toward a Subjective Measurement Model for Firm Performance. **Brazilian Administration Review**, v. 9, n. spe, 2012.

SANTOS, J. F.; LEAL, R. P. C. Práticas de governança em empresas familiares não listadas de capital aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A. L. C. **Influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras.** 128 p. Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas.** São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** 180 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 254 f. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: Saint Paul, 2005.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. A qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil? In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANANPAD, 2005.

SILVEIRA, A. D. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. In:

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

STIGLBAUER, M.; FISHER, T. M.; VELTE, P. Financial crisis and corporate governance in the financial sector: Regulatory changes and financial assistance in Germany and Europe. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 9, n. 4, p. 331-347, 2012.

TURNBULL, S.; PIRSON, M. Could the 2008 US financial crisis have been avoided with network governance? **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 9, n. 3, p. 238-263, 2011.

YEOH, P. Causes of the global financial crisis: learning from the competing insights. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 7, n. 1, p. 42-69, 2010.

## APÊNDICES

### APÊNDICE 1 – RELAÇÃO DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO	SETOR	SEGMENTO GC
1 ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT	CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	NM
2 ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS	CONSUMO CÍCLICO	N1
3 BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	BANESTES	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
4 BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	BARDELLA	BENS INDUSTRIAIS	Tradicional
5 BCO AMAZONIA S.A.	AMAZONIA	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
6 BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO	FINANCEIRO E OUTROS	N1
7 BCO BRASIL S.A.	BRASIL	FINANCEIRO E OUTROS	NM
8 BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL	FINANCEIRO E OUTROS	N1
9 BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	MERC BRASIL	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
10 BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	NORD BRASIL	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
11 BNDES PARTICIPACOES S.A. - BNDESPAR	BNDESPAR	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
12 BRB BCO DE BRASILIA S.A.	BRB BANCO	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
13 BRF S.A.	BRF SA	CONSUMO NÃO CÍCLICO	NM
14 CCR S.A.	CCR SA	CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	NM
15 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS	UTILIDADE PÚBLICA	N1
16 CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC	UTILIDADE PÚBLICA	N2
17 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD	CONSUMO NÃO CÍCLICO	N1
18 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG	UTILIDADE PÚBLICA	N1
19 CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	CELPE	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
20 CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	COELCE	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
21 CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	COSERN	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
22 CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP	UTILIDADE PÚBLICA	NM
23 CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	SANEPAR	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
24 CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA	UTILIDADE PÚBLICA	NM
25 CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	CPFL GERACAO	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
26 CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAU	TRAN PAULIST	UTILIDADE PÚBLICA	N1
27 CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	CYRELA REALT	CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	NM
28 DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA	CONSUMO NÃO CÍCLICO	NM
29 ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS	CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	NM
30 ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO	UTILIDADE PÚBLICA	N2
31 EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	EMBRATEL PAR	TELECOMUNICAÇÕES	Tradicional
32 FORJAS TAURUS S.A.	FORJA TAURUS	BENS INDUSTRIAIS	N2
33 GERDAU S.A.	GERDAU	MATERIAIS BÁSICOS	N1
34 GUARARAPES CONFECOES S.A.	GUARARAPES	CONSUMO CÍCLICO	Tradicional
35 ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO	FINANCEIRO E OUTROS	N1
36 ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA	FINANCEIRO E OUTROS	N1
37 ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	ITAUTEC	TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	Tradicional
38 JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JOAO FORTES	CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	Tradicional
39 KLABIN S.A.	KLABIN SA	MATERIAIS BÁSICOS	N2
40 MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO	BENS INDUSTRIAIS	N2
41 MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	MERC FINANC	FINANCEIRO E OUTROS	Tradicional
42 NEOENERGIA S.A.	NEOENERGIA	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
43 PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO	FINANCEIRO E OUTROS	NM
44 RIO GRANDE ENERGIA S.A.	RIO GDE ENER	UTILIDADE PÚBLICA	Tradicional
45 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID	CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	NM
46 SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR	CONSUMO CÍCLICO	N2
47 SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL	MATERIAIS BÁSICOS	N1
48 TELEFÔNICA BRASIL S.A	TELEF BRASIL	TELECOMUNICAÇÕES	Tradicional
49 TIM PARTICIPACOES S.A.	TIM PART SA	TELECOMUNICAÇÕES	NM
50 ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR	FINANCEIRO E OUTROS	NM
51 WEG S.A.	WEG	BENS INDUSTRIAIS	NM

## APÊNDICE 2 – TESTES COMPLETOS DO PAINEL DE DADOS UTILIZANDO ROA COMO VARIÁVEL DEPENDENTE

Modelo 1: MQO agrupado, usando 1836 observações  
 Incluídas 51 unidades de corte transversal  
 Comprimento da série temporal = 36  
 Variável dependente: ROA

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0179568	0,00255493	7,0283	<0,00001	***
IGOV	-0,00025944	0,00018715	-1,3863	0,16583	
D1IGOV	0,00078683	0,000274705	2,8643	0,00423	***
D2IGOV	-7,51697e-05	0,000269558	-0,2789	0,78038	
D1	-0,0100536	0,0036396	-2,7623	0,00580	***
D2	-0,000842168	0,0036962	-0,2278	0,81979	
Média var. dependente	0,013886	D.P. var. dependente	0,015517		
Soma resíd. quadrados	0,437562	E.P. da regressão	0,015463		
R-quadrado	0,009623	R-quadrado ajustado	0,006917		
F(5, 1830)	3,556197	P-valor(F)	0,003333		
Log da verossimilhança	5052,677	Critério de Akaike	-10093,35		
Critério de Schwarz	-10060,26	Critério Hannan-Quinn	-10081,15		
rô	0,386477	Durbin-Watson	1,181337		

Diagnósticos: assumindo um painel equilibrado com 51 cortes transversais observados durante 36 períodos

Estimador de efeitos fixos

permite diferenciar os interceptos por unidade de corte transversal  
 erros padrão das inclinações entre parenteses, p-valores em chaves

const:	0,023764	(0,0041841)	[0,00000]
IGOV:	-0,00069814	(0,00031353)	[0,02609]
D1IGOV:	0,00085679	(0,00023605)	[0,00029]
D2IGOV:	-0,00013394	(0,000231)	[0,56211]
D1:	-0,011248	(0,0031349)	[0,00034]
D2:	9,7199e-006	(0,0031678)	[0,99755]

51 médias de grupo foram subtraídas dos dados

Variância dos resíduos:  $0,30807 / (1836 - 56) = 0,000173073$

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(50, 1780) = 14,9638$  com p-valor  $7,05823e-102$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan:

$LM = 2426,2$  com p-valor =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 2426,2) = 0$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Variance estimators:

between =  $7,57267e-005$

within =  $0,000173073$

theta used for quasi-demeaning =  $0,748036$

Estimador de efeitos aleatórios



permite um componente unitário-específico no termo do erro  
(erros padrão entre parênteses, p-valores entre chaves)

const:	0,021562	(0,0037444)	[0,00000]
IGOV:	-0,00053178	(0,00026548)	[0,04531]
D1IGOV:	0,00084962	(0,00023577)	[0,00032]
D2IGOV:	-0,00012644	(0,00023075)	[0,58379]
D1:	-0,011037	(0,0031276)	[0,00043]
D2:	-0,00011538	(0,0031639)	[0,97091]

Estatística de teste de Hausman:

$H = 1,34805$  com p-valor =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(5) > 1,34805) = 0,92991$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.)

**Modelo 2: Efeitos-aleatórios (GLS), usando 1836 observações**  
**Incluídas 51 unidades de corte transversal**  
**Comprimento da série temporal = 36**  
**Variável dependente: ROA**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0215617	0,00374442	5,7583	<0,00001	***
IGOV	-0,000531776	0,000265476	-2,0031	0,04531	**
D1IGOV	0,000849622	0,000235771	3,6036	0,00032	***
D2IGOV	-0,00012644	0,000230753	-0,5479	0,58379	
D1	-0,0110371	0,00312758	-3,5290	0,00043	***
D2	-0,000115382	0,00316392	-0,0365	0,97091	
Média var. dependente	0,013886	D.P. var. dependente	0,015517		
Soma resíd. quadrados	0,438993	E.P. da regressão	0,015484		
Log da verossimilhança	5049,679	Critério de Akaike	-10087,36		
Critério de Schwarz	-10054,27	Critério Hannan-Quinn	-10075,15		

'Por dentro' da variância = 0,000173073

'Por entre' a variância = 7,57267e-005

teta utilizado para quasi-desmediação = 0,748036

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 2426,2

com p-valor = 0

Teste de Hausman -

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(5) = 1,34805

com p-valor = 0,92991

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 519,385

com p-valor = 1,6478e-113

### APÊNDICE 3 – TESTES COMPLETOS DO PAINEL DE DADOS UTILIZANDO ROE COMO VARIÁVEL DEPENDENTE

Modelo 3: MQO agrupado, usando 1836 observações  
 Incluídas 51 unidades de corte transversal  
 Comprimento da série temporal = 36  
 Variável dependente: ROE

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0415252	0,00665923	6,2357	<0,00001	***
IGOV	0,000177305	0,000487792	0,3635	0,71628	
D1IGOV	0,00201396	0,000715996	2,8128	0,00496	***
D2IGOV	-0,000299719	0,000702583	-0,4266	0,66972	
D1	-0,0273269	0,00948632	-2,8807	0,00401	***
D2	-0,00223613	0,00963385	-0,2321	0,81648	
Média var. dependente	0,041044		D.P. var. dependente	0,040524	
Soma resíd. quadrados	2,972544		E.P. da regressão	0,040303	
R-quadrado	0,013553		R-quadrado ajustado	0,010858	
F(5, 1830)	5,028622		P-valor(F)	0,000140	
Log da verossimilhança	3293,829		Critério de Akaike	-6575,659	
Critério de Schwarz	-6542,567		Critério Hannan-Quinn	-6563,455	
rô	0,343483		Durbin-Watson	1,268692	

Diagnósticos: assumindo um painel equilibrado com 51 cortes transversais observados durante 36 períodos

Estimador de efeitos fixos  
 permite diferenciar os interceptos por unidade de corte transversal  
 erros padrão das inclinações entre parênteses, p-valores em chaves

const:	0,078523	(0,011349)	[0,00000]
IGOV:	-0,0026177	(0,00085044)	[0,00212]
D1IGOV:	0,0022444	(0,00064026)	[0,00047]
D2IGOV:	-0,00046161	(0,00062658)	[0,46139]
D1:	-0,032242	(0,0085032)	[0,00015]
D2:	0,00034649	(0,0085924)	[0,96784]

51 médias de grupo foram subtraídas dos dados

Variância dos resíduos:  $2,26659 / (1836 - 56) = 0,00127337$

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(50, 1780) = 11,0879$  com p-valor  $2,45862e-073$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan:

$LM = 1417,06$  com p-valor =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 1417,06) = 4,12653e-310$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Variance estimators:

between = 0,00040302

within = 0,00127337

theta used for quasi-demeaning = 0,703747

Estimador de efeitos aleatórios  
permite um componente unitário-específico no termo do erro  
(erros padrão entre parênteses, p-valores entre chaves)

const:	0,061387	(0,0096138)	[0,00000]
IGOV:	-0,0013232	(0,00068874)	[0,05486]
D1IGOV:	0,0022041	(0,00064036)	[0,00059]
D2IGOV:	-0,00041934	(0,00062676)	[0,50354]
D1:	-0,030797	(0,0084924)	[0,00030]
D2:	-0,00041179	(0,0085935)	[0,96179]

Estatística de teste de Hausman:

H = 7,13246 com p-valor =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(5) > 7,13246) = 0,210974$

(Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.)

**Modelo 4: Efeitos-aleatórios (GLS), usando 1836 observações**  
**Incluídas 51 unidades de corte transversal**  
**Comprimento da série temporal = 36**  
**Variável dependente: ROE**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0613873	0,00961382	6,3853	<0,00001	***
IGOV	-0,0013232	0,000688737	-1,9212	0,05486	*
D1IGOV	0,00220412	0,000640357	3,4420	0,00059	***
D2IGOV	-0,000419341	0,00062676	-0,6691	0,50354	
D1	-0,0307968	0,0084924	-3,6264	0,00030	***
D2	-0,000411795	0,00859345	-0,0479	0,96179	

Média var. dependente	0,041044	D.P. var. dependente	0,040524
Soma resíd. quadrados	3,014742	E.P. da regressão	0,040577
Log da verossimilhança	3280,889	Critério de Akaike	-6549,778
Critério de Schwarz	-6516,686	Critério Hannan-Quinn	-6537,575

'Por dentro' da variância = 0,00127337

'Por entre' a variância = 0,00040302

teta utilizado para quasi-desmediação = 0,703747

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 1417,06  
com p-valor = 4,12653e-310

Teste de Hausman -

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(5) = 7,13246  
com p-valor = 0,210974

## ANEXOS

### ANEXO 1 – QUESTIONÁRIO PARA CONSTRUÇÃO DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA OBTIDO DE SILVEIRA (2004).

Dimensão de governança corporativa	#	Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
	2	O website dispõe de documentos relativos a governança corporativa, tais como: explicações do modelo de governança da companhia, código de boas práticas de governança corporativa da empresa, regimento interno do conselho de administração ou política de negociação de valores mobiliários?
	3	O website dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O website é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das informações públicas	6	O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O Relatório Anual, website ou relatório 20-F explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O Relatório Anual, website ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?
	10	O Relatório Anual, website ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
Estrutura do conselho de administração	11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
	15	A empresa possui Acordo de Acionistas?
Estrutura de propriedade e controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(es) possui(em) menos que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede tag along aos detentores de ações preferenciais?

## ANEXO 2 – RACIONAL E CRITÉRIOS ADOTADOS PARA ELABORAÇÃO DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGOV) OBTIDOS DE SILVEIRA (2004)

**Pergunta 1** – É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?

**Racional** – O acesso às informações é considerado um aspecto essencial para os investidores tomarem melhores decisões econômicas e para os acionistas avaliarem a gestão da companhia. O Relatório Anual, embora muitas vezes utilizado como ferramenta de marketing ou peça de relações públicas da companhia, resume de uma maneira menos técnica e formal o desempenho corporativo ao longo de um exercício social, facilitando aos investidores a análise da companhia.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que possibilitam aos investidores (atuais e potenciais) a leitura do seu Relatório Anual por meio de acesso remoto, via *download* do documento ou Relatório Anual *online*.

**Pergunta 2** – O *website* dispõe de documentos relativos a governança corporativa, tais como: explicações do modelo de governança da companhia, código de boas práticas de governança corporativa da empresa, regimento interno do conselho de administração ou política de negociação de valores mobiliários.?

**Racional** – A questão visa a avaliar se a companhia formaliza e divulga suas práticas de governança e se o investidor consegue entender o modelo de governança corporativa adotado pela companhia sem precisar de um contato direto com representante da empresa.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que divulgam voluntariamente documentos explicando seu modelo de governança corporativa. Não foi atribuído ponto às empresas que divulgam isoladamente documentos como Política de Divulgação de Informações ou Estatuto Social, pois, apesar de serem documentos importantes, são obrigatórios pela instrução 391 da CVM ou pela lei 6.404/76 das Sociedades por Ações, respectivamente. Ademais, a essência da questão é avaliar se as empresas formalizam e divulgam publicamente suas práticas de governança e se o investidor consegue entender o modelo governança da empresa por meio dos documentos corporativos.

**Pergunta 3** – O *website* dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?

**Racional** – A questão visa a avaliar se a empresa disponibiliza ao investidor informações estratégicas, operacionais e financeiras além das informações constantes das demonstrações financeiras e Relatório Anual, visando a proporcionar ao investidor não o mero entendimento das ações passadas, mas também uma melhor perspectiva sobre o futuro da companhia. A realização de apresentações periódicas para analistas e a disponibilização dessas apresentações para investidores são consideradas boas práticas de governança corporativa.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que disponibilizam em seu *website* apresentações para analistas ou que disponham de alguma área no *website* com dados que possibilitem melhores projeções operacionais e financeiras. É importante ressaltar que somente foi atribuído ponto às empresas com apresentações e dados atualizados, sendo considerado o período maior que um ano como critério de corte para apresentações consideradas não atualizadas.

**Pergunta 4** – O *website* é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?

**Racional** – É importante para captação de recursos de investidores estrangeiros que a empresa disponibilize suas informações em outra língua além do português. Ademais, a presença de uma área exclusiva no *website* destinada aos investidores é considerada um item chave para acesso às informações corporativas.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que possuem de forma clara uma seção de Relações com Investidores (mesmo que eventualmente o título da área seja um pouco diferente do sugerido) e que também disponibilizam o *website* em inglês. É importante ressaltar que o ponto foi atribuído apenas às empresas que disponibilizam todas as informações em inglês, inclusive os relatórios financeiros, haja vista que se observou que algumas companhias possuem *websites* com tópicos em inglês porém todos os relatórios e apresentações apenas em português.

**Pergunta 5** – Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa.

**Racional** – A necessidade de contato direto com representante da companhia foi considerado um aspecto negativo, já que impõe ao investidor (muitas vezes localizado distante geograficamente da sede da companhia) custos financeiros e de tempo para obtenção de informações corporativas, desestimulando-o a analisar a companhia.

**Critério Adotado para Pontuação** – Não foi atribuído um ponto às empresas cujo pesquisador teve que entrar em contato direto, via e-mail ou telefone. Os motivos mais comuns para a tentativa de contato direto foram: busca pelo Relatório Anual da companhia, dificuldade de *download* de documentos e dificuldade de entendimento de informações do *website* ou relatórios.

**Pergunta 6** – O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?

**Racional** – Uma aproximação sobre o nível de atenção da empresa em relação à questão da governança corporativa se reflete na constituição de uma seção específica sobre o tema no seu Relatório Anual, descrevendo as práticas implementadas e as em processo de implementação a fim de garantir que as decisões sejam tomadas no melhor interesse de todos os acionistas.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que possuem uma seção específica no seu Relatório Anual abordando o tema governança corporativa, desde que a seção apresentasse alguma informação relevante além da mera descrição dos nomes dos diretores e conselheiros e da estrutura de propriedade da companhia.

**Pergunta 7** – O Relatório Anual, *website* ou relatório 20-F explica a remuneração global dos executivos?

**Racional** – A forma de remuneração dos executivos é considerada um dos principais mecanismos internos de governança corporativa. A legislação brasileira não obriga as empresas a divulgarem o montante e a forma de remuneração individual dos executivos, exigindo apenas que a empresa indique o valor global pago no relatório IAN (Informações Anuais) da CVM. O objetivo da questão foi avaliar a divulgação voluntária da empresa sobre aspectos relacionados à remuneração dos executivos e conselheiros, mesmo que as informações não apresentassem explicitamente o montante pago individualmente aos executivos.

Para as empresas com ADRs negociados, além do *website* e do Relatório Anual, foi analisado o relatório 20-F submetido a SEC (*Securities and Exchange Commission*), que possui uma seção específica sobre remuneração dos administradores.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que explicaram de forma quantitativa ou qualitativa o pacote de remuneração oferecido aos executivos e conselheiros. Foi atribuído ponto para as empresas que comentaram a política de remuneração (baseada em metas, com base em distribuição de ações, etc.) em seus *websites* ou Relatórios Anuais, mesmo quando não foram divulgados os valores de remuneração individual. No caso das empresas com ADR's negociados, com remuneração global explícita no relatório 20-F, o ponto somente foi atribuído quando o texto foi considerado suficientemente explicativo, haja vista que algumas empresas apenas reportaram o valor global da remuneração paga a todos os diretores e conselheiros, sem qualquer detalhamento sobre a forma de remuneração (salário fixo, bônus, opções de ações, etc.).

**Pergunta 8** – Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?

**Racional** – A divulgação das demonstrações financeiras de acordo com os princípios contábeis internacionalmente aceitos (IAS-GAAP) ou princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos (US-GAAP) é considerada uma boa prática de governança por permitir melhor comparação do desempenho da empresa em relação a empresas estrangeiras, além de permitir ao investidor avaliar possíveis diferenças no resultado financeiro decorrente de diferentes princípios contábeis. Ademais, é algo considerado essencial por potenciais investidores estrangeiros para melhor entendimento dos números corporativos.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que divulgaram os balanços em US-GAAP, além da demonstração obrigatória de acordo com os princípios contábeis brasileiros. Como as empresas com ADRs negociados precisam obrigatoriamente reconciliar seus resultados para o US-GAAP no relatório 20-F, todas essas empresas obtiveram pontuação neste item.

**Pergunta 9** – O Relatório Anual, *website* ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?



**Racional** – Além da análise retrospectiva é importante para o investidor possuir uma perspectiva sobre o desempenho futuro da companhia, de forma a obter subsídios adicionais para sua tomada de decisão. Desta forma, é útil para os investidores que a empresa apresente de forma clara estimativas financeiras sobre seu desempenho futuro (estimativas de lucro por ação, estimativas de ROE, etc.), elaboradas pela própria empresa ou por analistas de mercado. Entretanto, é fundamental que a empresa ressalte que os eventos futuros são incertos e separe claramente os dados decorrentes de resultados já alcançados das projeções sobre possíveis resultados futuros.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram claramente no seu *website* ou Relatório Anual uma seção com estimativas de resultados financeiros futuros, como por exemplo uma seção com as projeções de lucro por ação elaborada pelos analistas de mercado da companhia. Convém ressaltar que o ponto somente foi atribuído para as empresas que alertaram explicitamente sobre a incerteza de eventos futuros, deixando claro que se tratavam apenas de estimativas.

**Pergunta 10** – O Relatório Anual, *website* ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?

**Racional** – O lucro econômico é o resultado financeiro da companhia após descontar todos os custos do período, incluindo o custo de oportunidade do capital empregado nas operações da empresa, obtido junto aos credores (capital de terceiros) e acionistas (capital próprio). Desta forma, a busca pela maximização do valor da empresa, objetivo fundamental dos gestores, pode ser traduzida como a busca pela maximização do lucro econômico. Quando o lucro econômico é positivo, afirma-se que a empresa adicionou valor no período (proporcionou aos acionistas um retorno superior ao custo do capital exigido). Quando ocorre o inverso, afirma-se que a empresa destruiu valor no período. A publicação do valor adicionado/destruído pelo negócio pode ser considerada uma boa prática de governança ao propiciar aos investidores uma melhor análise da gestão da empresa.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram claramente no seu *website* ou Relatório Anual o valor adicionado/destruído pelo negócio com base em alguma medida que levasse em

conta o montante de recursos investido nas operações da companhia e o custo de oportunidade desses recursos, incluindo o custo do capital próprio. Notou-se a publicação por parte de diversas companhias da Demonstração de Valor Adicionado (DVA66) que, apesar do título, não leva em conta o custo do capital nem o montante investido nas operações para cálculo do valor adicionado/destruído pelo negócio no período. Desta forma, a DVA não foi considerada uma métrica de valor e não foi atribuído ponto às empresas com base nessa demonstração.

**Pergunta 11** – Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?

**Racional** – A grande maioria dos códigos de boas práticas de governança corporativa, incluindo os códigos brasileiros do IBGC e da CVM, recomenda que pessoas distintas ocupem os cargos de diretor executivo (presidente da empresa) e presidente do conselho de administração. A recomendação se baseia no argumento de que uma das funções primordiais do conselho é supervisionar a alta gestão da companhia e que o acúmulo de ambas funções em uma mesma pessoa pode diminuir a independência e a capacidade de supervisão do órgão.

**Critério Adotado para Pontuação** – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que identificaram o presidente do conselho como uma pessoa distinta do diretor executivo da empresa. A DVA é uma demonstração de resultados voluntária que é preparada de acordo com o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/No 01/00.

**Pergunta 12** – A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?

**Racional** – Alguns estudiosos acreditam que a efetividade do conselho de administração diminui na medida em que ele ultrapassa um certo número de membros. Jensen (2001b) argumenta que um conselho “superpovoado” possui menor probabilidade de funcionar de forma efetiva e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo. Segundo Jensen (2001b, p. 52), “os conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade menor de funcionar de forma eficaz, tornando-se mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo”. Por outro lado, um conselho com um número muito pequeno de membros teria uma capacidade limitada de cumprir suas atribuições

satisfatoriamente, principalmente em grandes corporações. Desta forma, os códigos de governança do IBGC e da CVM recomendam empiricamente um número intermediário de conselheiros, entre cinco e nove membros, faixa esta utilizada na presente pesquisa.

**Critério Adotado para Pontuação** – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram um conselho de administração com cinco a nove membros.

**Pergunta 13** – Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?

**Racional** – Praticamente todos os códigos de governança ressaltam a importância de um conselho de administração composto por uma maioria de membros externos (não executivos) na companhia. Esta recomendação reflete o senso comum de que a principal função do conselho é monitorar a gestão da empresa e que somente conselheiros externos profissionais podem ser monitores eficazes. Segundo os códigos de governança, um conselho de administração dominado por executivos pode atuar como um mecanismo de defesa dos gestores. O senso comum é fortalecido por Fama e Jensen (1983, p. 321), que argumentam que a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a probabilidade de conluio dos altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. No Brasil, a Lei das Sociedades por Ações (Lei no 6.404/76) define que no máximo um terço do conselho pode ser composto por diretores da companhia (parágrafo 1o do artigo 143)<sup>67</sup>. Desta forma, por definição, o percentual mínimo de conselheiros externos é de 66,7% nas companhias brasileiras. Entretanto, segundo Silveira (2002, p. 92), a alta proporção de conselheiros externos não significa necessariamente uma maior independência do conselho. Segundo o autor, nos conselhos das companhias abertas brasileiras, a maioria dos membros externos é composta por conselheiros indicados pelo acionista controlador para representar seus interesses, e não por conselheiros profissionais sem vínculos com a companhia.

**Critério Adotado para Pontuação** – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram um conselho de administração com proporção de conselheiros externos (não executivos) maior que 80%. Este percentual foi definido em função da mediana de

percentual de conselheiros externos obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

**Pergunta 14** – O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?

**Racional** – Os códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM recomendam que o conselho de administração possua um mandato unificado de um ano. A idéia é que a reeleição do conselheiro não seja automática e que o mesmo somente seja reeleito após uma avaliação formal do seu desempenho.

**Critério Adotado para Pontuação** – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram claramente (com data de início e término) um mandato unificado de um ano para os conselheiros. Não foi realizada uma análise sobre os critérios de reeleição dos conselheiros.

**Pergunta 15** – A empresa possui Acordo de Acionistas?

**Racional** – O acordo de acionistas representa um consenso dos acionistas controladores sobre a forma pela qual algumas questões corporativas importantes devem ser resolvidas. Sua presença pode aumentar o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, já que exclui a possibilidade de sua interferência nos temas definidos no acordo.

**Critério Adotado para Pontuação** – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que não apresentam acordo de acionistas. Não foi realizada uma análise se o acordo de acionista, eventualmente presente, estava disponível para todos os acionistas.

**Pergunta 16** – A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?

**Racional** – O princípio de uma ação / um voto é prática recomendada pelos códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM, além de ser uma exigência da Bovespa para adesão da empresa ao Novo Mercado. A idéia básica é que a separação entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa por meio da utilização de duas classes de ações (com e sem direito a voto) é prejudicial para os acionistas minoritários, já que todos os acionistas deveriam ter direitos de voto iguais.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que possuem apenas ações ordinárias emitidas.

**Pergunta 17** – As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?

**Racional** – De acordo com a Lei 6.404/76 (artigo 15, §2o), as empresas poderiam emitir ações sem direito a voto (preferenciais) em até 2/3 do total de ações emitidas. A Lei 10.303/01 (artigo 15, §2o) reduziu esse limite para 50% do total de ações emitidas, para as companhias instituídas após a publicação da lei. Segundo Leal *et al.* (2002b, p.10), a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuísem igual poder de controle, conseqüentemente aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos acionistas. Desta forma, a questão se baseia na hipótese de que, quanto maior a proporção de ações sem direito a voto em relação ao total de ações emitidas, maior a separação entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa e, portanto, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram uma proporção de ações preferenciais inferior a 50% do total de ações emitidas pela empresa. Este percentual foi definido com base no limite estabelecido pela Lei 10.303/01 e também em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando separar as empresas em dois grupos.

**Pergunta 18** – O(s) controlador(es) possui(em) menos que 70% do total de ações ordinárias?

**Racional** – A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. Dado o alto índice de emissão de ações preferenciais, os benefícios de se ter um grande acionista controlador (principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados) são reduzidos em grande parte no Brasil. Isto ocorre porque, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam

*holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maior parte do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador. Desta forma, a questão se baseia na hipótese de que, quanto maior a concentração de ações ordinárias em posse do controlador, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas cujos controlador(es) possui(em) menos que 70% do total de ações ordinárias. Este percentual foi definido em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

**Pergunta 19** – O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?

**Racional** – A questão se baseia na hipótese de que, quanto maior a diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa em posse dos acionistas controladores, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, conforme argumentação exposta no racional das perguntas 16, 17 e 18.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas cuja variável DIF (diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual do total de ações em posse dos controladores) fosse inferior a 23%. Este percentual foi definido em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

**Pergunta 20** – A empresa concede *tag along* aos detentores de ações preferenciais?

**Racional** – O *tag along* consiste no direito do acionista minoritário vender suas ações por, no mínimo, um percentual do valor pago às ações dos acionistas controladores em caso de alienação direta ou indireta do controle da companhia. A Lei 10.303/01 (254-A) define que os detentores de ações ordinárias possuem o direito de vender suas ações por, no mínimo, 80% do valor pago aos controladores. Entretanto, a lei não assegura qualquer percentual mínimo aos detentores de ações preferenciais. A concessão de *tag along* aos detentores de ações preferenciais é vista como uma boa prática de governança, pois faz com que o prêmio pelo controle

pago ao acionista controlador diminua em favor dos demais acionistas em caso de venda da companhia.

**Critério Adotado para Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que concederam voluntariamente *tag along* aos detentores de ações preferenciais. No caso das empresas possuírem apenas ações ordinárias emitidas, atribuiu-se um ponto às empresas que concederam voluntariamente *tag along* aos detentores de ações ordinárias em patamar superior a 80% (percentual obrigatório estipulado pelo artigo 254-A da Lei 10.303/01).