

UNIVERSIDADE FUMEC  
FACULDADE DE CIÊNCIAS EMPRESARIAIS  
CURSO DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

FREDERICO CAMPOS VIANA

A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS  
ORGANIZAÇÕES. UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA CRISE ECONÔMICA DE 2008

BELO HORIZONTE – MG  
2016

FREDERICO CAMPOS VIANA

A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS ORGANIZAÇÕES. UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA CRISE ECONÔMICA DE 2008

Dissertação de Mestrado apresentada à Pós-Graduação da Faculdade de Ciências Empresariais da Universidade FUMEC para obtenção do Título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Doutor Carlos Alberto Gonçalves


Belo Horizonte – MG  
2016

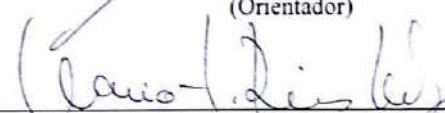
- C614r** Viana, Frederico Campos.  
A relação entre governança corporativa e desempenho das organizações. Uma análise dos efeitos da crise econômica de 2008. / Frederico Campos Viana. – Belo Horizonte, 2016.
- 72 f. : il. ; 30 cm.
- Orientador: Carlos Alberto Gonçalves.  
Dissertação (mestrado) – Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Empresariais.
- Inclui bibliografia.
1. Governança corporativa – Estudo de casos.  
2. Desempenho – Estudo de casos. 3. Crise financeira global, 2008-2009. I. Gonçalves, Carlos Alberto. II. Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências Empresariais. III. Título.
- CDU: 658 (81)**

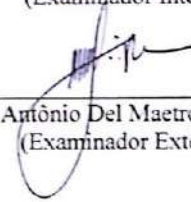


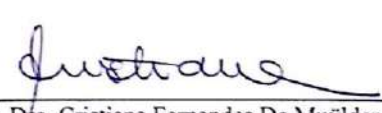
UNIVERSIDADE  
FUMEC

Dissertação intitulada "A relação entre governança corporativa e desempenho das organizações: uma análise dos efeitos da crise econômica de 2008" de autoria de Frederico Campos Viana, aprovado pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

  
 Prof. Dr. Carlos Alberto Gonçalves – Universidade FUMEC  
 (Orientador)

  
 Prof. Dr. Mário Teixeira Reis Neto – Universidade FUMEC  
 (Examinador Interno)

  
 Prof. Dr. Antônio Del Maestro Filho – UFMG  
 (Examinador Externo)

  
 Profa. Dra. Cristiana Fernandes De Muyllder  
 Coordenadora do Programa de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade  
 FUMEC

Belo Horizonte, 21 de dezembro de 2016.

REITORIA

Av. Alfredo Pena, 3690 - Cruzeiro  
 30130-009 - Belo Horizonte, MG  
 Tel. (31) 3228-3000  
 www.fumec.br

CAMPUS

Rua Coelro, 200 - Cruzeiro  
 30315-190 - Belo Horizonte, MG  
 Tel. (31) 3228-3000  
 www.fumec.br

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos que contribuíram, de alguma forma, para que esse projeto pudesse ser viabilizado, especialmente em tempos tão incertos e complexos.

Não poderia deixar de destacar a minha família, cada um à sua maneira, contribuindo assertivamente para a evolução do trabalho, seja na forma de apoio, suporte e carinho, seja através de revisões, leituras e orientações. Sem falar na compreensão pelos momentos de ausência, cada vez mais frequentes a medida que o trabalho evoluía. Um destaque especial para a semente da Teca e do Caio, que está chegando e já contagiou todo mundo, inclusive esse trabalho.

Agradeço ao meu pai, Francisco José Machado Viana, pela orientação constante no desenvolvimento do trabalho, e por sua paciência memorável em ler e reler o trabalho infinitas vezes.

A minha mãe pelo carinho nos momentos de apreensão, pelos incentivos e suporte constantes em toda essa longa jornada.

Um especial agradecimento para a Ju, minha guerreira de todas as batalhas, companheira de todas as jornadas, que está sempre ao meu lado, e que sempre incentivou para que esse trabalho continuasse em frente, mesmo nos momentos mais difíceis.

Agradeço ao programa de mestrado da Universidade Fumec e todos seus colaboradores, na pessoa do Júlio Cesar Teixeira Silva, que nunca mediu esforços para nos ajudar, e sempre esteve a nossa disposição.

Ao meu orientador Carlos Alberto Gonçalves por acreditar no projeto e torná-lo possível.

Agradeço com especial carinho a Selma, por sua sabedoria incrível e seu coração do tamanho do mundo.

E por fim agradeço *in memoriam* aqueles que sempre seguem em meu coração, Marco Túlio, José Ulpiano, Lilica e Fred Jr.

## RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo investigar a relação existente entre a governança corporativa e o desempenho das organizações, com o intuito de verificar especificamente se as práticas de governança, atestada pela inclusão da organização no Novo Mercado da Bovespa, confere maior capacidade de resistência e recuperação a eventos de crise.

Nesse trabalho foi realizado uma análise histórica dos dados de Ebitda das empresas listadas na Bovespa, entre o período de 2002 a 2014, a partir da base dados da Economática. Assim foi possível a compreender a relação existente entre nível de Governança Corporativa – GC e o desempenho da firma, em uma série histórica de eventos externos, fatores em cenários adversos, com destaque para a crise de 2008. Além de verificar os seguintes objetivos específicos. a) Levantar os dados históricos de desempenho das firmas. b) Identificar se àquelas que possuem desempenho superior apresentam relação entre Governança Corporativa – GC e o desempenho da firma. c) Avaliar e discutir os efeitos da GC na recuperação das firmas em momentos de crise.

Foi possível constatar a partir dos métodos estatísticos de análise utilizados, que as empresas listadas no Novo Mercado, apresentaram de forma significativa, maior capacidade de recuperação da crise de 2008, do que das demais listagens.

**Palavras chave:** Governança Corporativa, Desempenho, Crise de 2008, Novo Mercado.

## **ABSTRACT**

This study has the purpose to investigate the relationship between corporate governance and performance, in the brasilian open Market companies, listed at Bovespa.

The aim of this research was based on the historical data analysis, from 2002 to 2014, within the economic crises of 2008 in the middle. Therefore the central objective was to discuss based on the historical data, if the adoption of corporate governance practices has impact in the overall company performance.

For that discussion, it has been considered as a variable of companies that adopted corporate governance practices, the participation in the list of Bovespa, called Novo Mercado, which allows only companies that obey the rules based in the best practices of corporate governance, as well, the variable for measuring performance, was the Ebtida index, presented by the economical database research company Economática.

The results showed that the companies listed at Novo Mercado, presented high performance in the after crises moment, distinguished by the years 2009 e 2010.

**Keywords:** Corporate Governance, Performance, 2008 economic crises.

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 - Sistema de Governança Corporativa .....	17
FIGURA 3 - Pirâmide de segmentos da Bovespa Fonte: Bovespa adaptado.....	19
FIGURA 4 - Fórmula de Cálculo de EVA .....	23
FIGURA 5 - Evolução do Ebtida entre 2000 e 2014.....	34
FIGURA 6 - Dendograma do agrupamento das empresas. ....	48

## ÍNDICE DE TABELAS E QUADROS

QUADRO 1 - Princípios de Governança Corporativa .....	16
QUADRO 2 – Segmentos de Governança da Bovespa.....	19
QUADRO 3 – Estudos publicados sobre Ebtida.....	24
TABELA 5: Comparação dos tipos de empresa em relação as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos. <sup>1</sup> Teste de Mann-Whitney.....	46
TABELA 6 - Descrição dos grupos de empresas.....	49
TABELA 7 - Avaliação do comportamento dos tipos de empresa ao longo do período em relação ao Ebtida Padronizada.....	51
TABELA 8 - Regressão Linear de Efeitos Mistos com inclinação aleatória para a Ebtida Padronizada. ....	53

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Capacidade instalada da indústria - Fonte: CNI / IPEADATA .....	27
Gráfico 2 - Consumo de energia elétrica - Fonte: Eletrobrás / IPEADATA.....	28
Gráfico 3 - Saldo de empregos - Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego (MTE/CAGED) / IPEADATA .....	28
Gráfico 4 - Produção de automóveis montados - Fonte: Anfavea / IPEADATA.....	29
Gráfico 5 - Expedição de caixas, acessórios e chapas de papelão ondulado - Fonte: ABPO / IPEADATA .....	29
Gráfico 6 - PIB - Fonte: Bacen / IPEADATA.....	30
Gráfico 7 - Evolução do Ebtida entre 2000 e 2014 .....	34
Gráfico 8 - Evolução Ebtida no período 2000 a 2014 após 1ª análise.....	36
Gráfico 9 - Evolução do Ebtida - Média Geral.....	36
Gráfico 10 - Evolução do Ebtida - Outras Listagens.....	37



Gráfico 11 - Evolução do Ebtida - Novo Mercado.....	37
Gráfico 12 - Perfil das empresas e perfil alisado via lowess em relação a Ebtida ao longo do período de 2000 a 2014. ....	38
Gráfico 13 - Perfil das empresas e perfil alisado em relação a Ebtida Padronizado ao longo do período de 2000 a 2014. ....	39
Gráfico 14 - Gráfico 14 - Diferença dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2007-2006 por empresa. ....	41
Gráfico 15 - Diferença dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2008-2007 por empresa.....	42
Gráfico 16 - Diferença dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2009-2008 por empresa.....	44
Gráfico 17 - Diferença dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2010-2009 por empresa.....	45
Gráfico 18 - Comparação dos tipos de empresa em relação as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos.....	47
Gráfico 19 - Inclinação da reta de 2007-2008 por empresa. ....	55
Gráfico 20 - Inclinação da reta de 2008-2009 por empresa. ....	56
Gráfico 21 - Desempenho das empresas durante e após a crise. ....	57

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
Objetivo geral .....	13
Objetivos específicos .....	13
REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
Governança Corporativa.....	14
Relação entre Desempenho e Governança Corporativa .....	20
CONTEXTO DA PESQUISA.....	26
Crise Econômica de 2008 .....	26
Considerações acerca da Crise Econômica de 2008.....	30
METODOLOGIA.....	31
Métodos estatísticos.....	32
RESULTADOS .....	34
Comparação entre os períodos.....	40
Comparação entre os tipos de empresa.....	46
Efeito do Novo Mercado sobre o comportamento da crise .....	49
Comportamento individual das empresas ao longo do período.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	62
ANEXO .....	67
Empresas do primeiro quadrante. ....	70
Empresas do segundo quadrante.....	70
Empresas do terceiro quadrante.....	72
Empresas do quarto quadrante.....	72
Análise descritiva da Ebtida por 100.000.....	74

## 1. INTRODUÇÃO

O estudo da eficiência operacional e produtividade se tornaram cada vez mais relevantes para indústria brasileira, sendo hoje temática comum nos grupos de trabalho e comitês das grandes, médias e pequenas empresas.

Entretanto, é importante resgatar a sua evolução histórica, destacada por Coelho e Coelho (2003), com a existência de um primeiro período, denominado pelo autor como extremo universalismo, sintetizado por Urwick (1937) da seguinte maneira:

*“o tema geral é que existem princípios aos quais chegamos por dedução, a partir do estudo das experiências humanas de qualquer natureza. Estes princípios podem ser estudados como questões técnicas, independentes dos objetivos (sic) da empresa, do pessoal que a compõe, ou de qualquer teoria constitucional, política ou social, sobre a qual esteja fundada” (COELHO E COELHO 2003)*

Ainda segundo Coelho e Coelho (2003) apesar de contribuir para a criação de respostas a problemas básicos organizacionais e tratamento sistemático dos processos administrativos, não existiam uma visão holística e abrangente, sucumbindo, portanto, a que o autor denominou de erosão dos tempos e das estruturas.

Após o extremo universalismo, surgiram diversas correntes de pensamento que destacavam um olhar diferenciado para a organização, avaliando a sua inserção no ambiente e contexto, conforme estudado por Burns e Stalker (1961), Fuente Sabaté (1994) e Coelho (2000). Outros avaliaram a estrutura organizacional a partir de seu viés estratégico como Chandler (1962), Miles e Snow (1974) e Mintzberg (1979).

Uma discussão mais aprofundada da evolução da estrutura organizacional e seus desdobramentos é tema hoje pujante para os estudiosos da gestão e administração, entretanto, é fundamental que seja feito seu alinhamento junto a diversas correntes que surgiram nesse interim e foram responsáveis por grandes modificações nas estruturas e políticas corporativas dos últimos anos.

Sabe-se que a ciência da administração evoluiu consideravelmente ao longo dos anos, através de vários ícones do pensamento, como Ford, Taylor e Fayol, revolucionando os processos produtivos, Maslow contribuindo para os estudos da motivação humana e principalmente Peter Drucker, considerado como o grande pensador da última década.

Entretanto, quando analisamos as últimas décadas percebemos que a evolução da administração não pode ser citada, sem mencionar os grandes saltos de eficiência

proporcionados pelas métricas, técnicas e métodos de qualidade, propagadas por Deming, Juran e pela grande atuação da JUSE, a sociedade japonesa de engenharia.

No Brasil destacam-se os estudos e trabalhos realizados por Vicente Falconi, que conferiu as técnicas de qualidade, não somente um caráter mais amplo, metodológico e sistemático, como também revolucionou o pensamento empresarial brasileiro.

Faz-se necessário destacar, que o desenvolvimento industrial e gerencial, deve muito ao protagonismo da indústria automobilística, visto que, em suas bases iniciaram o desenvolvimento das diversas práticas citadas acima. Iniciando na linha de produção desenvolvida por Ford, com o modelo T, passando por Lee Iacocca na Chrysler, Jack Welch na General Motors e recentemente com a Toyota e seus métodos de produção enxuta.

Ainda assim, ressalta-se que segundo Kotler, Kartajaya e Setiawan (2010) o objetivo central até então das empresas, era sempre focado em padronizar, ganhar escala, reduzindo os custos de produção e maximizando o lucro. Ilustra-se tal descrição a intrépida aventura da Ford no estado do Pará, com o intuito de produzir borracha a partir das seringueiras, descrito por Greg Grandin no livro intitulado “Fordlândia, ascensão e queda da cidade esquecida de Henry Ford na selva.”

Avançando no contexto histórico, em meio as grandes evoluções proporcionadas pelos sistemas de qualidade total, associados aos ganhos de produtividade dos novos modelos e processos. Ocorrem ao final da década de 80 o surgimento dos movimentos ambientalistas, e a primeira contestação ao modelo baseado em consumo das economias mundiais.

Várias são as correntes de pensamento que buscam entender como se passou do extremismo ambientalista, denominado de desenvolvimento zero, propagado principalmente por Meadows (1972), no estudo denominado de Limites do Crescimento, para o atual modelo de sustentabilidade, visto muito mais como um modelo gerencial, do que simplesmente uma ideologia.

Destaca-se principalmente o constructo de Elkington (1994) em que se aborda pela primeira vez, o tripé da sustentabilidade, também denominado em inglês por “Triple Bottom Line”, no qual entende-se que as empresas precisam compreender seus processos a partir da ótica tripartite entre meio ambiente, desenvolvimento econômico e sociedade.

A sustentabilidade está ganhando cada vez mais espaço nas agendas empresariais, seja através, dos relatórios baseados na metodologia do Global Report Initiative, ou pelos índices empresariais de sustentabilidade (ISE e Dow Jones) ou até mesmo por meio das estratégias de

marketing e relacionamento que buscam posicionar as marcas nos mais modernos conceitos de marketing 3.0.

Entretanto, em paralelo ao desenvolvimento da ciência da administração, e do desenvolvimento do movimento ambientalista, surge em decorrência da crise de ética e responsabilidade no mercado empresarial, o conceito da governança corporativa.

Sabe-se que os preceitos da governança corporativa são antigos e consolidados junto a ciência da administração, com o seu marco inicial a partir dos estudos de Berle e Means (1932) acerca da influência dos conflitos de estrutura e propriedade nas corporações norte americanas. Porém especial destaque foi concedido nos últimos anos, quando deixaram de ser uma hipótese teórica para solução dos conflitos de agência, para uma solução as crises corporativas recentes, como Enron, Worldcom, Xerox, Vivendi, Royal Ahold e Parmalat (Silveira, 2004).

No contexto nacional foi criado em 2001 o Novo Mercado e um outro segmento denominado de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, tal iniciativa partia do intuito da Bovespa de valorizar as empresas que adotavam boas práticas de governança, diferenciando-as das demais, buscando assim criar uma percepção de valor para os investidores. (Macedo, Melo e Filho, 2006)

Sendo assim, busca-se no presente trabalho avaliar a relação existente entre a governança corporativa e desempenho econômico, principalmente no que se refere a resiliência para interferências externas.

Estudo similar e inspirador de tal metodologia foi desenvolvido por Alberton e Costa Jr (2007), porém sabe-se que a certificação ISO 14.001 não pode ser compreendida como descritora única e completa de desempenho ambiental, visto que, está sujeita a diversas interpretações quanto a abrangência, escopo e qualificação.

Porém entende-se também que consiste em uma variável universal, e, portanto, com possibilidade de comparação intersetorial, fato de suma relevância para avaliação de relação entre os desempenhos ambiental e econômico.

No entanto, o presente trabalho utiliza-se como variável fundamental, ao invés da ISO 14.001, a adoção de práticas de governança corporativa, atestada pelos diferentes segmentos de listagem disponíveis na Bovespa.

O problema eleito nessa pesquisa tem o seguinte enunciado: *As firmas com elevado nível de governança corporativa – GC são significativamente menos suscetíveis no seu desempenho diante de crises e adversidades no ambiente externo?*

### **1.1. Objetivo geral**

Compreender a relação existente entre nível de Governança Corporativa – GC e o desempenho da firma, em uma série histórica de eventos externos, fatores em cenários adversos.

### **1.2. Objetivos específicos**

- a) Levantar os dados históricos de desempenho das firmas.
- b) Identificar se àquelas que possuem desempenho superior apresentam relação entre Governança Corporativa – GC e o desempenho da firma.
- c) Avaliar e discutir os efeitos da GC na recuperação das firmas em momentos de crise.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

O referencial teórico do trabalho foi elaborado com base nas etapas de construção dos conceitos e constructos do estudo em tela. Sendo assim, inicialmente foi feita uma discussão acerca da evolução do conceito de governança corporativa e discutida a sua intrínseca relação com a evolução dos instrumentos e ferramentas de regulamentação e limites ao mercado empresarial.

Em seguida é apresentada discussão acerca de desempenho das firmas, seus possíveis indicadores, conceitos e formas de descrição.

Por último discute-se no contexto da pesquisa o cerne da análise espacial do trabalho, abordando a crise econômica de 2008, seus desdobramentos e contextualizações. Busca-se com esse módulo do referencial teórico, compreender a abrangência e impacto da crise econômica sobre o ambiente macroeconômico e empresarial brasileiro.

### **2.1. Governança Corporativa**

A governança corporativa, marcada com maior relevância no mercado de capitais pela criação da Sarbanes-Oxley, transformou o cenário competitivo, trazendo maior transparência e responsabilidade para as organizações.

Entretanto a criação do conceito de governança corporativa é originada segundo Saito e Silveira (2008), a partir dos estudos da estrutura de propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão, com destaque para o trabalho de Berle e Means (1932), o qual segundo os autores é considerado como o marco inicial dos estudos de governança.

A discussão entre os benefícios e custos referentes à separação entre propriedade e controle, visto especialmente em grandes corporações, se mostra segundo Berle e Means (1932) e Saito e Silveira (2008) demasiadamente relevante no que se refere a potencialidade de que os gestores, munidos de maior poder em detrimento da pulverização da propriedade, pudessem passar a agir em defesa de seus interesses pessoais em face aos interesses corporativos.

Dessa forma, segundo Saito e Silveira (2008), os estudos de governança somente poderiam avançar a partir da criação de um formato de teoria da firma, no qual fosse possível explicar o encontro de equilíbrio entre a alocação de capital pelos acionistas e os objetivos conflitantes dos agentes individuais, ou seja, dos gestores.

Sendo assim, observa-se o desenvolvimento de diversos trabalhos relacionados a governança e ao funcionamento das corporações, durante o século XX, citado por Saito e Silveira (2008), como os trabalhos sobre direitos de propriedade, teoria dos contratos e custos de agência, desenvolvidos por Coase (1937, 1960), Preston (1975), Klein (1976), Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975).

Destaca-se ainda o trabalho conduzido por Jensen e Meckling (1976), considerado por Saito e Silveira (2008), como um divisor de águas no estudo da governança corporativa, uma vez que a partir deste foram desenvolvidos diversos estudos empíricos e modelagens teóricas.

Segundo Saito e Silveira (2008) é possível encontrar nos trabalhos conduzidos por Jensen e Meckling (1976) os princípios da conceituação moderna de governança corporativa, destacado como um “conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

Ainda segundo os autores, é a partir dos estudos de Jensen e Meckling (1976) que temas centrais e fundamentais para a governança corporativa são discutidos como a função-objetivo das corporações, a responsabilidade social das empresas e a personalização da empresa.

Posteriormente os estudos referentes a governança corporativa evoluíram à medida que cresciam também a disponibilidade de informações e agilidade do mercado de capitais.

Segundo Peixoto (2012) o mercado de capitais assume diversas funções econômicas, como a fonte de financiamento para projetos de empresas, mobilização de poupanças para investimento, dentre outros. Porém ressalta-se que o desenvolvimento de tal mercado é intrinsecamente associado as boas práticas de governança corporativa.

Ainda segundo Peixoto (2012) isso decorre das consequências benéficas associadas a adoção de boas práticas de governança, como o aumento de liquidez, volume de negociações e valorização das ações, o que reduz a exposição das organizações a fatores macroeconômicos.

A governança corporativa assume diversos conceitos e ordenamentos, constantemente evoluindo segundo as novas regras, métricas e boas práticas do mercado. O conceito adotado por Peixoto (2012) é aquele descrito por Shleifer e Vishny (1997), que resumidamente a define como um instrumento pelo qual os investidores conseguem assegurar o retorno do seu investimento.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o IBGC (2016), a governança corporativa é definida como:



“Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum”

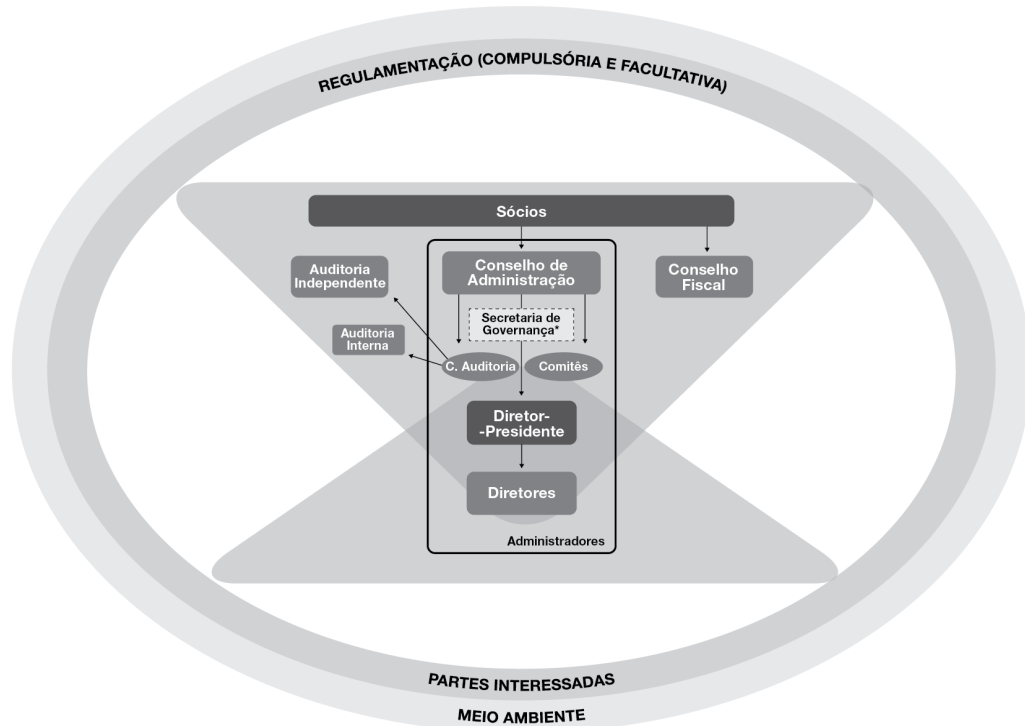
Ainda segundo o IBGC (2016) a governança corporativa é regida por quatro princípios básicos, conforme visualizado no quadro a seguir.

QUADRO 1 - Princípios de Governança Corporativa

Princípios básicos da Governança Corporativa	
Transparência	Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização.
Equidade	Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas
Prestação de Contas (accountability)	Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
Responsabilidade Corporativa	Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

Fonte: IBGC (2016)

O sistema de governança corporativa é definido pelo IBGC (2016), resumidamente a partir da confluência e inter-relação entre vários eixos temáticos, conforme a figura a seguir.



**FIGURA 1 - Sistema de Governança Corporativa**  
**Fonte: IBGC (2016)**

A partir da figura é possível perceber a inter-relação entre as partes interessadas, bem como, a função e hierarquia de cada um, discriminando assim o papel ideal de cada um dentro da estrutura.

O surgimento das práticas de governança corporativa pode ser entendida como uma evolução, ou talvez, uma resposta para a ciclicidade do sistema capitalista. Para Bresser-Pereira (2009) o sistema capitalista do século 19 era um sistema intrinsecamente instável, devido principalmente a ausência de regulamentação do sistema financeiro.

Ainda segundo Bresser-Pereira (2009), a forma dominante do capitalismo denominado de capitalismo social, no período situado entre 1945 – 1975, por ser mais regulamentado, apresentava maior estabilidade e dinamicidade. Entretanto, segundo o autor a ascensão das teorias neoliberais trouxeram maior desregulamentação e por consequência o retorno da instabilidade.

O viés normativo e regulatório de Bresser-Pereira (2009) ilustra o fator principal de criação e consolidação dos instrumentos de governança corporativa, ancorado nos impactos gerados pelas crises econômicas, e principalmente pelos conflitos de agência.

O conflito de agência está no cerne da governança corporativa, sendo o primeiro a consequência do surgimento do segundo. Os estudos de governança corporativa ao longo dos anos buscaram única e exclusivamente compreender e minimizar os efeitos decorrentes deste paradigma.

Segundo Jensen e Meckling (1976) o relacionamento de agência pode ser entendido como um contrato onde uma ou mais pessoas, denominadas então de Principal, engajam outra pessoa, chamada de Agente, para desempenhar alguma atividade em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente.

Dessa forma, é possível perceber que a relação existente entre acionistas e gestores conceitua-se o clássico conflito de agência, visto que, os acionistas delegam aos gestores o controle da empresa, objetivando assim melhores resultados para os seus investimentos.

No Brasil o desenvolvimento da governança corporativa perpassa pelos diferentes níveis de exigência, criados pela Bovespa, com o intuito de incentivar a adoção pelas organizações, diferenciando-as de acordo com os seus níveis de adoção. A seguir é apresentado os segmentos da Bovespa.

## QUADRO 2 – Segmentos de Governança da Bovespa

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	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 legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem	25% de free float até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Não há regra	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Não há regra	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)	Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra	Não há regra	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	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	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	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: IBGC (2016)

Os segmentos da Bovespa foram organizados em uma pirâmide de equivalência, para que seja visualizado com mais clareza a ordenação quanto ao grau de governança corporativa dos segmentos.

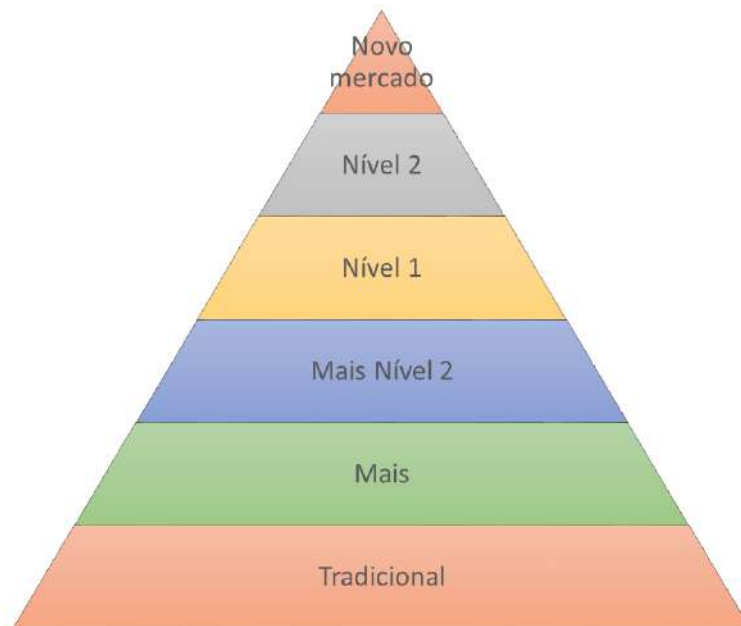


FIGURA 2 - Pirâmide de segmentos da Bovespa Fonte: Bovespa adaptado

De acordo com Maltragrano, Bernardes e Gonçalves (2015), o mercado de capitais brasileiro, possui 3 níveis diferenciados de governança corporativa, no qual as empresas participantes, além de cumprir a lei das sociedades anônimas precisam celebrar um contrato junto a BM&F Bovespa, se comprometendo a cumprir uma série de exigências, bem como, admitindo a possibilidade de punições em casos de não atendimento.

Atualmente o Novo Mercado, considerado o segmento com o maior nível de GC, conta com 128 empresas participantes, conforme verificado em Bovespa (2016), as quais devem buscar um elevado nível de respeito aos investidores e um tratamento equilibrado entre majoritários e minoritários.

Segundo Maltragrano, Bernardes e Gonçalves (2015) a governança corporativa no Brasil ainda está em um estágio de aperfeiçoamento e desenvolvimento, muito em decorrência do mercado de capitais nacional, que ainda se mostra pouco expressivo. Além disso, destaca-se a estrutura de capital das empresas, ainda com elevada concentração acionária, pelo conflito de agência entre majoritários e minoritários e devido à fraca proteção legal para os acionistas e investidores minoritários.

Para Andrade e Rosseti (2012) citado por Maltragrano, Bernardes e Gonçalves (2015), é possível perceber a evolução das práticas de governança no país, em decorrência das fusões, entrada de investimentos estrangeiros, reestruturações societárias e a crescente profissionalização dos conselhos de administração.

## **2.2. Relação entre Desempenho e Governança Corporativa**

O desempenho econômico das organizações pode ser avaliado de diversas maneiras e por diferentes abordagens. Segundo Alberton (2003), a avaliação de desempenho é sempre descrita através de dois tipos de medidas, aquelas definidas como econômico-financeiro e as de retorno de mercado de ações. Ou seja, as métricas de desempenho podem estar associadas a um indicador contábil financeiro da organização, como, por exemplo, Preço/Lucro (P/L), Preço/Valor Patrimonial (P/VPA), Retorno sobre as Vendas (ROS), EBTIDA, Receita, Lucro Líquido, e outros. Mas também podem estar relacionadas ao desempenho da organização no mercado financeiro, através do preço das ações, liquidez, retorno sobre o ativo, dentre outros.

Ressalta-se que a utilização de um não é excludente do outro, podendo ser feita uma avaliação contemplando diversos indicadores das duas formas.

Segundo Fenn e Konar (1997), citado por Alberton (2003), os indicadores de mercado se mostram como uma medida mais adequada para a avaliação do desempenho das

organizações, visto que, representam de fato os ganhos aferidos pelos acionistas, seja através dos dividendos, seja pela avaliação do preço das ações. Além disso, tais formulações se mostram mais facilmente comparáveis, por não estarem sujeitos às manipulações contábeis de itens como impostos e depreciações.

Em contraponto Griffin e Mahon (1997) também citado por Alberton (2003), avaliam que as medidas relacionadas a mercado, não expressam o desempenho intrínseco das organizações, podendo estar associados a diversos outros fatores, principalmente externos a organização e sua atuação, não podendo, portanto, ser considerado como uma mensuração de desempenho.

Segundo Maranhão, Fonseca e Frega (2016) os estudos acadêmicos referentes ao tema desempenho, apresentam grande tendência de foco para a visão dos acionistas, devido principalmente a dificuldade operacional de se avaliar outras dimensões. Ainda segundo os mesmos autores, afirma-se que:

*“É possível afirmar que uma melhora na qualidade da GC facilita o acesso às fontes de financiamento e pode reduzir os custos de obtenção de capital. Espera-se, portanto, um reflexo no desempenho das empresas. Em períodos de recessão, quando as fontes de financiamento se retraem, a qualidade da GC pode ser um fator importante para a reabertura dos canais de financiamento, facilitando o acesso às origens de recursos”*

Segundo Leal (2004), citado por Maranhão, Fonseca e Frega (2016) a qualidade das práticas de governança parece possuir uma relação com o valor da firma, com maior destaque para os países em que normatização acerca da proteção dos investidores ainda é pouco desenvolvida. Estima-se, portanto que como resultado de tal insegurança jurídica, as práticas de GC ganhem maior peso na análise de decisão de investimento, aumentando em consequência o diferencial competitivo da GC para as firmas.

Ainda segundo Maranhão, Fonseca e Frega (2016) a relação entre qualidade da GC e desempenho apresenta variações quanto aos tipos de variáveis, exógenas e endógenas, quanto a relação de causalidade e a sua abordagem econométrica.

Para Silveira (2004) e Bohren e Odegaard (2004), citados em Maranhão, Fonseca e Frega (2016), a maior dos estudos assumem a GC como uma variável exógena, de forma que o sentido de causalidade é único, partindo da GC para o desempenho. Ainda segundo os mesmos autores, quando se adota a GC como variável endógena, o nexos de causalidade entre GC e desempenho deixa de ser estatisticamente relevante.

A relação entre governança corporativa e a crise econômica de 2008 foi também o objeto de estudo de uma série de trabalhos, como os de Hausman e Bechtold-Orth (2010) que concluem que as falhas na remuneração foram fatores contribuintes para a crise, visto que, no modelo em voga incentivava-se a assunção de riscos de curto prazo, com pacotes expressivos de bonificação, ao invés da avaliação mais segura de longo prazo. Maranhão, Fonseca e Frega (2016) apresentam ainda os estudos conduzidos por Ringe (2013) que estudou a relação da independência do conselho e o próprio conceito de GC, em vista das experiências catastróficas da crise de 2008.

Os mesmos autores ainda detalham os estudos conduzidos por Stiglbauer, Fisher e Velte (2012) e Ezzine e Olivero (2013), sendo que os primeiros concluem que a crise financeira de 2008 promoveu a contestação da real efetividade e confiança das práticas de governança corporativa. Enquanto que os últimos destacam que mecanismos de GC eficazes melhoraram a capacidade das empresas de se recuperar da crise.

Uma outra abordagem acerca de desempenho, diz respeito a criação de valor agregado, ou até mesmo como a criação de riqueza. Para Silva, Reis e Lamounier (2012) o objetivo dos acionistas não pode ser restrito a maximização do lucro, e sim a criação de riqueza, como o objeto então determinante da definição do preço das ações.

Dessa forma o preço das ações é visto como um reflexo, não somente da busca incessante pelo lucro, mas também por fatores de origem fundamentalista que embasam toda a gestão da firma. Segundo Gitman (2004), a maximização dos lucros é considerada falha, por ignorar fatores como ocorrência dos retornos, fluxo de caixa e o risco das operações.

O valor econômico agregado, ou também denominado pela sua forma em inglês Economic Value Added (EVA), é uma outra forma de mensurar e analisar o desempenho das corporações, criado a partir da necessidade do mercado nacional, em buscar novos indicadores de avaliação, diferente do ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) e do ROI (Retorno sobre o investimento) muito vinculados as métricas contábeis (Silva, Reis e Lamounier, 2012).

Segundo Silva, Reis e Lamounier (2012), o EVA pode ser calculado a partir de 3 formulações distintas, conforme figura seguir.

$$EVA = \text{Resultado Operacional Líquido} - (WACC \times CI)$$

$$EVA = (ROI - WACC) \times CI$$

$$EVA = LL - (Ke \times PL)$$

Onde:

*EVA® = Economic Value Added ou Valor Econômico Agregado;*

*WACC = Weighted Average Cost of Capital ou Custo Médio Ponderado de Capital;*

*CI = Capital Investido;*

*ROI = Return on Investment ou Retorno sobre o Capital;*

*LL = Lucro Líquido;*

*Ke = Custo de Oportunidade do Capital Próprio;*

*PL = Patrimônio Líquido.*

**FIGURA 3 - Fórmula de Cálculo de EVA**

Fonte: Silva, Reis e Lamounier (2012)

Destaca-se portanto, que o EVA pode ser considerado como um indicador de geração de riqueza, ou seja, diretamente relacionado ao capital investido, custo de oportunidade ou patrimônio líquido. Ressalta-se ainda que o EVA possui em sua composição uma análise mais ampla da corporação, e não somente os resultados instantâneos lastreados em indicadores fundamentalmente contábeis.

Outro indicador importante de mensuração de desempenho nas corporações é o EBTIDA (Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization), também conhecido por sua denominação em português, LAJIDA (Lucro antes dos juros, impostos sobre lucros, depreciações e amortizações). Segundo Neve e Batista (2005) o Ebtida pode ser entendido como um valor indicativo da situação da empresa, possibilitando a avaliação do desempenho e da rota de administração da corporação. Para Vasconcelos (2002), o Ebtida é um importante índice de desempenho financeiro, uma vez que, avalia a geração de recursos decorrentes da operação, excluindo-se então as despesas denominadas de escriturárias.

Segundo Neve e Batista (2005) o Ebitda apresenta como uma de suas limitações o fato de desconsiderar as despesas financeiras de sua composição, o que pode gerar distorções na avaliação, especialmente em empresas com elevado grau de endividamento. Ainda segundo o autor, é importante destacar que parte das receitas contabilizadas no Ebitda pode ainda não ter sido recebida, como parte das despesas também pode não ter sido incorrida, reduzindo assim a confiança do indicador, especialmente para pequenas empresas.



No entanto, segundo Vasconcelos (2002) é importante destacar que o Ebitda é importante para a avaliação entre as corporações, por evidenciar a viabilidade dos negócios, servindo como um importante índice eficiência e produtividade.

Para Neve e Batista (2005) a desvinculação das despesas financeiras do Ebtida pode ser encarada com um viés positivo, visto que, permite a avaliação do rendimento operacional, evitando a contaminação da avaliação por fatores externos adversos como flutuação do câmbio, taxas de juros e etc. Segundo Santana e Lima (2004) o Ebtida também permite a avaliação de forma global de desempenho, independente de setores e regiões, fato ressaltado por Vasconcelos (2002), que detalha que por não apresentar em seu cálculo os impostos e depreciação, o Ebtida permite a comparação entre empresas com regimes de tributação diferenciados.

A partir do trabalho realizado por Neve e Batista (2005) foi possível elaborar uma tabela contemplando os principais estudos publicados sobre o Ebtida, até então.

QUADRO 3 – Estudos publicados sobre Ebtida

Autor	Descrição por Neve e Batista (2005)
Icó e Braga (2001)	No artigo EBITDA: Lucro Ajustado Para Fins de Avaliação de Desempenho Operacional, analisaram a utilidade desse indicador econômico ainda pouco conhecido, até o momento estudado. Para tanto, simularam um conjunto de fatos possíveis de ter ocorrido no início de 1997, com a implementação da política de câmbio flutuante. Desta forma, chegaram à conclusão de que as empresas, principalmente, àquelas com dívidas em dólar, no fim do ano, minimizariam o lucro líquido como indicador operacional e dariam maior importância ao EBITDA por ser capaz de refletir melhor a geração de caixa operacional da companhia
Vasconcelos (2002)	Estudou o EBITDA Como Instrumento de Avaliação de Empresas, com o objetivo de trazer à discussão alguns aspectos de um indicador contábil, ainda pouco trabalhado na literatura especializada nacional, o EBITDA. Usando de exaustivo estudo bibliográfico, a autora obteve o resultado esperado ao final do trabalho: apresentou claramente o novo índice, demonstrando sua composição e limites.

Autor	Descrição por Neve e Batista (2005)
Santana e Lima (2004)	Escreveram o artigo EBITDA: Uma Análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas, no Mercado de Capitais Brasileiro, com o intuito de verificar qual o impacto do indicador EBITDA, nos Retornos Totais aos Acionistas (RTA), no período compreendido entre 1994 e 1999, nas empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, limitando-se às empresas pertencentes ao Ranking GVA-50 (Valor Gerado ao Acionista), classificadas em 2002, pela Fundação Getúlio Vargas. Para a execução da pesquisa foram utilizadas ferramentas estatísticas, chegando à conclusão de que o indicador EBITDA tem uma relação com os RTA's, porém o seu grau de correlação não é tão significativo para afirmar que os retornos totais aos acionistas variam de forma proporcional à variação desses.
Borini, et al. (2004)	Escreveram o artigo Estratégia e Desempenho Financeiro das Subsidiárias de Corporações Multinacionais no Brasil, com o objetivo de analisar as subsidiárias, com relevância estratégica (SRE), que apresentam desempenho financeiro superior às subsidiárias e que não são estrategicamente relevantes. Para tanto foi desenvolvida uma pesquisa de caráter exploratório, em uma amostra de 63 das maiores subsidiárias de corporações de capital estrangeiro no Brasil. Chegando à conclusão de que a diferença das SRE em relação às demais subsidiárias é explicada, principalmente, pelas seguintes variáveis: criação de valor, competitividade global e reconhecimento da matriz. Em relação às variáveis financeiras, os testes mostram que nas SRE, tanto a razão EBITDA/Ativo total quanto à razão EBITDA/Receita Líquida são, significativamente, superiores em relação às demais subsidiárias.

Fonte: Neve e Batista (2005)

O levantamento realizado por Neve e Batista (2005) ainda que desatualizado para os dias atuais, ainda é considerado como um relevante resgate histórico acerca das investigações acerca da utilização do Ebtida, especialmente no período em que começou a ser utilizado pelas empresas brasileiras.

O presente estudo tem como objetivo a realização de uma análise comparativa entre desempenho e governança corporativa, sendo assim o tipo de desempenho a ser avaliado consiste na capacidade operacional e eficiência das empresas. Dessa forma optou-se por utilizar como descritor de desempenho o indicador Ebitda.

### **3. CONTEXTO DA PESQUISA**

#### **3.1. Crise Econômica de 2008**

A crise econômica de 2008 será discutida como um tópico a parte nesse referencial teórico, visto que, sua magnitude e interferência no Brasil compõe uma temática polêmica, em que de um lado se afirma que não houve qualquer resvalo na economia e nas corporações brasileiras. De outro lado afirma-se que a crise de fato ocorreu e resultou em uma baixa significativa nos resultados das corporações nacionais. Diante disso, será discutido a seguir os motivos causadores da crise econômica e uma breve análise sobre seu impacto na economia nacional.

Segundo Bresser-Pereira (2009) as crises econômicas são um subproduto derivado do sistema capitalista, envolvido diretamente no fascínio especulativo do mercado e nos objetivos de retorno de curto prazo. Para Bresser-Pereira (2009) as crises econômicas e sua ciclicidade estão diretamente associadas à regulamentação do mercado financeiro, alternando, portanto, a ocorrência dos ciclos econômicos de acordo com os ciclos de regulamentação.

A crise ocorrida em 2008 foi alvo de uma série de estudos e documentários, que ilustraram por diversas abordagens e pontos de vista as suas causas e consequências. O principal motivo destacado em todos é a ausência de rigor na concessão de crédito, resultando nos chamados títulos podres, que continuaram a ser comercializados e segurados entre as instituições financeiras.

Tal fato pode ser explicado a partir de duas correntes de avaliação, a primeira na qual os agentes econômicos julgam que a espiral de crescimento econômico continuara e, portanto, abrem maior concessão e reduzem o rigor e a disciplina financeira de seus controles. Essa abordagem tenciona mostrar o agente econômico de forma ingênua, que assim age não pelo pensamento individualista, mas sim por desconhecimento ou falta de capacidade de previsibilidade.

Em outra frente existe a corrente de pensamento, na qual os agentes econômicos abrandam os seus rigores com o intuito de obter o máximo possível retorno econômico. Nessa avaliação consta inclusive o clássico conflito de agência, quando os gestores das instituições

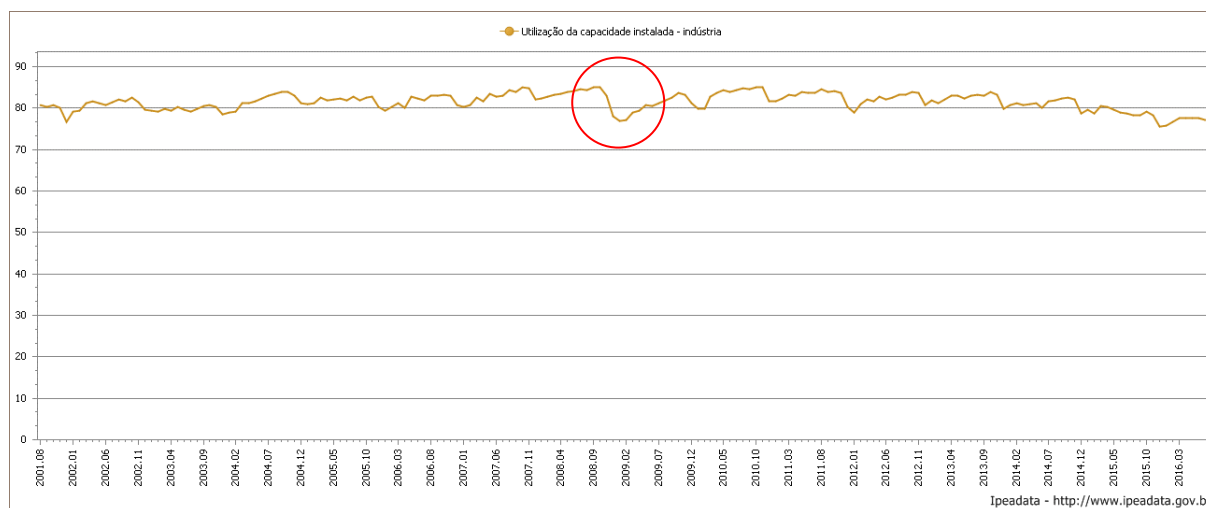
bancárias ignoram os sinais da desaceleração do mercado, com vistas a manutenção dos seus bônus de resultados.

Ainda assim, a crise econômica de 2008 é apontada no mercado americano como o maior percalço econômico desde a grande quebra da bolsa de 1929, e por isso, diversas teorias, teses e constructos foram elaborados e estudados em profundidade. No Brasil a crise econômica de 2008 ganhou notoriedade principalmente com as declarações emitidas por políticos, de diversas frentes partidárias, quanto a sua magnitude e impacto na econômica nacional.

É sabido que uma crise econômica com seu epicentro localizado em outro país possui maior potencialidade de interferência e exposição para empresas multinacionais, com atuações em diversos mercados consumidores. Entretanto, a avaliação da existência da crise econômica de 2008 e sua magnitude será realizada a partir dos dados macroeconômicos disponibilizados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), instituição federal de pesquisa e avaliação de indicadores econômicos.

A seguir uma breve passagem acerca de indicadores financeiros conjunturais da economia, com fins de avaliação quanto ao impacto da crise econômica de 2008.

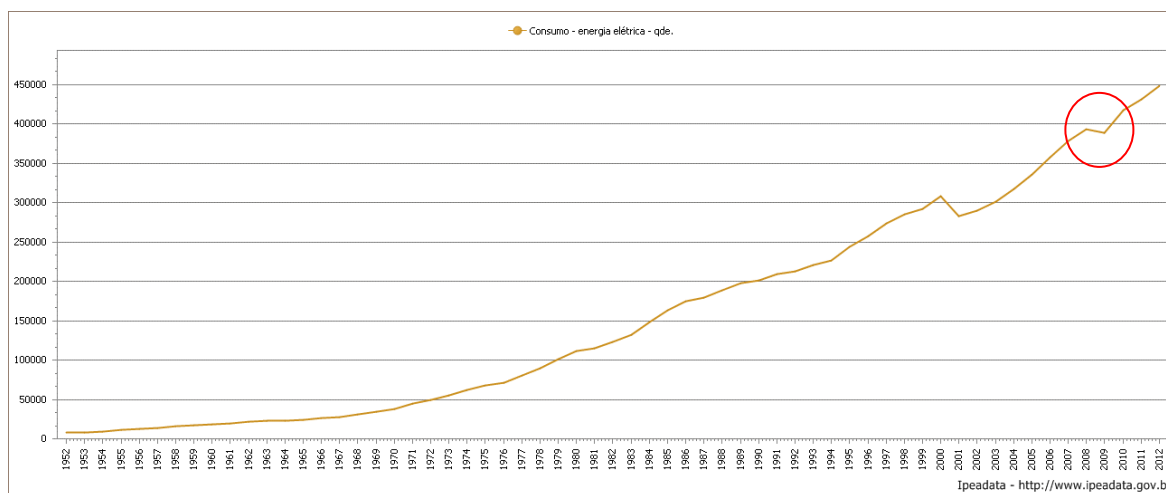
### *Capacidade instalada da indústria*



**GRÁFICO 1 - Capacidade instalada da indústria - Fonte: CNI / IPEADATA**

A capacidade instalada da indústria apresentou conforme destacado na imagem a maior retração no período de 2008, já analisada em toda a série histórica, indicando, portanto, a potencialidade de desaceleração da indústria nacional, face aos eventos externos.

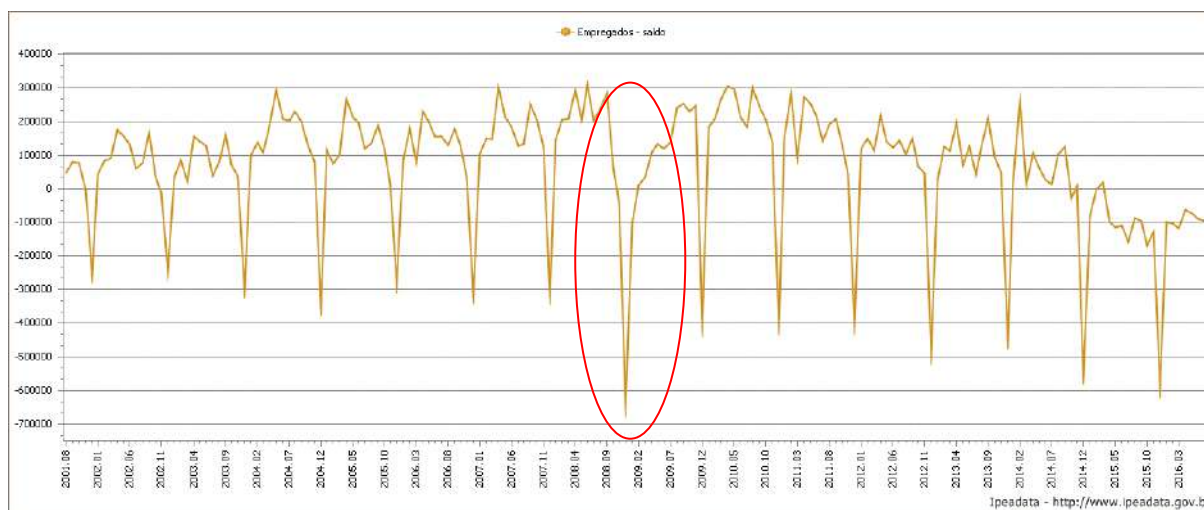
### Consumo de energia elétrica



**GRÁFICO 2 - Consumo de energia elétrica - Fonte: Eletrobrás / IPEADATA**

O consumo de energia elétrica no período analisado também apresentou redução durante a série histórica analisada. Entretanto ressalta-se que apesar de ocorrer retração, sua inclinação foi menor do que o observado no ano 2000, ano conhecido no Brasil como Apagão.

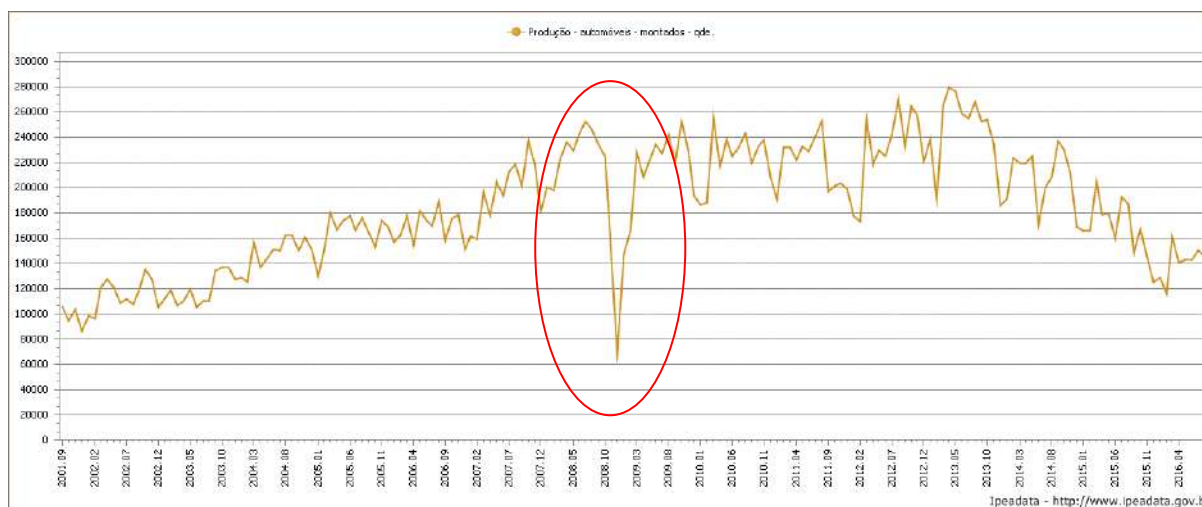
### Emprego – Saldo entre admissões e demissões



**GRÁFICO 3 - Saldo de empregos - Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego (MTE/CAGED) / IPEADATA**

O saldo de emprego é o resultado entre o número de admissões e demissões segundo o regime da CLT, ou seja, desconsidera-se no presente indicador o mercado da informalidade. A partir do gráfico é possível perceber que ano de 2008 apresentou a pior relação em toda a série histórica analisada.

### Produção de automóveis montados



**GRÁFICO 4 - Produção de automóveis montados - Fonte: Anfavea / IPEADATA**

A indústria automobilística é um importante descritor do comportamento industrial econômico, face a sua complexidade, abrangência e integração junto a economia. A partir dos dados é possível perceber que o ano de 2008 apresentou a maior retração na produção de automóveis em toda a série histórica.

Destaca-se também que a influência do cenário internacional nesse setor da economia é extremamente elevada, conforme se reflete nos dados supracitados.

### Expedição de caixas, acessórios e chapas de papelão ondulado

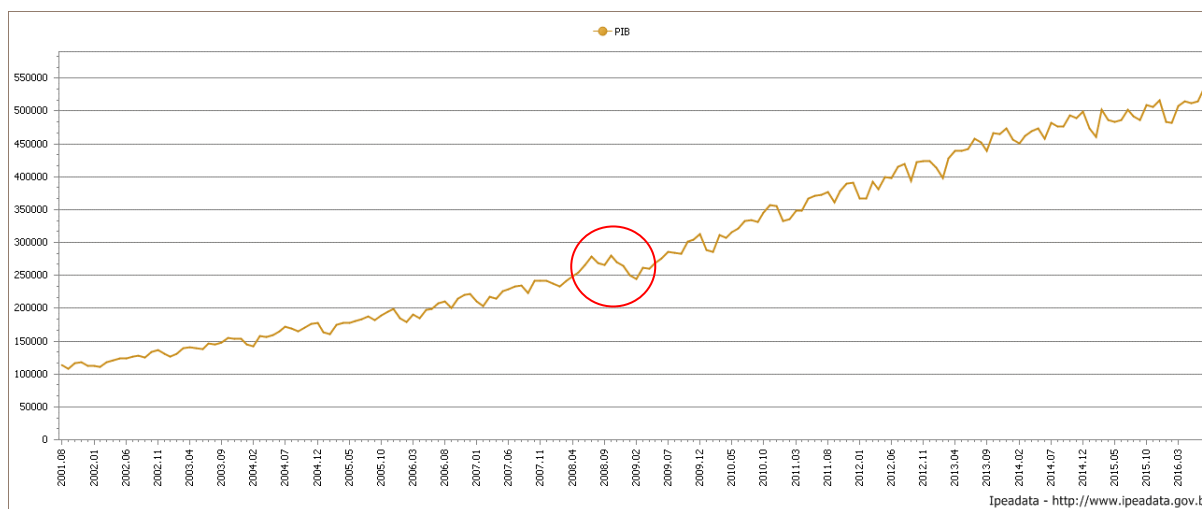


**GRÁFICO 5 - Expedição de caixas, acessórios e chapas de papelão ondulado - Fonte: ABPO / IPEADATA**

A expedição de caixas e acessórios de chapas de papelão, também é considerado como um indicador da atividade econômica, visto que, a abrangência de tal produto pelo mercado consumidor, perpassa as mais diversas atividades comerciais e industriais.

A partir dos dados é possível perceber a retração significativa do ano de 2008, menor apenas do que o ano de 2006 na série histórica observada.

### *Produto Interno Bruto – PIB*



**GRÁFICO 6 - PIB - Fonte: Bacen / IPEADATA**

O produto interno bruto considerado como a soma de todos os bens e serviços produzidos na agropecuária, indústria e serviços. É um importante indicador de atividade econômica, visto que sua abrangência multissetorial representa o desempenho geral da economia do país.

A partir do gráfico de evolução do PIB percebe-se que a retração observada no ano de 2008 apresentou a maior magnitude em toda a série histórica observada.

### **3.2. Considerações acerca da Crise Econômica de 2008**

A avaliação dos indicadores econômicos teve como intuito discutir o real impacto da crise econômica de 2008 na econômica brasileira, visto que, o pano de fundo do presente estudo é justamente o comportamento das empresas nesse intervalo temporal.

A realização de tal avaliação é parte do referencial teórico do presente trabalho, visto que, utiliza-se de dados e informações já conhecidos e apresentados, como forma de subsidiar e discutir o tema em questão a fim de conferir fundamentação teórica ao trabalho em tela. Em acordo, portanto com os pressupostos citados por Marconi (2003) e Marion, Dias e Traldi (2002), quanto à discussão acerca do objetivo do referencial teórico.

Dessa forma é possível compreender que os efeitos resultantes da crise financeira de 2008 desencadeada nos Estados Unidos, foram percebidos e relevantes no contexto

econômico brasileiro. A discussão quanto a magnitude de tais interferências frente a ciclos de retração pretéritos é relevante e apresenta como uma possibilidade posterior de estudo e pesquisa.

#### 4. METODOLOGIA

Segundo Ventura (2007) o fundamento inicial de qualquer tipo de pesquisa, reside na definição do objeto de estudo, etapa na qual é feito também a delimitação do universo a ser estudado para a investigação que ocorrerá em seguida.

No que se refere ao método de pesquisa, Ventura (2007) ilustra e esclarece da seguinte maneira.

*“Observando-se os casos extremos, numa ponta identificam-se os estudos agregados, quando a intenção é examinar o próprio universo, e na outra, os estudos de caso, quando se estuda uma unidade ou parte desse todo” (VENTURA 2007).*

O presente trabalho foi baseado em uma análise quantitativa descritiva, com o intuito de avaliar a relação existente entre governança corporativa e o desempenho das organizações. Ou seja, foi realizado um estudo comparativo entre as empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa e as demais, quanto à capacidade de manutenção de desempenho frente a eventos externos adversos.

Avaliou-se no presente estudo o desempenho das organizações nos anos de 2000 a 2014, compreendendo assim todo o espectro da crise econômica de 2008.

Com vistas a mensurar o desempenho das organizações, foi utilizada como variável principal o indicador EBTIDA.

Segundo Falconi (2009) o EBTIDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), é considerado um importante indicador da capacidade operacional da empresa de gerar caixa, ou seja, uma fórmula relevante para mensuração da eficiência e desempenho das máquinas e dos recursos humanos.

A partir dos indicadores apresentados, foi realizada uma avaliação temporal entre os anos denominados de pré-crise e pós-crise. Tal avaliação compreende duas análises, a primeira denominada de Queda, compreendida como a intensidade com que a crise atingiu os resultados da empresa. A segunda análise, denominada Recuperação, avalia a capacidade de retomada da empresa após o ano de 2008, caracterizado como o ápice da crise econômica.



Considera-se a metodologia proposta por Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010), na qual se obtém os melhores resultados em análises que envolvem crises, considerando um intervalo de 3 anos antes e depois do período central do evento.

Dessa forma considera-se como pré-crise o espaço temporal entre 2005 e 2008 e pós crise 2008 a 2011.

Conforme supracitado tais análises tem o intuito de verificar qual o impacto da crise econômica de 2008 para as empresas listadas em bolsa. Busca-se compreender a relação entre a magnitude do impacto com o nível de governança corporativa.

#### **4.1. Métodos estatísticos**

Para verificar e explorar o comportamento de cada empresa ao longo do período de 2000 a 2014 foi realizado um gráfico de perfil e um do perfil alisado via Lowess (Cleveland, 1979). O método Lowess para alisamento é um método não paramétrico que utiliza regressão polinomial localmente ponderada para traçar o perfil médio em diagramas de dispersão. A descrição dos dados também foi realizada através de medidas de tendência central, dispersão e posição. Para uma melhor visualização do comportamento de cada empresa ao longo do tempo e do comportamento médio, o ebtida foi padronizado pela média e desvio padrão em cada empresa, permitindo assim que todas as empresas ficassem na mesma unidade.

Com o objetivo de explorar mais o comportamento de cada empresa próximo ao período da crise, foram realizadas comparações em cada empresa entre os períodos 2007-2006, 2008-2007, 2009-2008 e 2010-2009, sendo que essas diferenças foram comparadas posteriormente entre os grupos novo mercado e outras listagens, através do teste Mann-Whitney (Hollander e Wolfe, 1999).

A fim de agrupar as empresas que foram similares quanto as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos (2007-2006, 2008-2007, 2009-2008 e 2010-2009) foi utilizada uma Análise Hierárquica de Agrupamento (Hair et al., 2009), utilizando o Método de Ward (Ward, 1963) a partir da distância Euclidiana. A Análise de Agrupamento é uma técnica multivariada que tem como objetivo dividir os elementos de uma amostra em grupos de tal forma que os elementos de um mesmo grupo sejam semelhantes entre si e os elementos de grupos distintos sejam heterogêneos. As técnicas hierárquicas partem do pressuposto de que no início do processo de agrupamento cada elemento forma um grupo isolado e, ao longo do algoritmo, os elementos vão sendo agrupados até que todos formem um único grupo. O método de agrupamento hierárquico utilizado foi o método de Ward, que é caracterizado por

gerar grupos que possuem alta homogeneidade interna, por ser fundamentado na “mínima variância”. A medida de similaridade utilizada no agrupamento foi euclidiana, por ser a mais adequada e utilizada em dados numéricos.

Para modelar a ebtida ao longo tempo foi necessário utilizar métodos de modelagem estatística mais sofisticados, uma vez que quando se acompanha uma mesma unidade amostral (empresa) ao longo do tempo, viola-se a suposição básica de independências das observações (Wooldridge, 2002).

Os Modelos Marginais também conhecidos como método GEE (Generalized Equations Estimating) (Liang e Zeger 1986) são um caminho para contabilizar a correlação existente em uma mesma empresa e entre as medidas repetidas. As Regressões Marginais por sua facilidade na interpretação e ausência de suposições distribucionais têm sido preferidas como extensão dos Modelos Lineares Generalizados para dados longitudinais (Fitzmaurice, Laird e Ware 2011).

Os Modelos Marginais, como o próprio nome sugere, fornecem interpretações marginais, ou seja, sobre a média dos indivíduos ao longo do tempo, diferentemente da outra abordagem também muito utilizada para modelagem de dados longitudinais, LMM (Modelos Lineares Mistos) (Pinheiro e Bates, 2000), que fornecem interpretações ao nível do sujeito. Nesse trabalho foram utilizadas as duas abordagens, sendo que os modelos marginais tiveram como objetivo principal permitir a comparação ao longo do tempo entre as empresas do novo mercado com as empresas das outras listagens, enquanto que os modelos de efeito misto objetivaram o acesso as características de cada empresa ao longo do tempo.

Em uma análise longitudinal deve-se de forma cuidadosa modelar a média da resposta ao longo do tempo. Dessa forma, a partir das visualizações gráficas usando as regressões não paramétricas via método LOWESS, o período de 15 anos foi dividido em alguns segmentos de reta. Para isso foi utilizado a abordagem Splines, com um nó nos tempos 2002, 2007, 2008 e 2009 para modelar a estrutura da média ao longo do tempo, tanto do modelo marginal quanto do modelo de efeito misto. A ideia básica dos splines é dividir o eixo do tempo em segmentos e modelar a média da resposta dentro de cada segmento. Esses segmentos são denominados splines e a localização em que as linhas se encontram são chamados de nó (knot) (Fitzmaurice, Laird e Ware 2011).

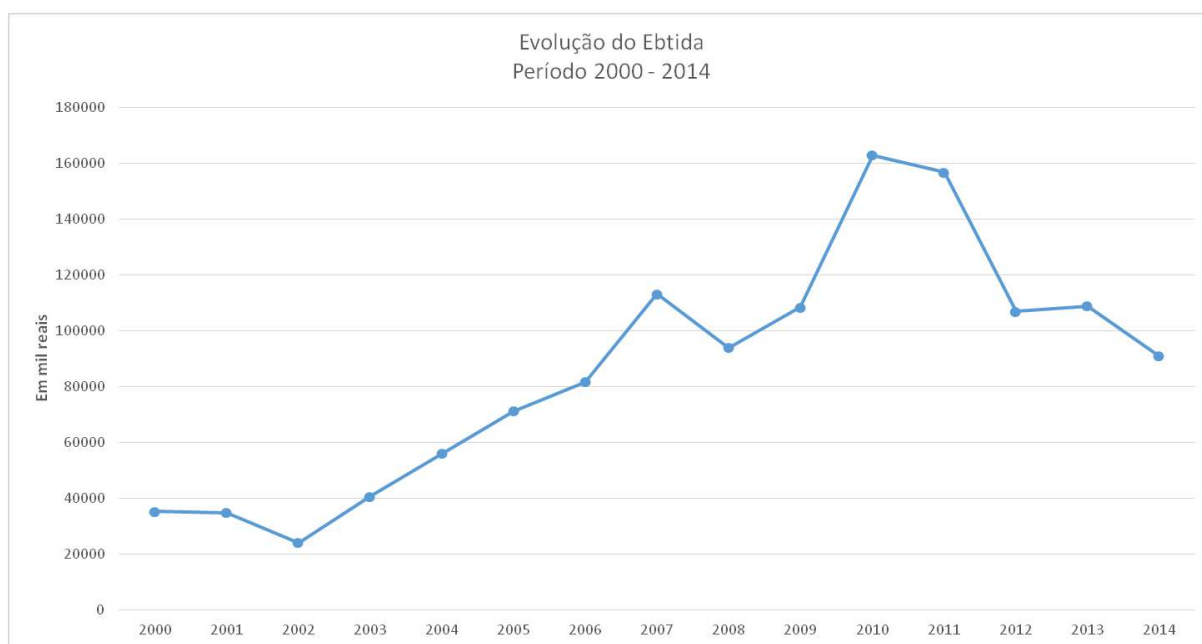
O software utilizado nas análises foi o R (versão 3.2.4).

## 5. RESULTADOS

Os dados da pesquisa foram obtidos através da plataforma de pesquisas econômic, na qual foi possível a coleta de informações acerca do indicador Ebtida das empresas listadas na Bovespa no período de 2000 a 2014.

Os resultados foram obtidos a partir de uma série de análises, buscando-se assim identificar a relação existente entre o desempenho e governança corporativa. Inicialmente a listagem apresentava 364 empresas, segundo os dados da Economática para o período final de atualização de 2014.

A seguir é apresentada a evolução do Ebtida durante o período observado, no qual se atesta a interferência significativa da crise global de 2008, bem como, das crises decorrentes das eleições de 2010 e 2014, períodos marcadamente obstruídos pelo fator político, com abrangência predominantemente nacional.



**GRÁFICO 7 - Evolução do Ebtida entre 2000 e 2014**

**Fonte: Economática Adaptado**

A partir da figura acima é possível perceber que o comportamento médio das empresas listadas em bolsa, apresentaram três inflexões, as quais estima-se ocorreram devido as eleições de 2002, na qual a vitória do candidato Luiz Inácio Lula da Silva, gerou receio junto ao mercado financeiro, devido a mudança na configuração política do país. Em seguida a crise

dos *subprimes* de 2008, com a sua abrangência globalizada, provocou retração significativa nos resultados.

Ao final, o último obstáculo é decorrente da retração econômica observada em contexto mundial, principalmente na Europa com o alto endividamento dos países e a sua consequente redução de consumo e importação. Além disso, estima-se que a redução de crescimento da China, a qual se noticiou amplamente como uma possível “aterrissagem forçada” interferiu nos humores do mercado financeiro.

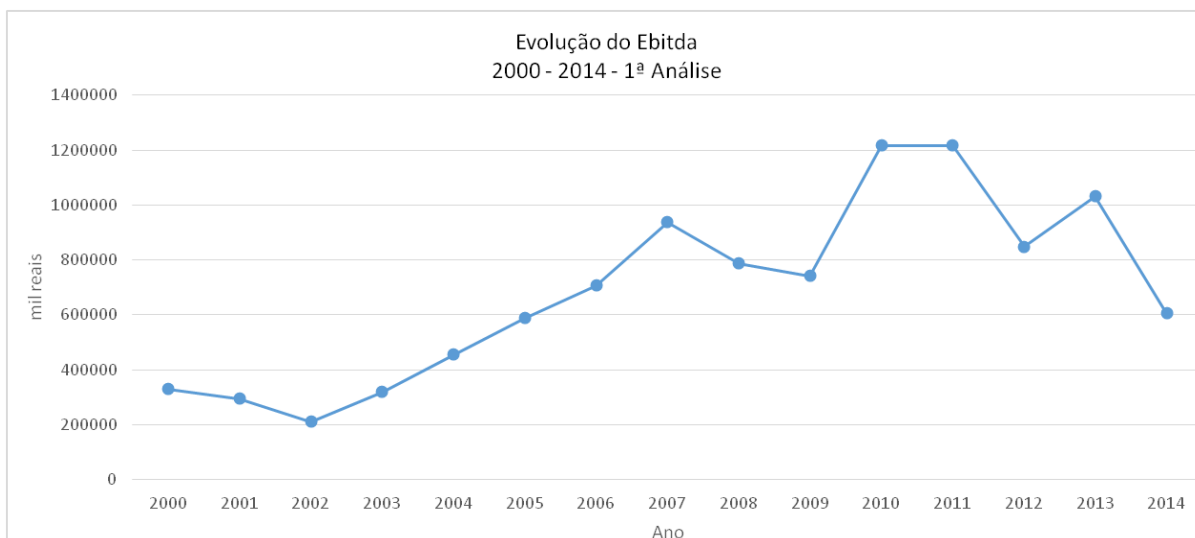
Em 2012 a crise mundial agrava-se em decorrência da situação da Grécia, e de outras economias europeias, agravando o cenário nacional fiscal. Ressalta-se ainda a discussão em contexto brasileiro, quanto aos gastos do governo, com a manutenção de políticas sociais, desonerações fiscais e investimento direto via bancos públicos de fomento.

Para o ano de 2014 nova retração pode ser observada, com forte interferência do fator político, decorrente da disputa presidencial acirrada, bem como, da deterioração fiscal do governo federal.

### **5.1. Harmonização da base de dados**

O primeiro corte metodológico realizado na base de dados consistiu na retirada das empresas que não apresentaram o valor de Ebtida para o período completo da pesquisa. Sabe-se que todo corte metodológico implica em uma redução da abrangência dos dados, porém sua realização é necessária com o intuito de harmonização da base de dados, para fins de análises comparativas.

Dessa maneira, após o primeiro corte, restaram 133 empresas que apresentaram os dados de Ebtida para todo o período da análise. A seguir é apresentada a evolução do Ebitda para as empresas restantes após a primeira análise.

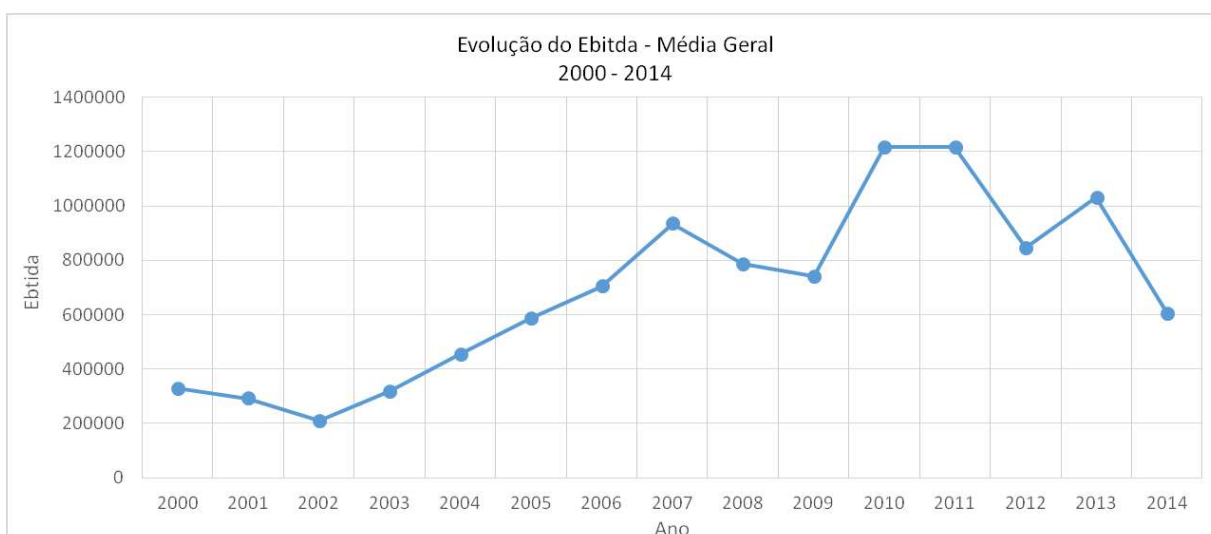


**GRÁFICO 8 - Evolução Ebtida no período 2000 a 2014 após 1ª análise**  
**Fonte: Economática Adaptado**

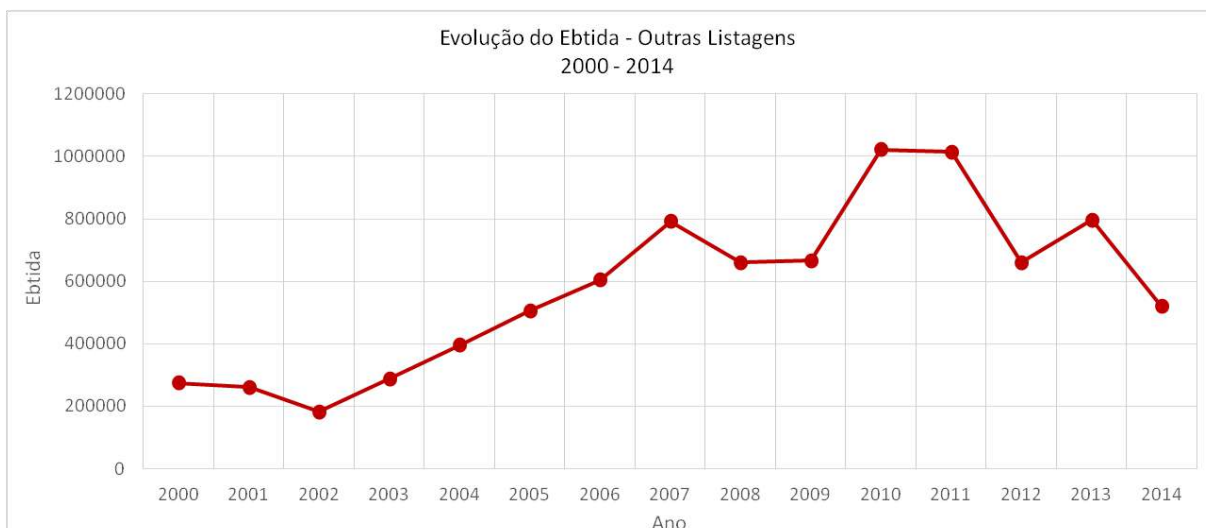
No gráfico acima é possível perceber que, em comparação com a evolução do Ebitda antes da 1ª análise, algumas interferências foram suavizadas. Tal fato pode estar relacionado com maior nível de maturidade das empresas selecionadas na primeira análise, retratando assim maior capacidade de lidar com eventos ou mercados adversos.

A partir dessa primeira análise foi avaliada a curva de evolução de Ebtida em três situações distintas, a primeira considerando a evolução média, conforme o gráfico 8, a segunda contemplando somente as empresas listadas no Novo Mercado, e a terceira contemplando apenas as empresas listadas em outros segmentos.

Tal análise tem o intuito de verificar a curva de evolução do Ebtida para os diferentes segmentos, com o intuito de identificar se as interferências dos eventos externos exerceram magnitude semelhante nas curvas de evolução.



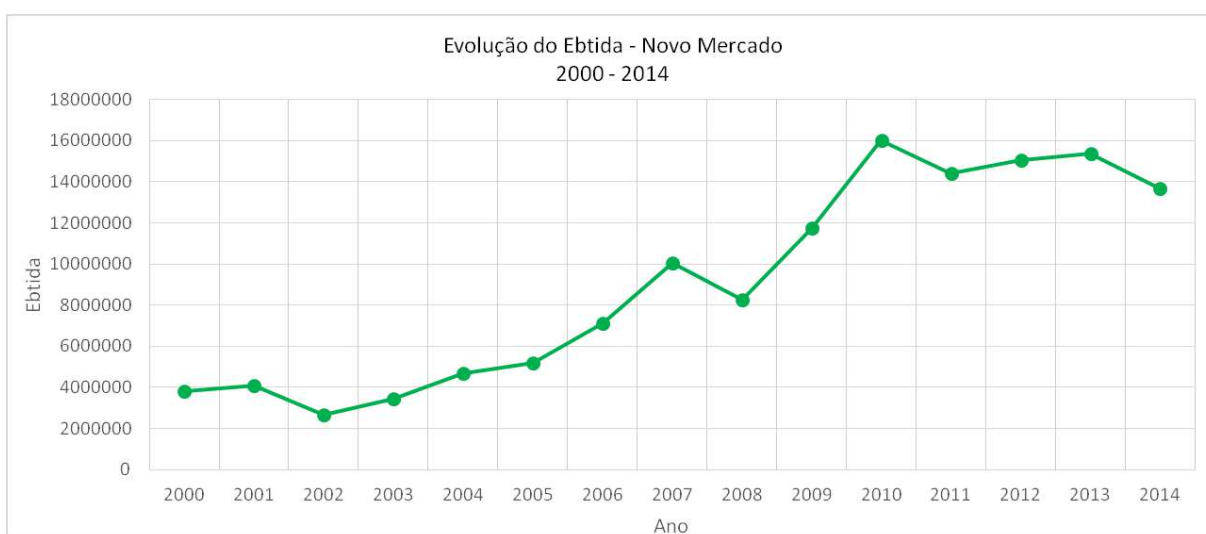
**GRÁFICO 9 - Evolução do Ebtida - Média Geral**  
**Fonte: Economática Adaptado**



**GRÁFICO 10 - Evolução do Ebtida - Outras Listagens**

Fonte: Economática Adaptado

Os gráficos acima apresentam apenas uma leve diferença no comportamento da curva de evolução no período entre 2008 e 2009, no qual a média geral mostra inclinação negativa, enquanto o segmento de outras listagens com exceção do Novo Mercado repete o desempenho do ano anterior.



**GRÁFICO 11 - Evolução do Ebtida - Novo Mercado**

Fonte: Economática Adaptado

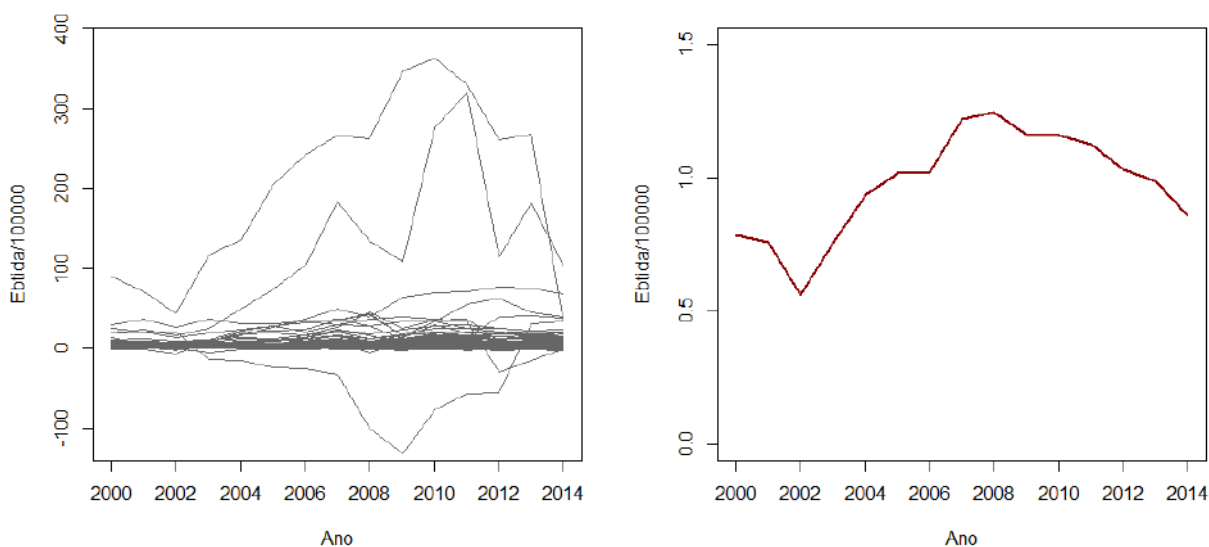
Entretanto, quando se compara a curva de evolução do Ebtida referente às empresas listadas no Novo Mercado, com as demais curvas, é possível perceber duas diferenças marcantes. A primeira referente ao período de 2008 a 2009 na qual o Novo Mercado apresenta inclinação positiva, enquanto os demais ou repetem o desempenho anterior ou apresentam inclinação negativa. A segunda é referente ao período 2010 a 2014, na qual a

evolução do Novo Mercado apresentou inclinação negativa entre 2010 a 2011, porém oscilação pequena no restante do período. Já para os demais, a queda ocorreu no período entre 2011 e 2012, com maior magnitude, assim como maior oscilação no restante do período.

Ressalta-se que tal análise foi feita sem a normalização dos dados, apenas com o intuito de avaliar as curvas de desempenho, não levando em consideração, portanto o volume e a intensidade dos valores apresentados.

## 5.2. Análise descritiva

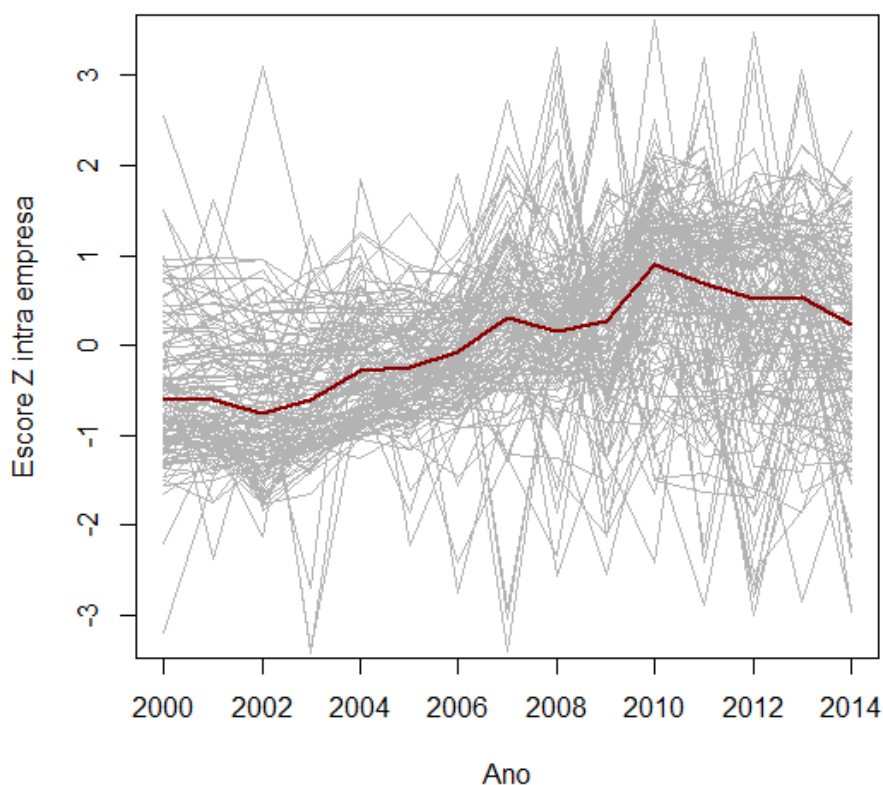
O Gráfico 12 mostra o perfil das empresas em relação ao Ebtida ao longo do período analisado (2000 a 2014) e o perfil alisado via Lowess (Cleveland, 1979). O método Lowess para alisamento é um método não paramétrico que utiliza regressão polinomial localmente ponderada para traçar o perfil médio em diagramas de dispersão. Dessa forma, avaliando cada perfil, observa-se que devido à grande variação e diferença de escala do ebtida entre as empresas, a visualização do perfil de cada empresa fica comprometido, porém a partir do perfil alisado via lowess, nota-se que, de forma geral, houve uma tendência de recessão entre 2001 e 2002, posteriormente houve uma tendência de crescimento até 2007, seguido de uma queda em 2008 e de um período de resistência até 2010 e mais um período de recessão até 2014. Os valores médios, medianos e medidas de dispersão em cada período podem ser verificados na tabela 6 em anexo.



**GRÁFICO 12 - Perfil das empresas e perfil alisado via lowess em relação a Ebtida ao longo do período de 2000 a 2014.**

**Fonte: O Autor**

No Gráfico 13 são apresentados os perfis das empresas e o perfil alisado via Lowess em relação aos valores de Ebtida padronizados pela média e desvio padrão em cada empresa ao longo do período de 2000 a 2014. A padronização visa colocar todas as empresas na mesma unidade, permitindo uma melhor visualização do comportamento de cada empresa ao longo do tempo. O método Lowess aplicado sobre os valores padronizados apresenta melhores resultados para retratar o comportamento médio das empresas ao longo do tempo, pois embora o método lowess seja robusto, ainda pode sofrer pequenas influências de valores muitos discrepantes. Logo, avaliando cada perfil e o perfil médio alisado, pode-se ressaltar que as empresas apresentaram bastante variação ao longo do período, sendo que a tendência geral foi de queda entre 2000 a 2002, de crescimento de 2002 a 2007, seguindo depois de uma pequena recessão até 2008, um período de crescimento elevado até 2010 e depois outro período de recessão até 2014.



**GRÁFICO 13 - Perfil das empresas e perfil alisado em relação a Ebtida Padronizado ao longo do período de 2000 a 2014.**

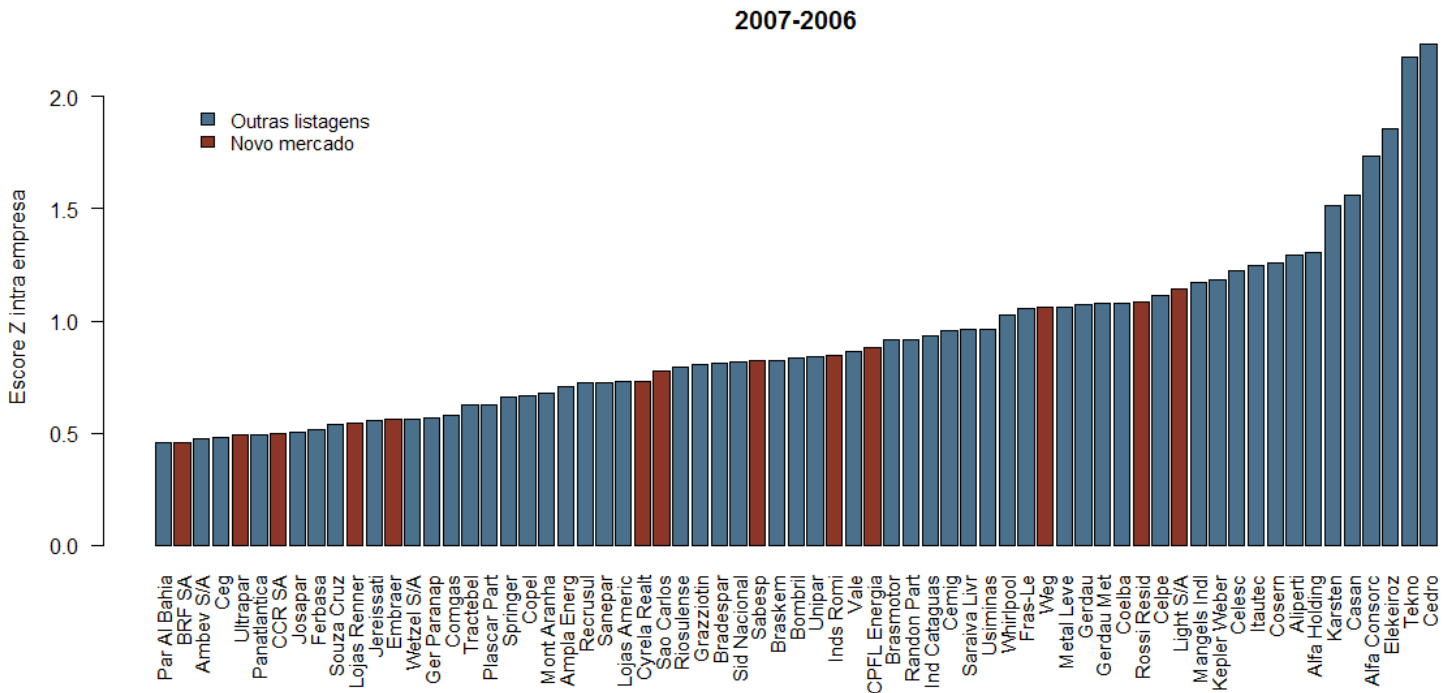
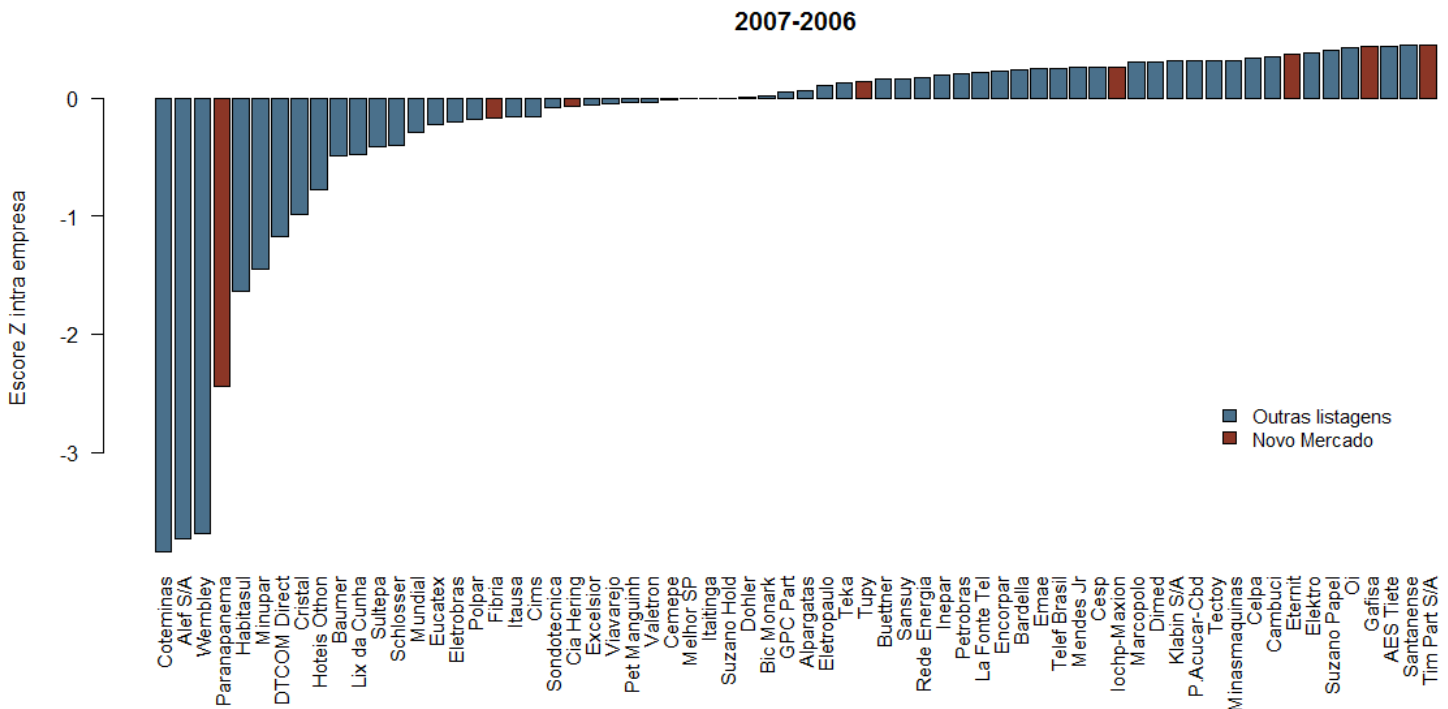
**Fonte: O Autor**



### **5.3. Comparação entre os períodos**

Com o objetivo de explorar mais o comportamento de cada empresa próximo ao período da crise, foram realizadas comparações em cada empresa entre os períodos 2007-2006, 2008-2007, 2009-2008 e 2010-2009. Essa comparação entre os períodos para cada empresa já permite iniciar uma exploração sobre as possíveis diferenças que podem haver entre o conjunto de empresas do novo mercado e das outras listagens.

A comparação através dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos de 2007 e 2006 por empresa é apresentada no Gráfico 14. Dessa maneira, pode-se destacar que a maioria das empresas apresentaram diferença positiva entre os anos de 2007 e 2006, ou seja, na maioria dos casos houve crescimento de 2006 para 2007, sendo que as empresas que mais cresceram foram Tekno e Cedro, enquanto as empresas que apresentaram as maiores recessões foram Coteminas, Alef S/A e Wembley. Além disso, observa-se que apenas 3 empresas do novo mercado apresentaram recessão no período analisado.

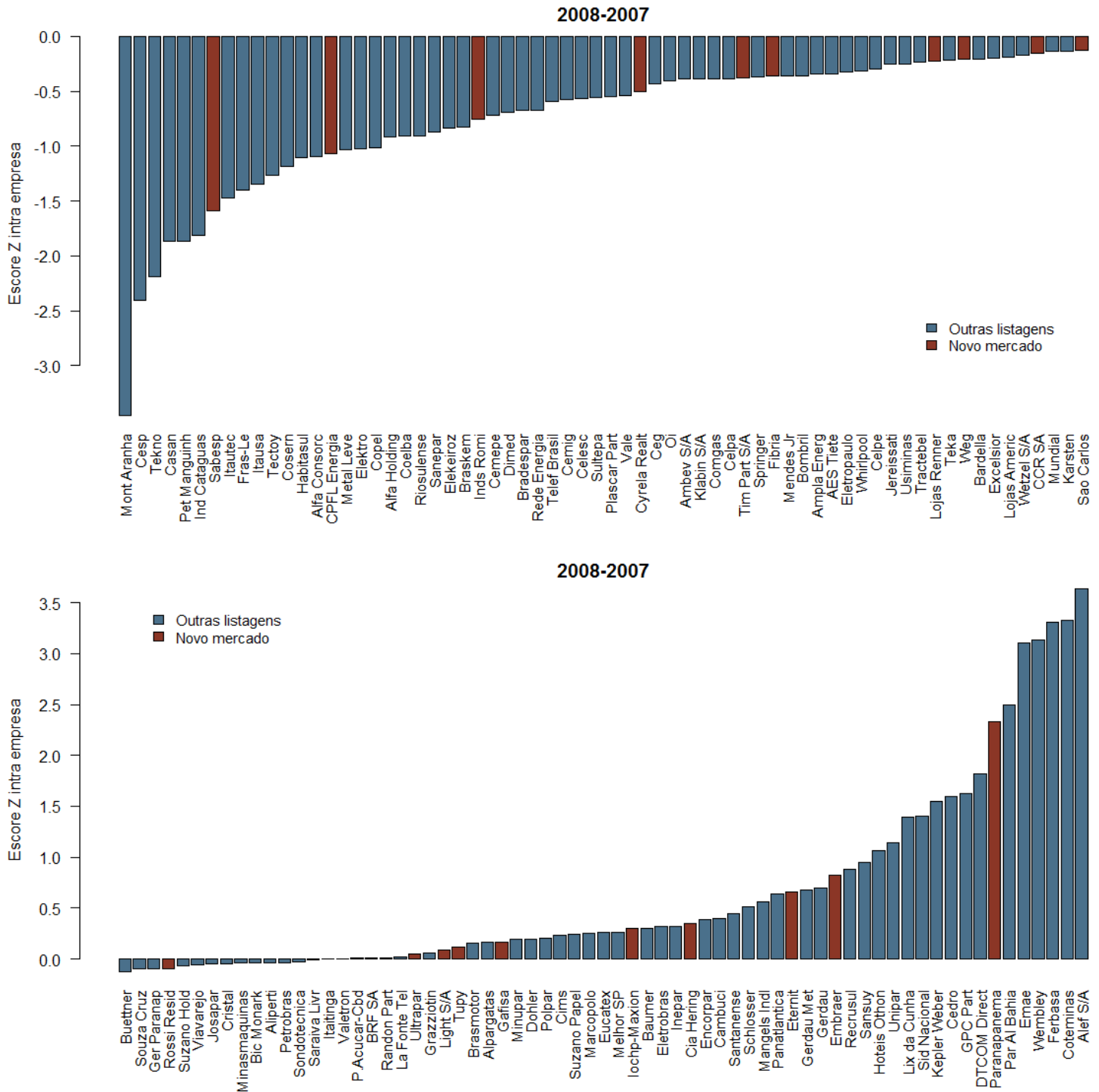


**GRÁFICO 14 - Gráfico 14 - Diferença dos valores de Ebitda Padronizado entre os anos 2007-2006 por empresa.**

Fonte: O Autor

O Gráfico 15 apresenta a comparação dos valores de Ebitda Padronizado entre os anos 2008-2007 por empresa. Portanto, nota-se que a maior parte das empresas tiveram diferença negativa entre os anos de 2008 e 2007, ou seja, a maioria das empresas passou por uma

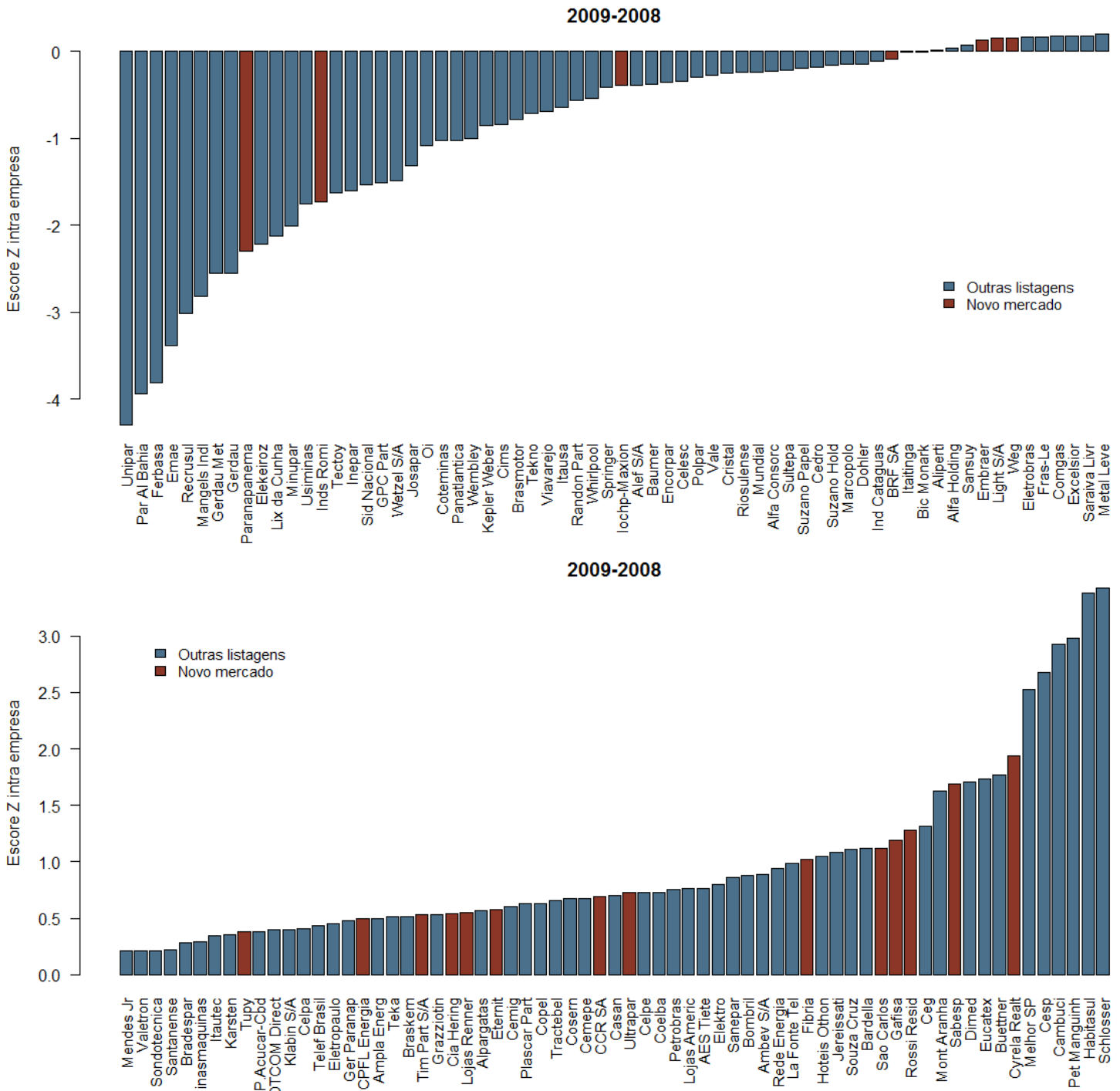
recessão de 2007 para 2008, sendo que as empresas Mont Aranha, Cesp e Tekno foram as que apresentaram as maiores recessões, por outro lado, as empresas Ferbasa, Coteminas e Alef S/A apresentaram os maiores crescimentos do período.



**GRÁFICO 15 - Diferença dos valores de Ebitda Padronizado entre os anos 2008-2007 por empresa.**

Fonte: O Autor

No Gráfico 16 é mostrada a comparação dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2009-2008 por empresa. Dessa forma, pode-se ressaltar que a maioria das empresas apresentaram diferença positiva entre os anos de 2009 e 2008, ou seja, a maior parte das empresas voltou a crescer no período de 2008 para 2009, sendo que as empresas Habitasul e Schlosserforam tiveram os maiores crescimentos no período, enquanto as empresas Unipar, Par Al Bahia e Ferbasa apresentaram as maiores recessões. Cabe ressaltar também que apenas 4 empresas do novo mercado não cresceram no período de 2008 a 2009.

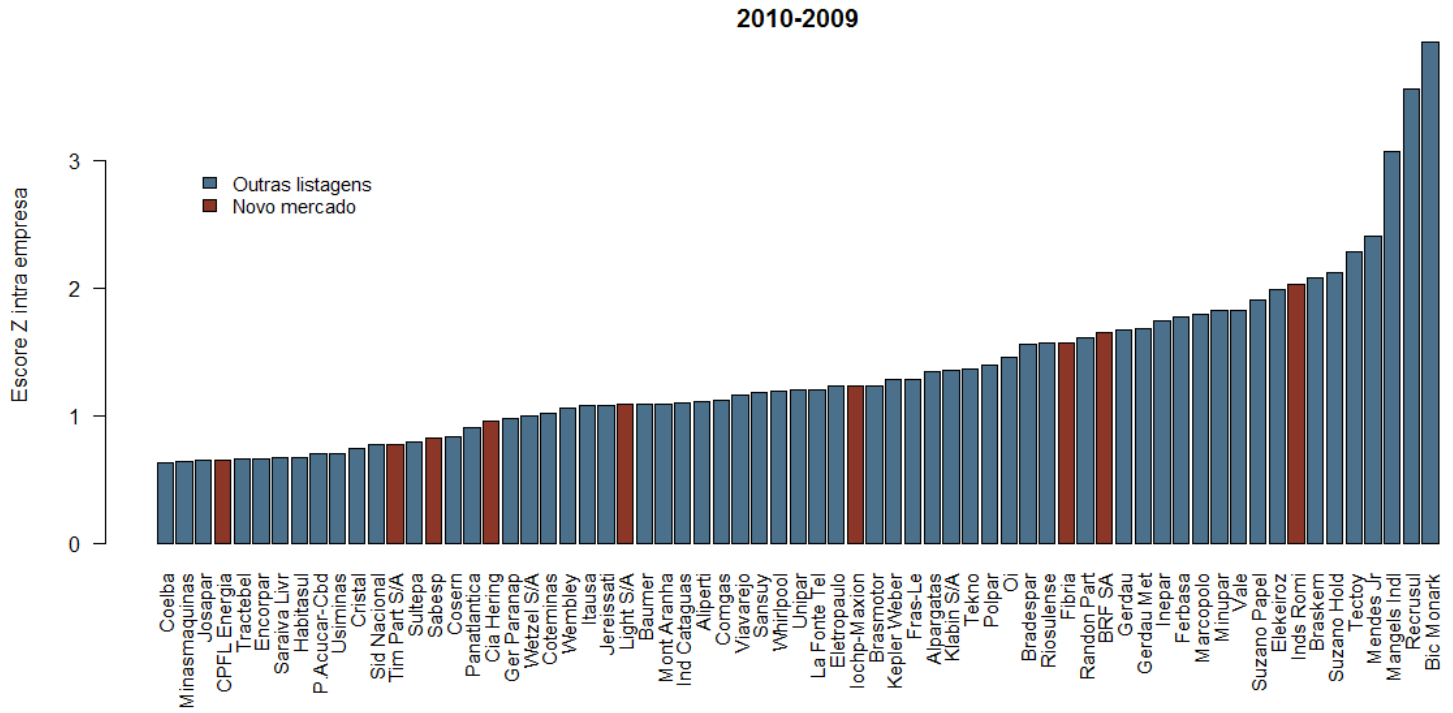
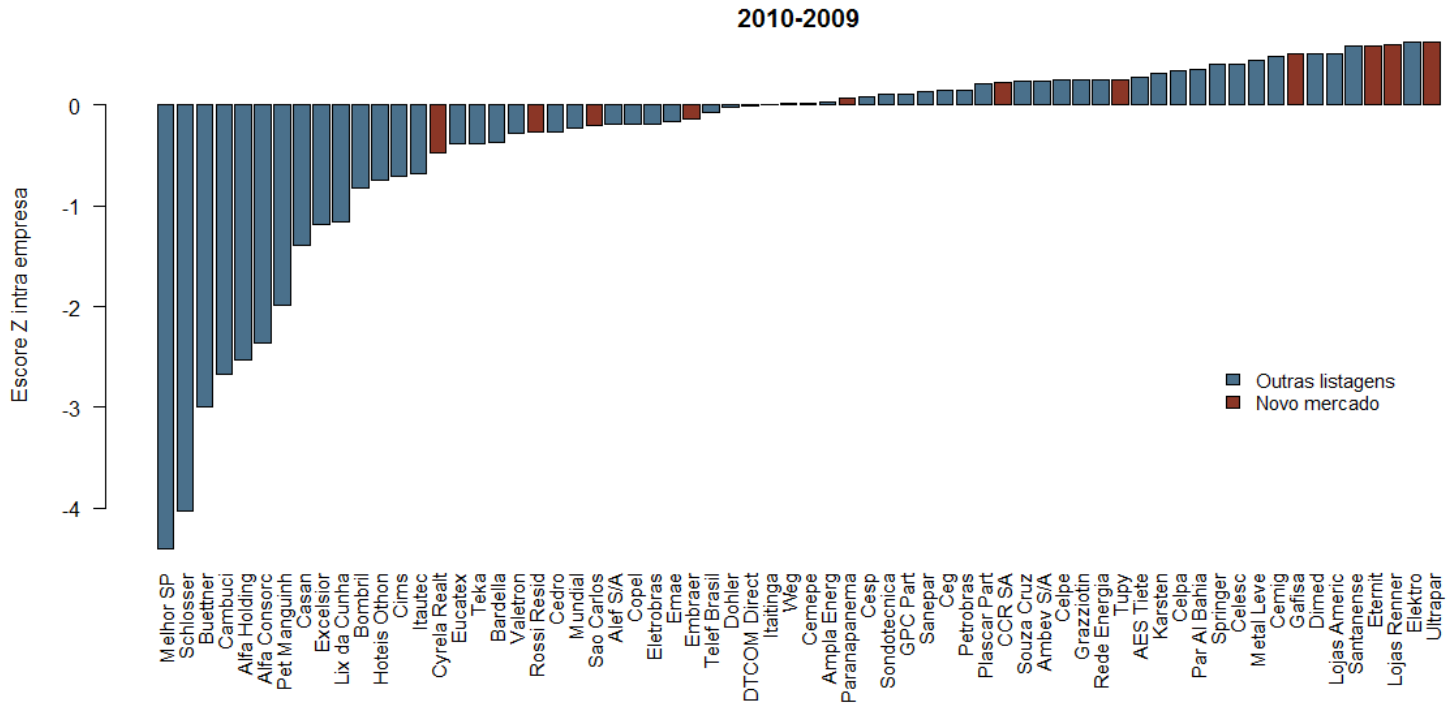


**GRÁFICO 16 - Diferença dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2009-2008 por empresa.**

Fonte: O Autor

A comparação dos valores de Ebtida Padronizado entre os anos 2010-2009 por empresa é mostrada no Gráfico 17. Logo, tem-se que a maior parte das empresas tiveram diferença positiva entre os anos de 2010 e 2009, ou seja, a maioria cresceu no período de 2009 para 2010, sendo que as empresas Recrusul e Bic Monark apresentaram os maiores

crescimentos, por outro lado, as empresas Melhor SP e Schlosser tiveram as maiores recessões do período.



**GRÁFICO 17 - Diferença dos valores de Ebitda Padronizado entre os anos 2010-2009 por empresa.**

Fonte: O Autor

#### 5.4. Comparação entre os tipos de empresa

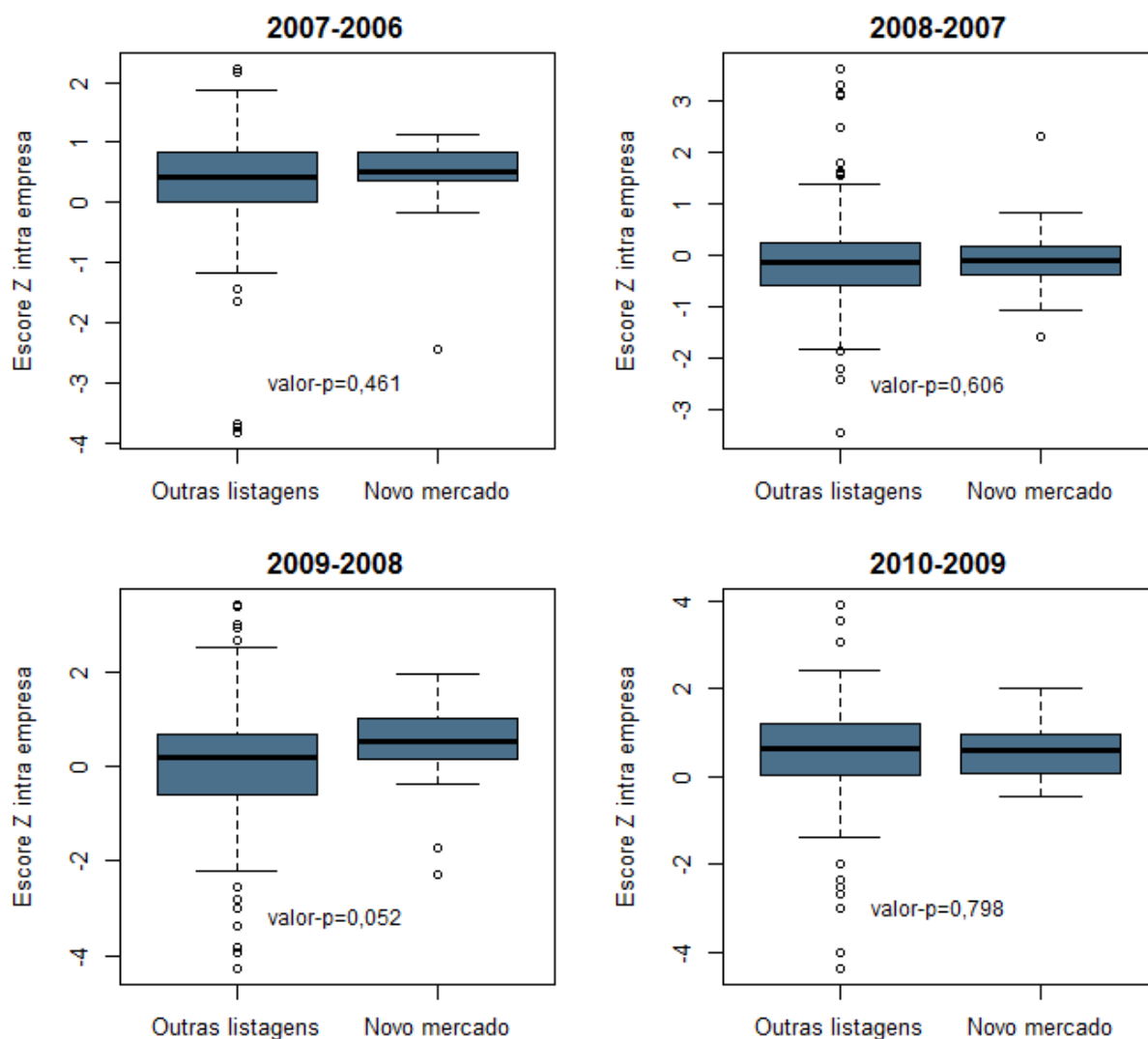
A comparação dos tipos de empresa em relação as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos são apresentada na Tabela 2 e ilustrada no Gráfico 18. Portanto, pode-se concluir que houve diferença significativa entre os tipos “outras listagens” e “novo mercado” apenas no período 2009-2008 (valor-p=0,052), sendo que as empresas do novo mercado apresentaram diferença mediana significativamente maior que as empresas de outras listagens, ou seja, o crescimento das empresas do novo mercado no período de 2008 a 2009 foi maior que o das empresas de outras listagens.

Período	Tipo	Média	E.P.	Q1	Q2	Q3	Valor-p <sup>1</sup>
2007-2006	Outras listagens	0,34	0,09	0,01	0,43	0,84	0,461
	Novo mercado	0,42	0,16	0,37	0,50	0,82	
2008-2007	Outras listagens	-0,04	0,11	-0,57	-0,13	0,26	0,606
	Novo mercado	-0,03	0,17	-0,36	-0,09	0,17	
2009-2008	Outras listagens	-0,04	0,13	-0,60	0,18	0,67	0,052
	Novo mercado	0,41	0,22	0,15	0,54	1,02	
2010-2009	Outras listagens	0,51	0,12	0,01	0,65	1,22	0,798
	Novo mercado	0,60	0,15	0,07	0,60	0,96	

**TABELA 4:** Comparação dos tipos de empresa em relação as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos. <sup>1</sup> Teste de Mann-Whitney.

Fonte: O Autor

A seguir os resultados apresentados na tabela acima foram ilustrados graficamente através dos boxplots.



**GRÁFICO 18 - Comparação dos tipos de empresa em relação as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos.**

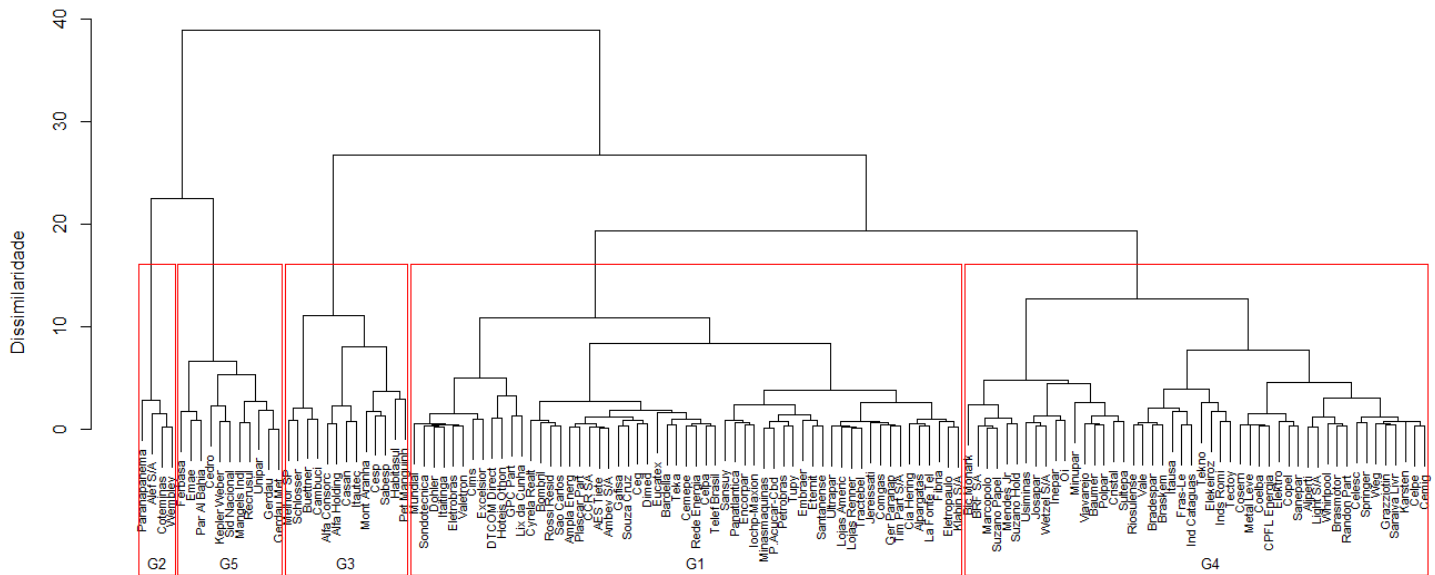
Fonte: O Autor

### 5.5. Análise de Agrupamentos

A fim de agrupar as empresas que foram similares quanto as diferenças de Ebtida Padronizado entre os períodos (2007-2006, 2008-2007, 2009-2008 e 2010-2009) foi utilizada uma Análise Hierárquica de Agrupamento (Hair et al., 2009), utilizando o Método de Ward a partir da distância Euclidiana.

A Figura 6 apresenta o dendograma do agrupamento das empresas em relação as diferenças de Ebtida Padronizada entre os períodos. O dendograma é uma ferramenta apropriada para definir o número de grupos, pois uma boa classificação pode ser obtida ao se cortar o dendograma numa zona onde as separações entre classes correspondam a grandes distâncias (dissimilaridades). Dessa forma, optou-se por trabalhar com 5 grupos.





**FIGURA 5 - Dendrograma do agrupamento das empresas.**

Fonte: O Autor

A Tabela 3 apresenta a análise descritiva dos grupos de empresas em relação as diferenças de Ebtida Padronizada entre os períodos e apresenta também a distribuição dos tipos de empresas em cada um dos grupos. Logo, tem-se que:

- As empresas do Grupo 1 caracterizaram-se por terem crescido nos períodos 2007-2006, 2009-2008 e 2010-2009, enquanto no período 2008-2007 permaneceram estabilizadas.
- Já nas empresas do Grupo 2 houve crescimento nos períodos 2008-2007 e 2010-2009, por outro lado, nos períodos 2007-2006 e 2009-2008 houve recessão.
- O Grupo 3 caracterizou-se por apresentar empresas que cresceram nos períodos 2007-2006 e 2009-2008, porém recenderam nos períodos 2008-2007 e 2010-2009.
- As empresas do Grupo 4 apresentaram crescimento nos períodos 2007-2006 e 2010-2009, no entanto, tiveram recessão nos períodos 2008-2007 e 2009-2008.
- O Grupo 5 caracterizou-se por ter as empresas que cresceram nos períodos 2007-2006, 2008-2007 e 2010-2009, enquanto no período 2009-2008 as empresas passaram por recessão.
- Quanto ao tipo das empresas, tem-se que as empresas do novo mercado estavam principalmente no Grupo 1.

Período	Grupo 1 (n=57)		Grupo 2 (n=4)		Grupo 3 (n=13)		Grupo 4 (n=48)		Grupo 5 (n=11)	
	Média	D.P.	Média	D.P.	Média	D.P.	Média	D.P.	Média	D.P.
2007-2006	0,25	0,40	-3,43	0,66	0,46	0,92	0,64	0,66	0,94	0,53
2008-2007	0,03	0,55	3,11	0,56	-1,13	1,17	-0,47	0,59	1,58	0,97
2009-2008	0,48	0,72	-1,18	0,80	1,84	1,28	-0,28	0,80	-2,63	1,30
2010-2009	0,29	0,64	0,49	0,64	-1,57	1,83	1,18	0,77	1,36	1,20
Tipo: Outras listagens	43	38,39%	3	2,68%	12	10,71%	43	38,39%	11	9,82%
Tipo: Novo Mercado	14	66,67%	1	4,76%	1	4,76%	5	23,81%	0	0,00%

**TABELA 5 - Descrição dos grupos de empresas.**

Fonte: O Autor

### 5.6. Efeito do Novo Mercado sobre o comportamento da crise

Em modelagem estatística sobre dados em painel, ou seja, quando se acompanha uma mesma unidade amostral (empresa) ao longo do tempo, viola-se a suposição básica de independências das observações (Wooldridge, 2002), se fazendo necessário então um método de modelagem mais sofisticado.

Os modelos marginais também conhecidos como método GEE (Generalized Equations Estimating) (Liang e Zeger 1986) são um caminho para contabilizar a correlação existente em uma mesma empresa e entre as medidas repetidas. As Regressões Marginais por sua facilidade na interpretação e ausência de suposições distribucionais têm sido preferidas como extensão dos Modelos Lineares Generalizados para dados longitudinais (Fitzmaurice, Laird e Ware 2011).

Os modelos marginais, como o próprio nome sugere, fornecem interpretações marginais, ou seja, sobre a média dos indivíduos ao longo do tempo, diferentemente da outra abordagem também muito utilizada para modelagem de dados longitudinais, LMM (Modelos Lineares Mistos), que fornecem interpretações ao nível do sujeito. Na próxima seção ajustaremos também os modelos lineares mistos para acessar as características de cada empresa ao longo do tempo. Nessa seção o objetivo do ajuste do modelo marginal é permitir comparar ao longo do tempo as empresas do novo mercado com as empresas das outras listagens.

Em uma análise longitudinal, deve-se de forma cuidadosa modelar a média da resposta ao longo do tempo. Dessa forma a partir das visualizações gráficas usando as regressões não paramétricas via método LOWESS (Cleveland 1979) já apresentadas, observa-se a necessidade de segmentar esse período de 15 anos em alguns segmentos de reta. Para isso foi utilizado a abordagem Splines, com um nó nos tempos 2002, 2007, 2008 e 2009 para modelar a estrutura da média ao longo do tempo. A ideia básica dos splines é dividir o eixo do tempo

em segmentos e modelar a média da resposta dentro de cada segmento. Esses segmentos são denominados splines e a localização em que as linhas se encontram são chamados de nó (knot) (Fitzmaurice, Laird e Ware 2011).

Dessa forma para verificar a diferença média de comportamento no período da crise entre as empresas do novo mercado e das outras listagens foi realizada uma regressão marginal linear splines. Na Tabela 4 são apresentados os resultados dos modelos para a Ebtida/100.000 em cada tipo de empresa ao longo do período analisado. Portanto, pode-se concluir que:

- No período de 2000 a 2002 as empresas de outras listagens tiveram uma recessão significativa (valor-p=0,034), já as empresas do novo mercado também tiveram recessão, porém não foi uma recessão significativa (valor-p=0,136). As empresas de outras listagens reduziram em média -45.000 [-87.000; -3.000] a cada ano nesse período, enquanto que as do novo mercado reduziram em média -28.000 [-64.000; 9.000].
- No período que antecedeu a crise (2002-2007), as empresas de outras listagens (valor-p=0,015) e as empresas do novo mercado (valor-p=0,001) cresceram de forma significativa, sendo que o crescimento das empresas de outras listagens foi maior, em média de 170.000 unidades do Ebtida contra 99.000 unidades das empresas do novo mercado.
- Durante a crise (2007-2008), tanto as empresas de outras listagens (valor-p=0,012) quanto as empresas do novo mercado (valor-p=0,029) sofreram uma recessão significativa, sendo que a recessão foi menor nas empresas do novo mercado, em média de -156.000 [-296.000; -16.000] unidades do Ebtida contra -253.000 [-452.000; -55.000] das empresas de outras listagens.
- No período posterior à crise (2008-2009) houve um crescimento das empresas de outras listagens, no entanto, este crescimento não foi significativo (valor-p=0,217). Já nas empresas do novo mercado, houve um crescimento significativo (valor-p=0,010) logo após a crise, sendo o crescimento de, em média, 253.000 [60.000; 445.000].
- Nos anos de 2009 a 2014 houve uma recessão nas empresas de outras listagens (valor-p=0,796), no entanto não foi uma recessão significativa. Por outro lado, nas empresas do novo mercado, houve uma recessão significativa (valor-p=0,009) de, em média, -149.000 [-261.000; -37.000].

Tipo	Períodos	$\beta$	I.C. - 95%	Valor-p
Outras listagens	2000-2002	-0,45	[-0,87; -0,03]	0,034
	2002-2007	1,70	[0,33; 3,06]	0,015
	2007-2008	-2,53	[-4,52; -0,55]	0,012
	2008-2009	1,40	[-0,82; 3,62]	0,217
	2009-2014	-0,40	[-3,45; 2,65]	0,796
Novo mercado	2000-2002	-0,28	[-0,64; 0,09]	0,136
	2002-2007	0,99	[0,40; 1,57]	0,001
	2007-2008	-1,56	[-2,96; -0,16]	0,029
	2008-2009	2,53	[0,60; 4,45]	0,010
	2009-2014	-1,49	[-2,61; -0,37]	0,009

**TABELA 6 - Avaliação do comportamento dos tipos de empresa ao longo do período em relação ao Ebtida Padronizada.**

Fonte: O Autor

A seguir pode-se verificar a equação do modelo dado o tipo de empresa.

$$\begin{aligned}
 E\left(\frac{Ebtida}{100.000} \middle| \text{Outras Listagens}\right) \\
 &= 2,91 - (0,45)I(\text{Período } 2000\_2002) + (1,70)(\text{Período } 2002\_2007) \\
 &- (2,53)(\text{Período } 2007\_2008) + (1,40)(\text{Período } 2008\_2009) \\
 &- (0,40)(\text{Período } 2009\_2014)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 E\left(\frac{Ebtida}{100.000} \middle| \text{Novo mercado}\right) \\
 &= 1,84 - (0,28)(\text{Período } 2000\_20002) + (0,99)(\text{Período } 2002\_2007) \\
 &- (1,56)(\text{Período } 2007\_2008) + (2,53)(\text{Período } 2008\_2009) \\
 &- (1,49)(\text{Período } 2009\_2014)
 \end{aligned}$$

### 5.7. Comportamento individual das empresas ao longo do período

Os modelos marginais, conforme já apresentado, permitiram avaliar o resultado médio das empresas, dessa forma, com o objetivo de aprofundar mais sobre o resultado de cada empresa ao longo do tempo foi aplicado também os modelos lineares mistos, que fornecem interpretações ao nível do sujeito. Os modelos de efeito misto, diferente dos modelos marginais, exigem suposições distribucionais sobre os erros, logo, foi utilizado para essa modelagem o ebtida padronizado pela média e desvio padrão intra empresa que não apresenta afastamento da distribuição normal conforme sugere o gráfico 14 em anexo. Dessa forma para

medir a taxa de crescimento ou decaimento de cada empresa em cada segmento de interesse ao longo do tempo, foi utilizado o modelo linear de efeito misto com variação nas inclinações em cada segmento, logo, foi ajustado o seguinte modelo:

*Ebtida Padronizada =*

$$\beta_0 + (\beta_1 + \mu_j)(\text{Período } 2000\_2002) + (\beta_2 + \mu_j)(\text{Período } 2002\_2007) + (\beta_3 + \mu_j)(\text{Período } 2007\_2008) + (\beta_4 + \mu_j)(\text{Período } 2008\_2009) + (\beta_5 + \mu_j)(\text{Período } 2009\_2014) + \varepsilon_{jt}$$

sendo que  $\mu_j \sim N(0, \sigma_\mu^2)$  e  $\varepsilon_{jt} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ , com  $j = 1, 2, 3, \dots, 133$  (empresas) e  $t=1,2,\dots,15$  (anos). Os coeficientes  $(\beta_i + \mu_j)$ , com  $i=1, 2, \dots, 5$ , fornecem a inclinação média da reta em determinado período para cada empresa. Neste modelo considera-se os efeitos fixos  $(\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  e  $\beta_5)$  e o efeito aleatório  $(\mu_j)$ .

A Tabela 8 apresenta os resultados do modelo ajustado e, dessa maneira, conclui-se que:

- No geral, no ano de 2000, o valor médio de Ebtida nas empresas foi igual a -0,49 desvios padrões da média do período histórico.
- Houve recessão significativa no período 2000-2002 (valor-p=0,020), sendo que o valor médio foi igual a -0,11 desvios padrões e este valor variou com 95% de confiança entre as empresas de -0,79 a 0,57 (I.C.(95%) =  $[-0,11 \pm 1,96 \times 0,35]$ ), conforme pode ser visualizado no gráfico 11 em anexo.
- De forma geral, o crescimento médio do período 2002-2007 foi significativo (valor-p=0,000) e igual a 0,29 desvios padrões, sendo que este valor variou com 95% de confiança entre as empresas de -0,77 a 1,34 (I.C.(95%) =  $[0,29 \pm 1,96 \times 0,54]$ ), conforme pode ser visualizado no gráfico 12 em anexo.
- A média geral da recessão no período 2007-2008 foi de -0,13 desvios padrões, no entanto esta recessão não foi significativa (valor-p=0,149), e, além disso, tem-se que este valor variou entre as empresas de -1,05 a 0,79 (I.C.(95%) =  $[-0,13 \pm 1,96 \times 0,47]$ ), conforme pode ser visualizado no gráfico 19.
- No geral, o crescimento médio do período 2008-2009 foi de 0,28 desvios padrões, porém não foi um crescimento significativo (valor-p=0,094), sendo que este valor variou entre as

empresas de -1,88 a 2,43 (I.C.(95%) =  $[0,28 \pm 1,96 \times 1,10]$ ), conforme pode ser visualizado no gráfico 20.

- De maneira geral, houve uma recessão significativa (valor-p=0,002) no período 2009-2014 com de média -0,37 desvios padrões, sendo que este valor variou entre as empresas de -2,29 a 1,54 (I.C.(95%) =  $[-0,37 \pm 1,96 \times 0,98]$ ).
- Houve correlação positiva do período 2000-2002 com os períodos 2007-2008 (0,83) e 2009-2014 (0,43), ou seja, quanto maior foi o crescimento em 2000-2002 das empresas maior foi o crescimento em 2007-2008 e 2009-2014. Por outro lado, a correlação do período 2000-2002 com os períodos 2002-2007 (-0,98) e 2008-2009 (-0,56) foi negativa, ou seja, quanto maior o crescimento das empresas em 2000-2002 maior foi a recessão em 2002-2007 e 2008-2009.
- O período 2002-2007 correlacionou-se de forma positiva com o período 2008-2009 (0,47), logo, quanto maior o crescimento em 2002-2007 maior foi o crescimento em 2008-2009. Por outro lado, a correlação do período 2002-2007 com os períodos 2007-2008 (-0,85) e 2009-2014 (-0,35) foi negativa, ou seja, quanto maior o crescimento em 2002-2007 maior foi a recessão em 2007-2008 e 2009-2014.
- O período 2007-2008 correlacionou negativamente com o período 2008-2009 (-0,62), ou seja, quanto maior a recessão em 2007-2008 maior foi a crescimento em 2008-2009. Já a correlação do período 2007-2008 com o período 2009-2014 (0,43) foi positiva, logo, quanto maior o crescimento em 2007-2008 maior foi o crescimento em 2009-2014.
- Houve correlação negativa entre o período 2008-2009 e o período 2009-2014 (-0,94), logo, quanto maior foi o crescimento em 2008-2009 maior foi a recessão em 2009-2014.

	Efeito Fixo			Efeito Aleatório						
	$\beta$	E.P. ( $\beta$ )	Valor-p	Variância	D.P.	Correlação				
Intercepto	-0,49	0,05	0,000							
2000-2002	-0,11	0,05	0,020	0,12	0,35					
2002-2007	0,29	0,06	0,000	0,29	0,54	-0,98				
2007-2008	-0,13	0,09	0,149	0,22	0,47	0,83	-0,85			
2008-2009	0,28	0,16	0,094	1,21	1,10	-0,56	0,47	-0,62		
2009-2014	-0,37	0,12	0,002	0,96	0,98	0,43	-0,35	0,43	-0,94	

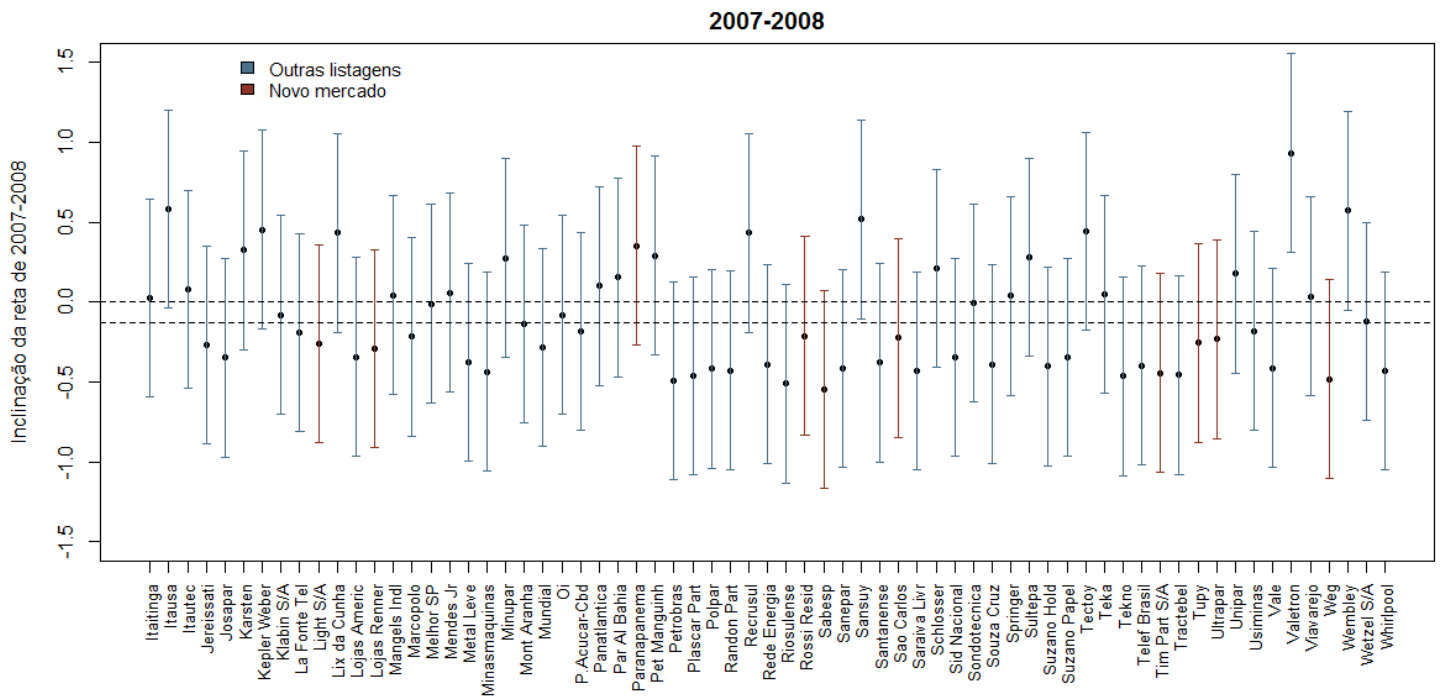
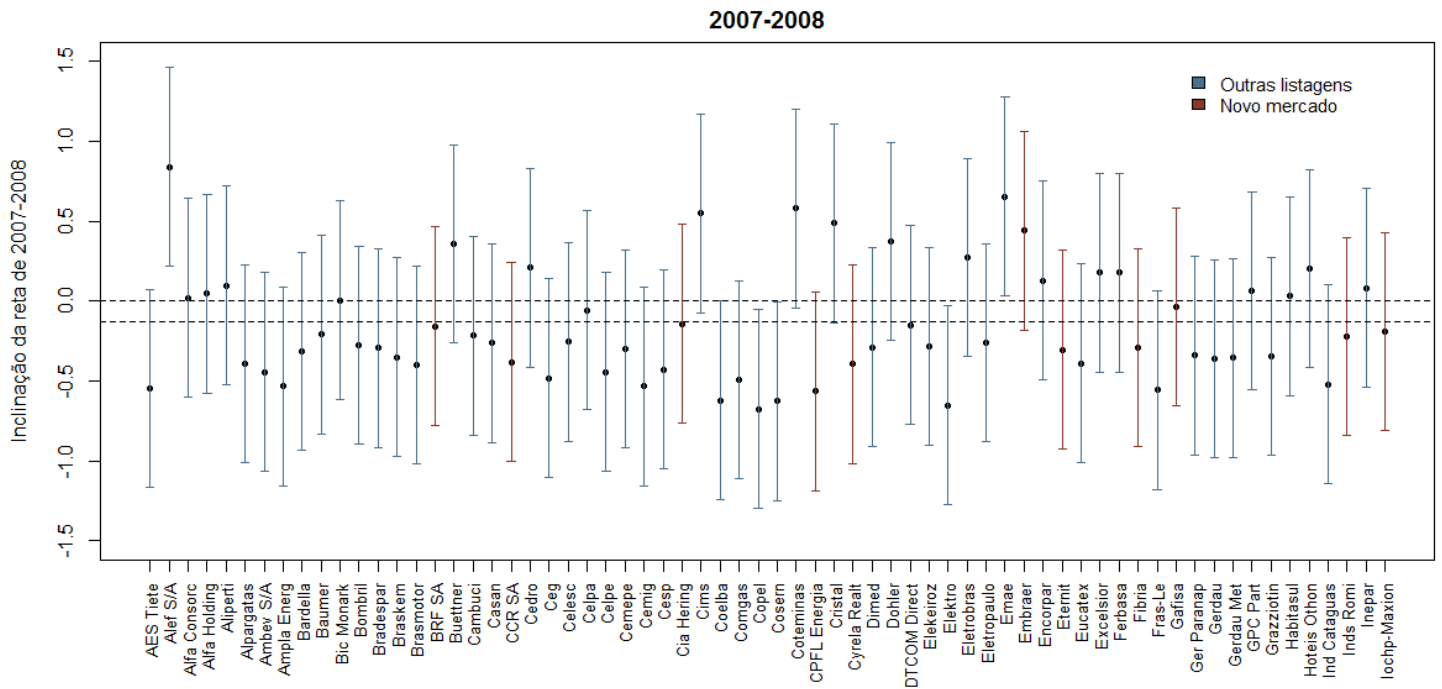
**TABELA 7 - Regressão Linear de Efeitos Mistos com inclinação aleatória para a Ebtida Padronizada.**  
**Fonte: O Autor**

Para analisar o comportamento de cada empresa, pode-se avaliar os Gráficos 19 e 20 que apresentam os as inclinações das retas para cada empresa nos períodos de 2007-2008 e

2008-2009. Os gráficos para os demais períodos são apresentados em anexo. A linha pontilhada no zero evidencia quais empresas apresentaram crescimento e quais apresentaram recessão, já a outra linha pontilhada representa o efeito médio do período, ou seja, empresas que estão acima desta linha apresentaram comportamento acima da média geral das empresas, enquanto as empresas que estavam abaixo desta linha tiveram comportamento abaixo da média.

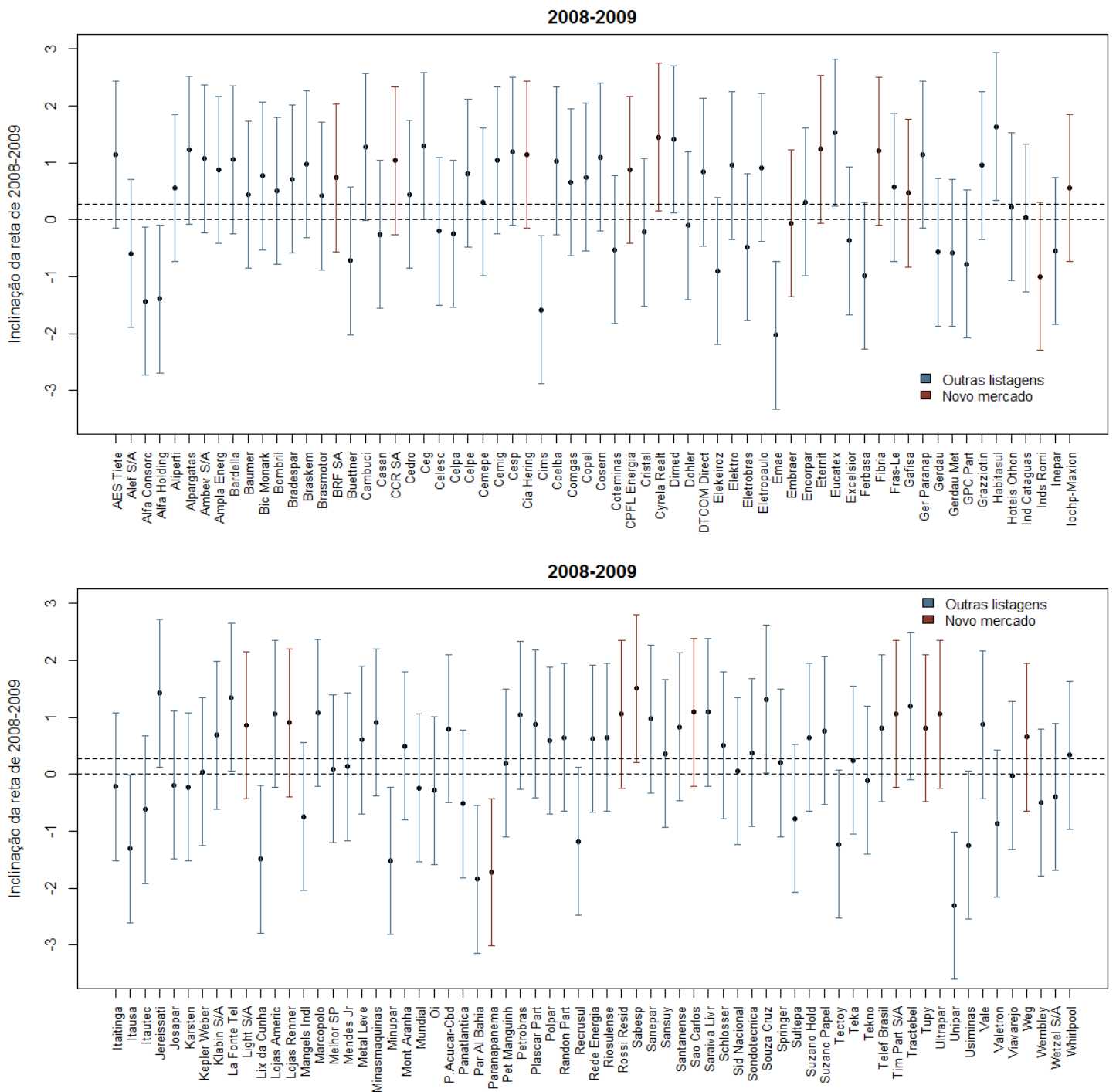
Em relação ao período da crise (2007-2008), observa-se que as empresas Alef S/A e Valetron foram as únicas que tiveram crescimento significativo, enquanto as empresas Coelba, Copel, Cosern e Elektro tiveram recessão significativa, sendo que nenhuma empresa no novo mercado apresentou uma recessão significativa.

Já em relação ao período posterior à crise (2008-2009), tem-se que as empresas Ceg, Cyrela Realt, Dimed, Eucatex, Habitasul, Jereissati, La Fonte Tel, Sabesp e Souza Cruz apresentaram crescimento significativo, por outro lado, as empresas Alfa Consorç, Alfa Holding, Cims, Emae, Itausa, Lix da Cunha, Minupar, Par Al Bahia, Paranapanema e Unipar tiveram recessão significativa, sendo que somente 3 empresas do novo mercado não apresentaram crescimento.



**GRÁFICO 19 - Inclinação da reta de 2007-2008 por empresa.**  
 Fonte: O Autor



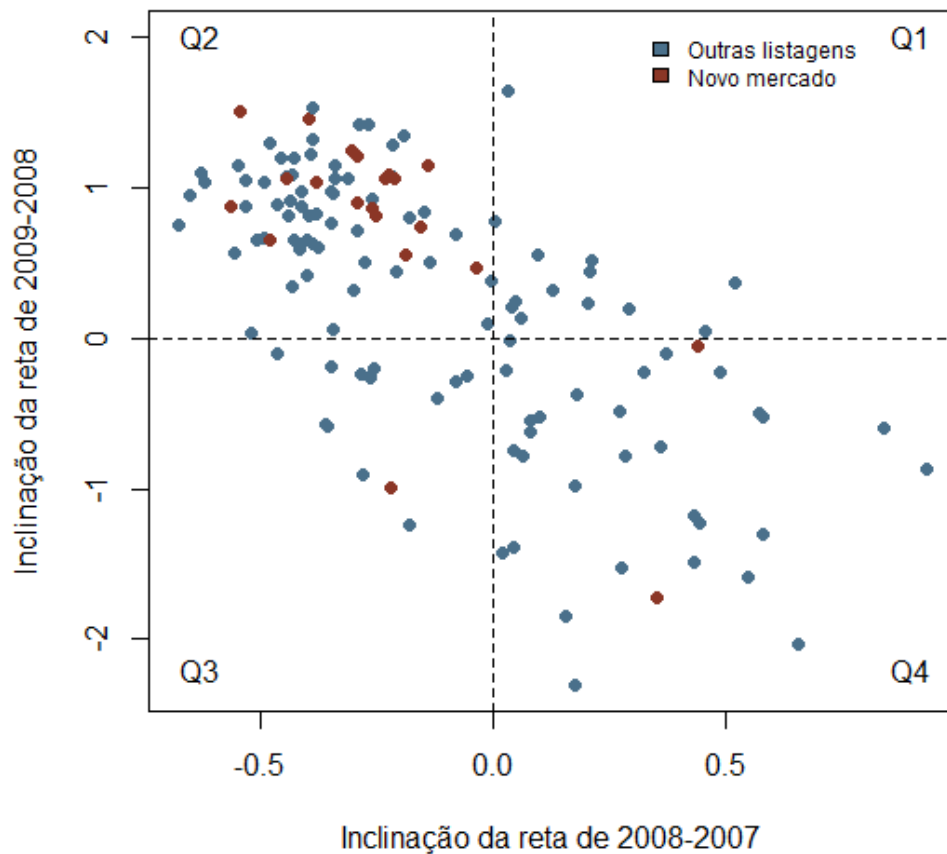


**GRÁFICO 20 - Inclinação da reta de 2008-2009 por empresa.**

Fonte: O Autor

No Gráfico 21 é ilustrado o desempenho das empresas de acordo com seus comportamentos durante e após a crise e, em anexo, encontra-se as tabelas com a identificação das empresas de cada quadrante. As empresas do primeiro quadrante foram aquelas que cresceram durante a crise e mantiveram o crescimento após a crise, já as empresas do segundo quadrante passaram por recessão durante a crise, mas voltaram a crescer

após a crise. As empresas do terceiro quadrante passaram por recessão durante e após a crise e as empresas do quarto quadrante cresceram durante a crise, mas tiveram recessão após a crise. Nota-se que das 21 empresas do novo mercado, 18 empresas (85,71%) pertenciam ao segundo quadrante, ou seja, passaram por recessão durante a crise, porém cresceram no período posterior.



**GRÁFICO 21 - Desempenho das empresas durante e após a crise.**  
Fonte: O Autor

## 6. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A partir dos resultados apresentados é preciso voltar aos objetivos iniciais da pesquisa, de forma a discuti-los e avalia-los de forma concisa.

Nortear-se o presente estudo a partir da seguinte pergunta de pesquisa e dos seguintes objetivos específicos:

*As firmas com elevado nível de governança corporativa – GC são significativamente menos suscetíveis no seu desempenho diante de crises e adversidades no ambiente externo?*

- a) Levantar os dados históricos de desempenho das firmas.*
- b) Identificar se àquelas que possuem desempenho superior apresentam relação entre Governança Corporativa – GC e o desempenho da firma.*
- c) Avaliar e discutir os efeitos da GC na recuperação das firmas em momentos de crise.*

Inicialmente buscou-se contextualizar a pesquisa através da discussão acerca da abrangência da crise econômica de 2008. A partir da pesquisa realizada nos indicadores econômicos descritos no referencial teórico, foi possível constatar que a crise de fato existiu e impactou os resultados da economia nacional.

Entretanto, sabe-se que a extensão e a intensidade com que a crise atingiu as empresas é completamente diversa e variada, principalmente quando se comparam situações tão diferentes como uma indústria de base com atuação multinacional, para uma empresa de serviços de abrangência nacional.

Dessa forma o presente estudo foi norteado com a avaliação global de todas as empresas listadas na Bovespa, de forma que, a intensidade da crise econômica fosse, portanto, diluída entre as diferentes listagens, apresentando assim um panorama real da situação. Ressalta-se ainda que os padrões de governança são de fato mais comuns em empresas com o perfil delimitado anteriormente, no entanto, o mercado nacional ainda se mostra incipiente quanto a exigibilidade de práticas de governança, seja pelos consumidores ou pelos investidores.

O presente estudo foi baseado em três diferentes construtos, governança corporativa, desempenho e a crise de 2008 já supracitada. Definiu-se como indicador do construto de GC a listagem no segmento do Novo Mercado da Bovespa, ou seja, considera-se como as empresas de maior grau de governança corporativa aquelas que estejam listadas no Novo Mercado no ano de 2016.

Em relação ao construto de desempenho, elegeu-se como indicador o Ebtida, por apresentar uma medida comparativa global, bem como, por ser considerado importante métrica de eficiência operacional.

Isto posto, foi realizado a investigação referente ao primeiro objetivo de pesquisa, que diz respeito ao levantamento histórico, compreendido entre o período de 2000 a 2014, no que tange ao desempenho das firmas. Para tanto foram realizados cortes amostrais com o intuito de homogeneizar a base de dados, conferindo maior confiabilidade as análises.

A partir das análises foi possível perceber que as empresas listadas no Novo Mercado, ou seja, com elevado nível de governança corporativa apresentaram desempenho superior as demais listagens da Bovespa, em quase todo o período analisado. Além disso, foi possível também identificar que as empresas com maior grau de governança, também apresentaram menor oscilação em seus resultados, mesmo em períodos adversos, performando em nível superior as demais.

É possível extrapolar essa avaliação para um construto de que a menor oscilação nos resultados gera por consequência maior capacidade de previsibilidade, gerando assim menos incertezas e, portanto, um ativo com maior segurança para o investimento.

O terceiro e último objetivo específico do trabalho consistia na análise e efeitos da governança corporativa na recuperação das firmas em momentos de crise. A partir dos resultados, especificamente na análise de painel é possível observar que a intensidade de recuperação das empresas listadas no Novo Mercado é maior do que as demais listagens.

A partir dos resultados é possível perceber as empresas listadas no Novo Mercado apresentaram desempenho superior as demais, especificamente no que tange a recuperação do pós-crise, consistindo assim em uma evidência de que as empresas com maior grau de governança corporativa possuem melhor desempenho na recuperação de crises econômicas.

Avalia-se que a partir da adoção das práticas de governança corporativa, as empresas necessitam de maior fundamentação na tomada de decisão, visto a necessidade de submetê-las ao escrutínio de um conselho de administração. Além disso, a cultura corporativa implementada a partir dos parâmetros de governança, propicia a criação de um ambiente mais afeito ao planejamento e a estratégia, resultando assim em decisões mais assertivas e de caráter mais técnico, menos impulsivo.

Avaliando-se as curvas globais de desempenho de Ebtida, percebe-se que o período compreendido entre 2007 e 2008 foi o único em que as empresas listadas no Novo Mercado apresentaram desempenho inferior as demais listagens. Estima-se que tal fato pode ser

justificado por duas razões, a primeira decorrente de uma análise em que se considera que as diferentes listagens apresentaram momentos de crise diferentes, sendo as empresas listadas no Novo Mercado com o momento central da crise em 2008, enquanto as demais apresentaram o ápice da crise em 2006. No entanto, apesar de anteciparem a crise as empresas listadas nos demais segmentos, apresentaram forte oscilação entre 2006 e 2010, alternando crescimentos acentuados (2006 – 2007), quedas (2007 - 2008) e um crescimento mais sustentado.

Tal diferenciação no momento de crise pode ser consequência de diversos fatores, como a abrangência das operações das corporações, ou seja, se possuem caráter multinacional ou não. Pode estar relacionado aos segmentos da indústria, tipo de operação, estrutura de financiamento e mais uma dezena de fatores relacionados a semelhanças existentes entre as empresas listadas, que não foram alvo do presente trabalho.

A segunda razão para tal comportamento, pode ser atribuída justamente ao fato de que as empresas com elevados níveis de governança, tendem a realizar reestruturações e processos de recuperação, avaliação de cenários e adaptação de forma mais planejada e, portanto, com menos dinamicidade. Enquanto que as empresas que não possuem a necessidade de se reportarem e se explicarem publicamente, conseguem maior dinamicidade na execução das suas estratégias.

Tais avaliações são inferências acerca dos resultados obtidos, e, portanto, não consistem em um resultado concreto do objeto pesquisado.

## **7. RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS**

O presente trabalho teve como objeto central de pesquisa a identificação de relação entre desempenho e governança corporativa, com o intuito de verificar se as empresas que adotam práticas de GC atestadas pela participação no Novo Mercado, possuem melhor desempenho que as demais.

Diferentemente de outros trabalhos que orbitaram o mesmo eixo temático, no caso em tela foi verificado a governança corporativa como um todo, e não apenas uma de suas ferramentas ou instrumentos. Além disso, o presente estudo procurou desenvolver uma linha de observação de 14 anos de resultados, buscando assim retratar toda a série histórica dos dados, e não apenas um período, possibilitando assim uma análise comparativa mais longa tornando também possível a avaliação de desempenho durante cenários adversos, como a crise econômica de 2008.

A partir dessa construção foram surgindo questionamentos adicionais que consistem em possibilidades de pesquisas futuras, como o incremento de variáveis de análise de desempenho, como as tradicionais, ROI, ROE, ROA e etc, ou os indicadores mais modernos como o EVA.

Além disso, é possível a estratificação da base de dados, de acordo com o ano de entrada no Novo Mercado, visto que, no presente estudo utilizou-se os dados do ano corrente, dessa forma seria possível avaliar inclusive qual o impacto no resultado das firmas antes e após a entrada no Novo Mercado.

Considera-se também como uma oportunidade de pesquisa a avaliação de desempenho em série histórica longa, de frente a um indicador mais robusto de governança corporativa, possibilitando assim a avaliação da correlação entre os dois em mais de um nível de análise.

## 8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FALCONI, V. O Verdadeiro Poder. Nova Lima: Falconi Consultores de Resultado, 2009.

COELHO, Arnaldo; COELHO, Filipe. As debilidades estruturais das organizações: O exemplo ibérico. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v. 7, p. 143-164. 2003.

KOTLER, P.; KARTAJAYA, H.; SETIAWAN, I. *Marketing 3.0: as forças que estão definindo o novo marketing centrado no ser humano*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

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

URWICK, L. F. *Organization as a technical problem*. New York: Gulick and Urwick, 1937. p. 49-88.

FUENTE SABATÉ, J. M. Estructura organizativa y eficiencia empresarial: propuesta de un modelo contingente de análisis. *Economía Z*, n. 30, p. 178-197, 1994.

CHANDLER, A. *Strategy and structure*. Boston: MIT Press, 1962

MINTZBERG, H. *The structuring of organizations*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1979.

MILES, R. E.; SNOW, C. C.; PFEFFER, J. *Organizations and environment: concepts and issues*. *Industrial Relations*, v. 13, p. 244-264, 1974.

MEADOWS, D. *Relatório Brundtland, Our Common Future*, London: World Commission on Environment and Development, 1987.

ELKINGTON, J. *Towards The Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies, For Sustainable Development*, *California Management Review*, em 1994.

VENTURA, M. M. O estudo de caso como modalidade de pesquisa. *Rev Socerj*, v. 20, n. 5, p. 383-386, 2007.

ALBERTON, A.; DA COSTA JR, N. C. A. Meio ambiente e desempenho econômico-financeiro: benefícios dos Sistemas de Gestão Ambiental (SGAs) e o impacto da ISO 14001 nas empresas brasileiras. *RAC-Eletrônica*, v. 1, n. 2, p. 153-171, 2007.

PEIXOTO, F. M. (2012). *Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise*. Tese de doutorado em administração. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira de 2008. *Revista de Economia Política*. v. 29, n. 1, p. 133-134, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

BERLE, A. & MEANS, G. The modern corporation and private property. New York: Macmillan., 1932.

SILVEIRA, A. DI. M. DA. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, 2004.

MARANHO, F. S.; FONSECA, M. W.; FREGA, J. R. Governança Corporativa e Desempenho das Empresas diante da Crise Econômica Global de 2008: Uma análise dados em painel. *Rev Adm-UFSM*, v. 9, n. 2, p. 293–311, 2016.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, art. 6, p. 79-86, 2008.

COASE, R. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, v. 3, n. 1, p. 1-44, 1960.

PRESTON, L. E. Corporation and society: the search for a paradigm. *Journal of Economic Literature*, v. 13, n. 2, p. 434-453, 1975.

KLEIN, W. A. Legal and economic perspectives on the firm. Unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA, 1976.

WILSON, R. On the theory of syndicates. *Econometrica*, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, v. 63, n. 2, Papers and Proceedings of the 85th ANNUAL MEETING OR THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, p. 134-139, 1973.

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.

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

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.



BOHREN, O.; ODEGAARD, B. Governance and performance revisited, Forthcoming in International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley, Greg Gregouriu and Paul Ali (ed), Wiley.(2004)

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.

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

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.

ALBERTON, A. Meio Ambiente e Desempenho Econômico-Financeiro: o Impacto da ISO 14001 nas Empresas Brasileiras, Florianópolis, 2003. 307 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de PósGraduação em Engenharia de Produção (PPGEP), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) .

GRIFFIN, J. J.; MAHON, J. F. The corporate social performance and corporate financial performance debate. Business & Society, v. 36, n. 1, p. 5-31, Mar. 1997.

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

COHEN, M. A.; FENN, S. A.; KONAR, S. Environmental and financial performance: are they related? Vanderbilt University, Nashville, TN, May 1997. Working paper. 25 p.

ROSSETTI, J. P. ; ANDRADE A. Governança Corporativa , Fundamentos Desenvolvimento e Tendências. 6. Ed., atual. e amp. São Paulo: Ed.Atlas, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Princípios Básicos <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163>> Acesso em 23/05/2016.

INSTITUTO PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). IpeaData <<http://www.ipeadata.gov.br/>> Acesso em 23/05/2016.

MATRAGRANO, D. D.; BERNARDES, P.; GONÇALVES, C. A. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras. Revista Economia & Gestão, v. 15, n. 41, p. 286-310, 2015.

MARION, J. C.; DIAS, R.; TRALDI, M. C. Monografia para os Cursos de Administração, Contabilidade e Economia. São Paulo: Atlas, 2002.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. Fundamentos de metodologia científica. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

HECKERMAN, D. G. Motivating Managers to Make Investment Decisions. *Journal of Financial Economics*. v. 2, n. 3, p. 273-292, 1975.

DUARTE, H. C. F.; LAMOUNIER, W. M. Análise financeira de empresas da construção civil por comparação com índices-padrão. *Enfoque Reflexão Contábil*, v. 26, n. 2, p. 9-23, 2007.

NEVE JÚNIOR, I. J. D.; BATISTA, C. P. Estudo empírico do desempenho das empresas de distribuição de energia elétrica segundo o Ebitda. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, v. 10, n. 2, p. 27-40, 2005.

ICÓ, José Antonio; Braga, Rosalva Pinto (2000/2001). “EBITDA: Lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional”. *Revista Pensar Contábil*, (Novembro/2000 a Janeiro/2001), 19-21.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. *RBC-ano XXXI nº 136 – Julho/Agosto 2002*.

SILVA, José Pereira da. *Análise Financeira das Empresas*. São Paulo: Ed. Atlas, 2001.

SANTANA, Luciene; Lima, Franciane Gonçalves. EBITDA: Uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro.

BORINI, Felipe Mendes; et al. (2004). “Estratégia e desempenho financeiro das subsidiárias de corporações multinacionais no Brasil”. In: ENAMPAD, São Paulo: FIPECAFI, 2004. 1CD.

CLEVELAND, W. S. “Robust Locally Weighted Regression and Smoothing Scatterplots.” *Journal of the American Statistical Association*, 1979: 829-836.

FITZMAURICE, G.M., N.M. Laird, e J.H. Ware. *Applied Longitudinal Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011.

HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. *Análise Multivariada de Dados*. Porto Alegre: Bookman. 2009.

HOLLANDER, MYLES, E DOUGLAS A. WOLFE. *Nonparametric Statistical Methods*. New York: John Wiley & Sons, 1999.

LIANG, K. Y., E S. L. ZEGER. “Longitudinal Data Analysis using generalized linear models.” *Biometrika*, 1986.

MCCULLAGH P. e NELDER, J. A. *Generalized Linear Models*. London: Chapman and Hall, 1989.

PINHEIRO J.C. E BATES D. M. *Mixed-Effects Models in S and S-plus*. Springer, 2000.

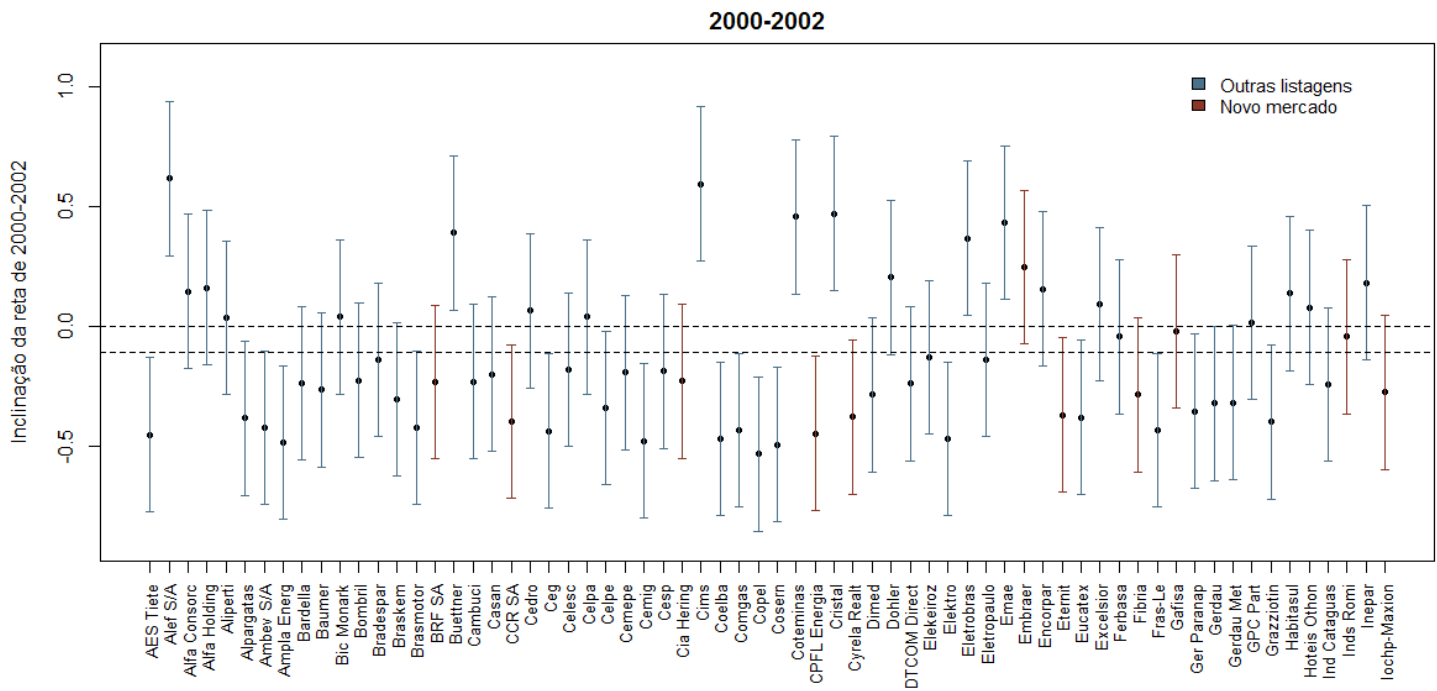
WARD, J. Hierarchical grouping to optimize an objective function, *Journal of American Statistical Association*, 58, 1963.

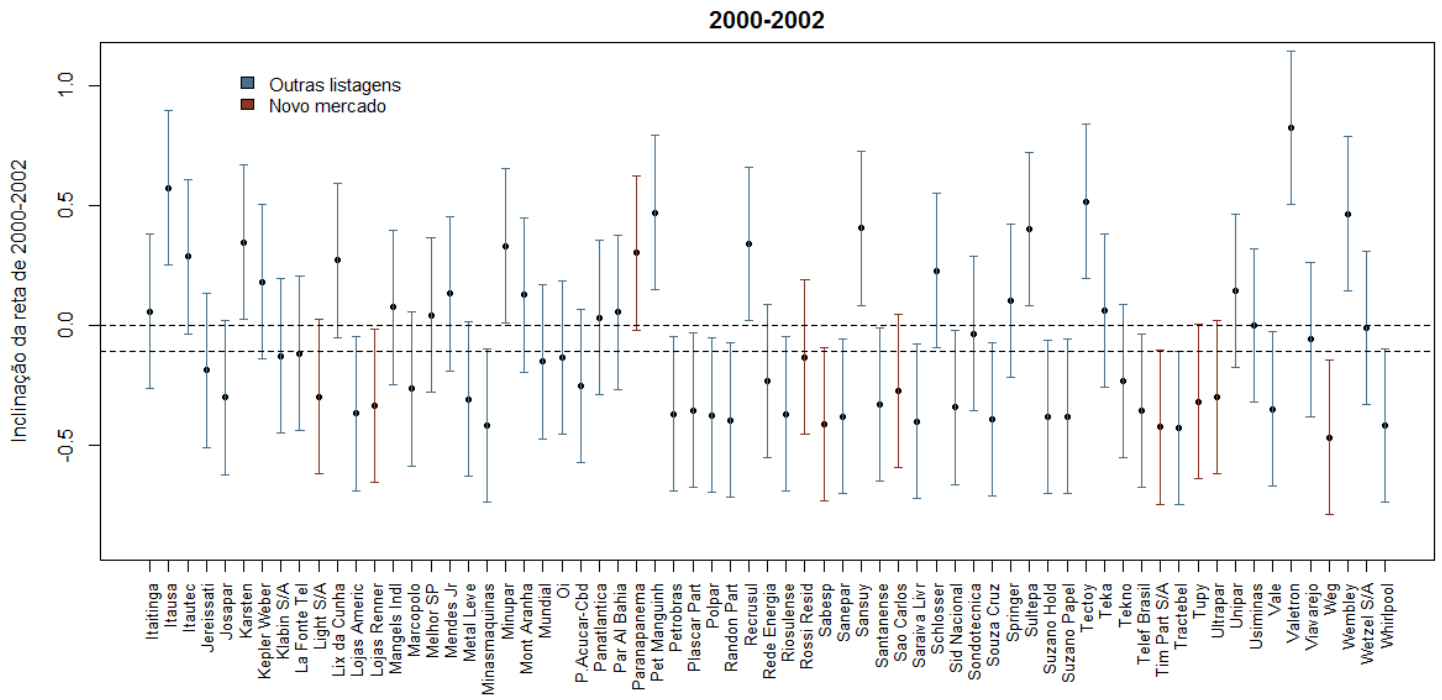
WOOLDRIDGE, J.M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. London: MIT Press, 2002.

## 9. ANEXO

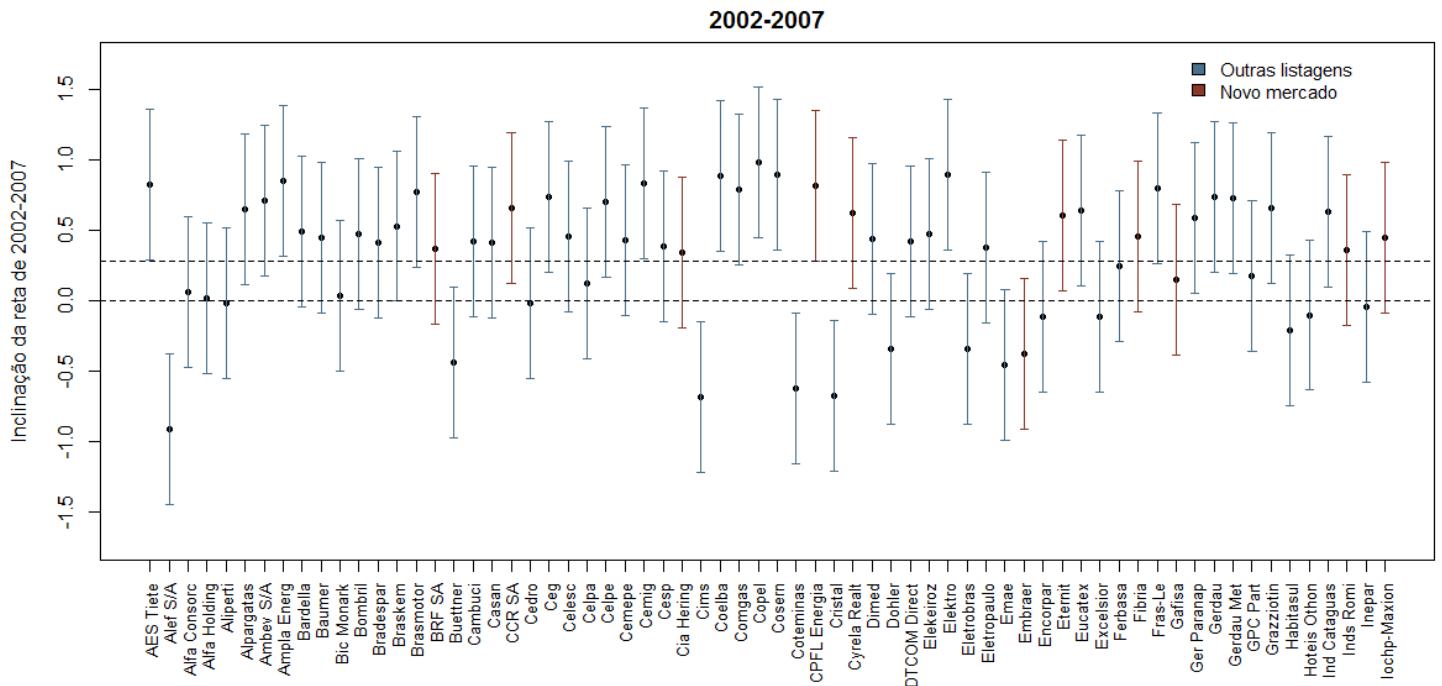
Nos gráficos seguintes tem-se as inclinações das retas para cada empresa nos períodos de 2000-2002, 2002-2007 e 2009-2014.

### Inclinação da reta de 2000-2002 por empresa.

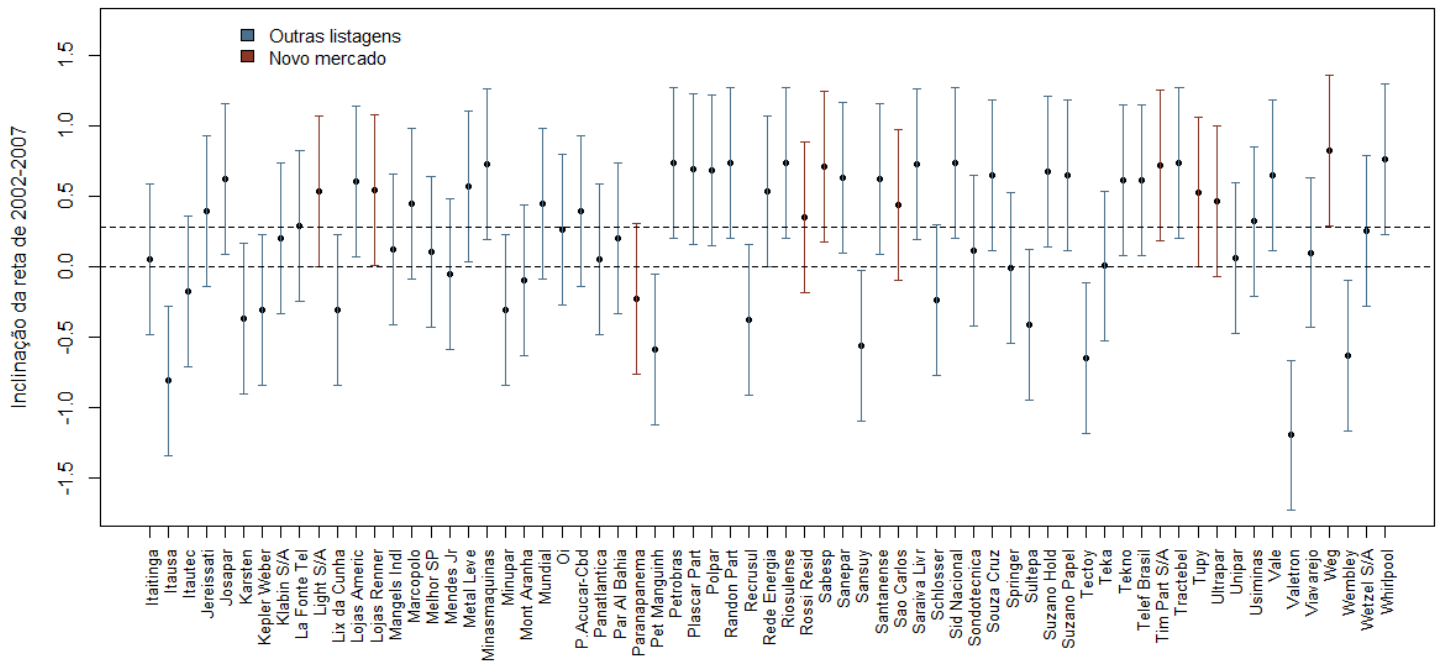




Inclinação da reta de 2002-2007 por empresa.

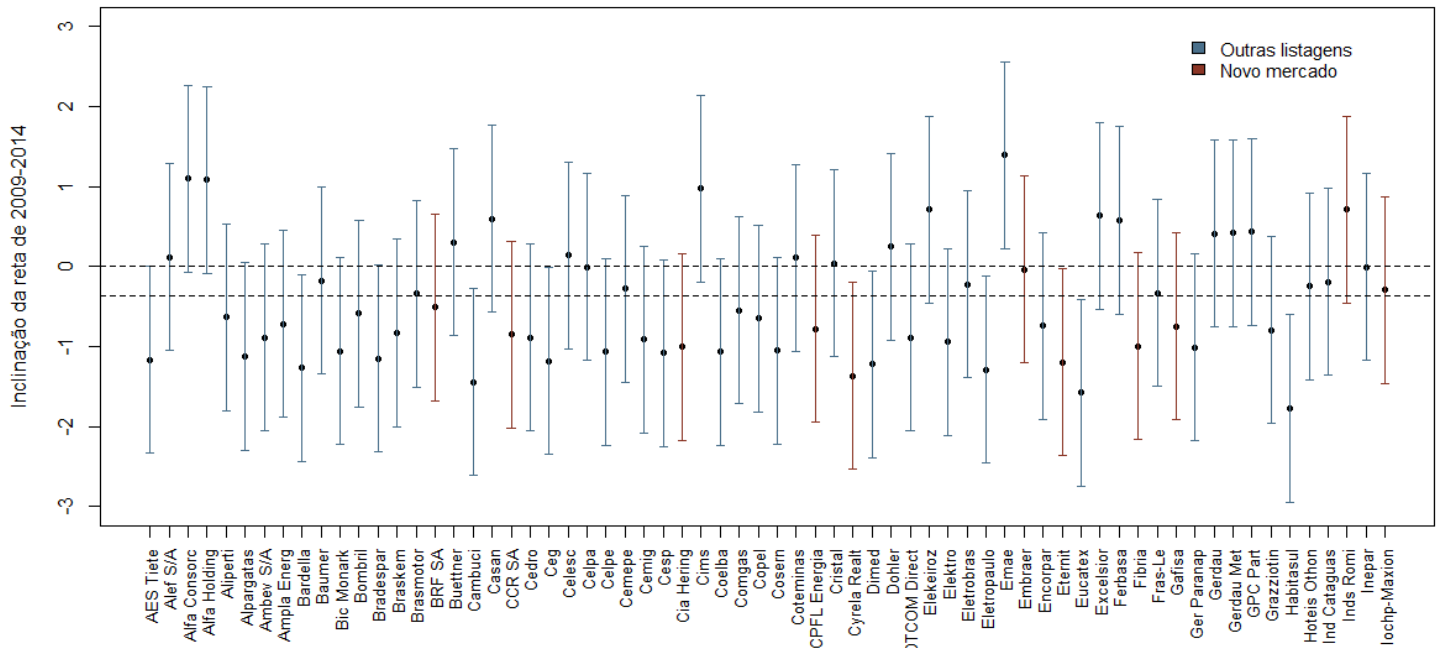


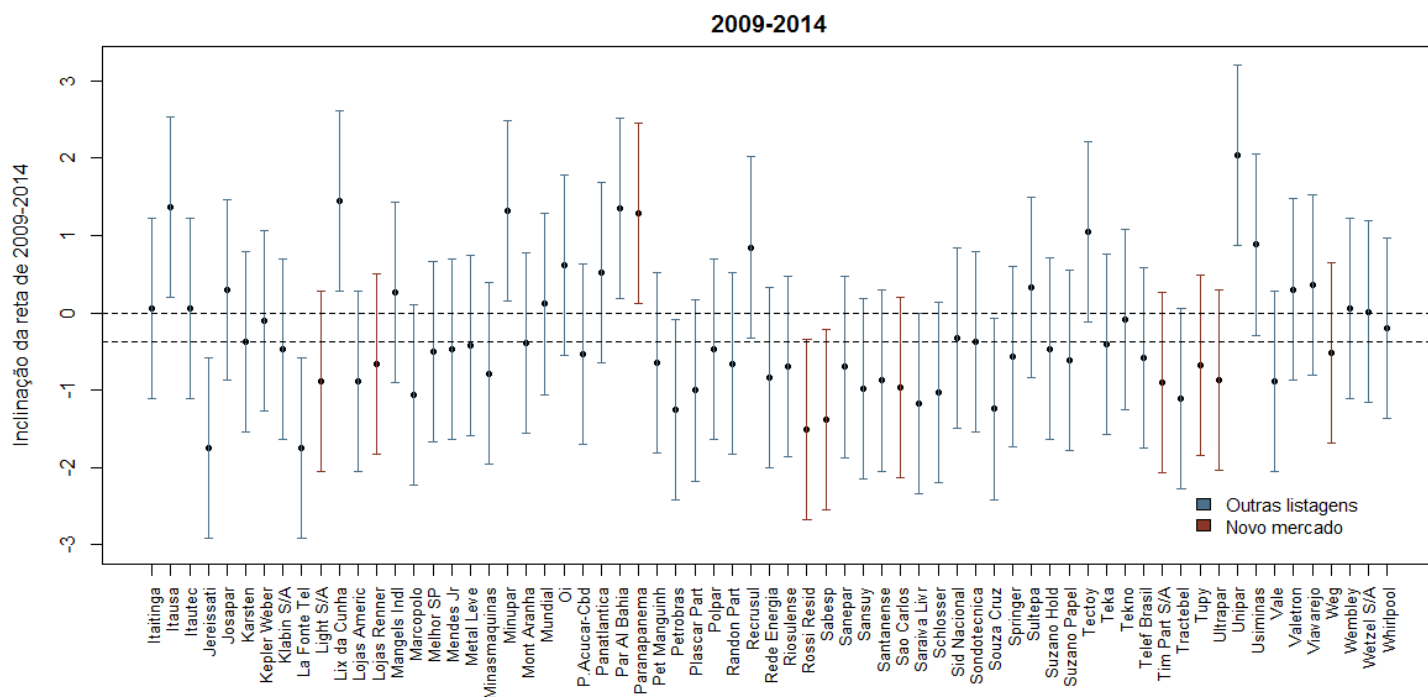
2002-2007



Inclinação da reta de 2009-2014 por empresa.

2009-2014





Nas Tabelas 5, 6, 7 e 8 tem-se a apresentação de cada ponto do Gráfico 10.

#### Empresas do primeiro quadrante.

Empresa	2008-2007	2009-2008	Tipo
Habitasul	0,03	1,64	Outras listagens
Bic Monark	0,00	0,77	Outras listagens
Aliperti	0,10	0,56	Outras listagens
Schlosser	0,21	0,51	Outras listagens
Cedro	0,21	0,45	Outras listagens
Sansuy	0,52	0,36	Outras listagens
Encorpar	0,13	0,31	Outras listagens
Teka	0,05	0,24	Outras listagens
Hoteis Othon	0,20	0,23	Outras listagens
Springer	0,04	0,20	Outras listagens
Pet Manguinh	0,29	0,20	Outras listagens
Mendes Jr	0,06	0,14	Outras listagens
Kepler Weber	0,45	0,05	Outras listagens

#### Empresas do segundo quadrante.

Empresa	2008-2007	2009-2008	Tipo
Eucatex	-0,39	1,53	Outras listagens
Sabesp	-0,55	1,51	Novo mercado
Cyrela Realt	-0,40	1,45	Novo mercado
Jereissati	-0,27	1,43	Outras listagens
Dimed	-0,29	1,42	Outras listagens
La Fonte Tel	-0,19	1,35	Outras listagens

Souza Cruz	-0,39	1,32	Outras listagens
Ceg	-0,48	1,30	Outras listagens
Cambuci	-0,22	1,28	Outras listagens
Eternit	-0,31	1,24	Novo mercado
Alpargatas	-0,39	1,22	Outras listagens
Fibria	-0,29	1,21	Novo mercado
Cesp	-0,43	1,20	Outras listagens
Tractebel	-0,46	1,20	Outras listagens
Ger Paranap	-0,34	1,15	Outras listagens
AES Tiete	-0,55	1,15	Outras listagens
Cia Hering	-0,14	1,15	Novo mercado
Cosern	-0,63	1,10	Outras listagens
Saraiva Livr	-0,43	1,09	Outras listagens
Sao Carlos	-0,22	1,09	Novo mercado
Marcopolo	-0,22	1,08	Outras listagens
Ambev S/A	-0,44	1,07	Outras listagens
Tim Part S/A	-0,44	1,06	Novo mercado
Lojas Americ	-0,34	1,06	Outras listagens
Rossi Resid	-0,21	1,06	Novo mercado
Ultrapar	-0,23	1,06	Novo mercado
Bardella	-0,31	1,06	Outras listagens
Cemig	-0,54	1,05	Outras listagens
CCR SA	-0,38	1,04	Novo mercado
Petrobras	-0,49	1,04	Outras listagens
Coelba	-0,62	1,04	Outras listagens
Braskem	-0,35	0,98	Outras listagens
Sanepar	-0,41	0,97	Outras listagens
Graziotin	-0,35	0,96	Outras listagens
Elektro	-0,65	0,96	Outras listagens
Eletropaulo	-0,26	0,92	Outras listagens
Minasmaquinas	-0,44	0,91	Outras listagens
Lojas Renner	-0,29	0,91	Novo mercado
Plascar Part	-0,46	0,88	Outras listagens
CPFL Energia	-0,57	0,88	Novo mercado
Ampla Energ	-0,53	0,88	Outras listagens
Vale	-0,41	0,88	Outras listagens
Light S/A	-0,26	0,86	Novo mercado
DTCOM Direct	-0,15	0,84	Outras listagens
Santanense	-0,38	0,83	Outras listagens
Celpe	-0,44	0,82	Outras listagens
Tupy	-0,25	0,81	Novo mercado
Telef Brasil	-0,40	0,81	Outras listagens
P,Acucar-Cbd	-0,18	0,80	Outras listagens
Suzano Papel	-0,35	0,77	Outras listagens
Copel	-0,68	0,75	Outras listagens
BRF SA	-0,16	0,74	Novo mercado
Bradespar	-0,29	0,72	Outras listagens
Klabin S/A	-0,08	0,69	Outras listagens
Comgas	-0,49	0,66	Outras listagens



Weg	-0,48	0,65	Novo mercado
Suzano Hold	-0,40	0,65	Outras listagens
Randon Part	-0,43	0,65	Outras listagens
Riosulense	-0,51	0,65	Outras listagens
Rede Energia	-0,39	0,63	Outras listagens
Metal Leve	-0,38	0,60	Outras listagens
Polpar	-0,42	0,59	Outras listagens
Fras-Le	-0,56	0,57	Outras listagens
Iochp-Maxion	-0,19	0,56	Novo mercado
Bombril	-0,28	0,51	Outras listagens
Mont Aranha	-0,14	0,50	Outras listagens
Gafisa	-0,04	0,47	Novo mercado
Baumer	-0,21	0,44	Outras listagens
Brasmotor	-0,40	0,42	Outras listagens
Sondotecnica	-0,01	0,38	Outras listagens
Whirlpool	-0,43	0,34	Outras listagens
Cemepe	-0,30	0,32	Outras listagens
Melhor SP	-0,01	0,09	Outras listagens
Sid Nacional	-0,35	0,05	Outras listagens
Ind Cataguas	-0,52	0,04	Outras listagens

#### Empresas do terceiro quadrante.

<b>Empresa</b>	<b>2008-2007</b>	<b>2009-2008</b>	<b>Tipo</b>
Tekno	-0,46	-0,11	Outras listagens
Josapar	-0,35	-0,19	Outras listagens
Celesc	-0,26	-0,20	Outras listagens
Mundial	-0,28	-0,24	Outras listagens
Celipa	-0,06	-0,24	Outras listagens
Casan	-0,26	-0,26	Outras listagens
Oi	-0,08	-0,29	Outras listagens
Wetzel S/A	-0,12	-0,40	Outras listagens
Gerdau	-0,36	-0,57	Outras listagens
Gerdau Met	-0,36	-0,58	Outras listagens
Elekeiroz	-0,28	-0,90	Outras listagens
Inds Romi	-0,22	-0,99	Novo mercado
Usiminas	-0,18	-1,24	Outras listagens

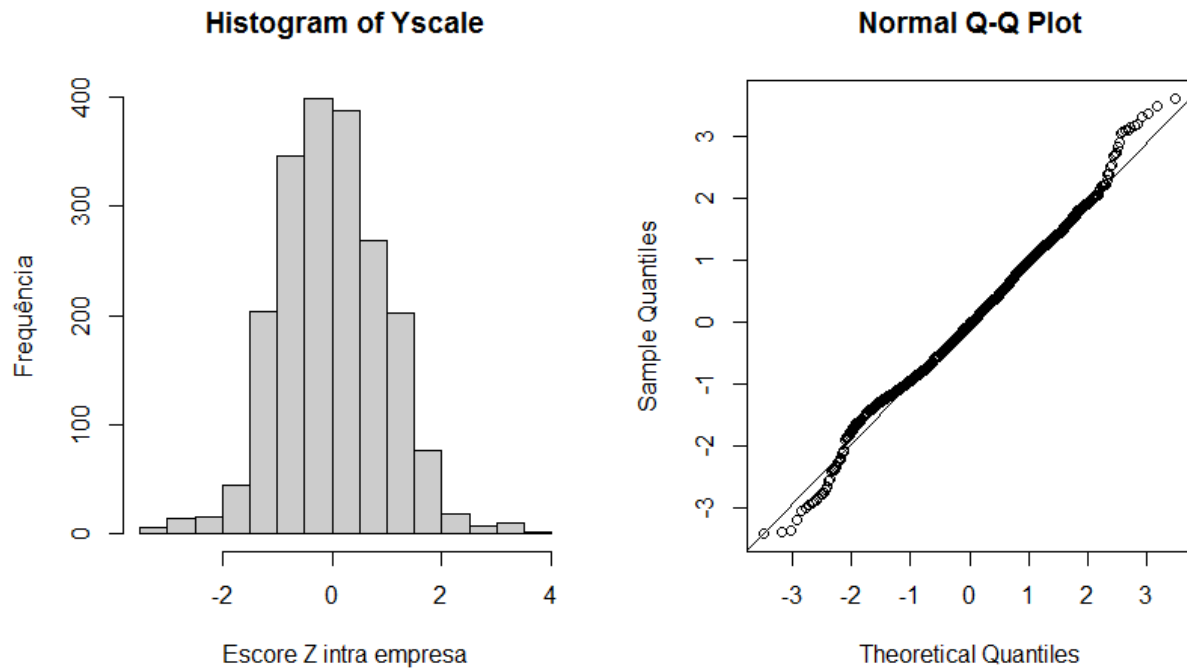
#### Empresas do quarto quadrante.

<b>Empresa</b>	<b>2008-2007</b>	<b>2009-2008</b>	<b>Tipo</b>
Viavarejo	0,04	-0,02	Outras listagens
Embraer	0,44	-0,06	Novo mercado
Dohler	0,37	-0,10	Outras listagens
Itaitinga	0,03	-0,22	Outras listagens
Cristal	0,49	-0,22	Outras listagens
Karsten	0,32	-0,22	Outras listagens

Excelsior	0,18	-0,37	Outras listagens
Elektrobras	0,27	-0,48	Outras listagens
Wembley	0,57	-0,50	Outras listagens
Panatlantica	0,10	-0,52	Outras listagens
Coteminas	0,58	-0,52	Outras listagens
Inepar	0,08	-0,55	Outras listagens
Alef S/A	0,84	-0,59	Outras listagens
Itautec	0,08	-0,62	Outras listagens
Buettner	0,36	-0,72	Outras listagens
Mangels Indl	0,04	-0,74	Outras listagens
Sultepa	0,28	-0,78	Outras listagens
GPC Part	0,07	-0,78	Outras listagens
Valetron	0,93	-0,87	Outras listagens
Ferbasa	0,18	-0,98	Outras listagens
Recrusul	0,43	-1,18	Outras listagens
Tectoy	0,44	-1,23	Outras listagens
Itausa	0,58	-1,31	Outras listagens
Alfa Holding	0,05	-1,39	Outras listagens
Alfa Consorc	0,02	-1,43	Outras listagens
Lix da Cunha	0,43	-1,49	Outras listagens
Minupar	0,28	-1,52	Outras listagens
Cims	0,55	-1,58	Outras listagens
Paranapanema	0,35	-1,72	Novo mercado
Par Al Bahia	0,15	-1,84	Outras listagens
Emae	0,66	-2,03	Outras listagens
Unipar	0,18	-2,31	Outras listagens

No gráfico seguinte tem-se o histograma e o QQplot do ebtida padronizado intra empresa.

Histograma do ebtida padronizado pelo escore Z intra empresa.



Na tabela seguinte, tem-se uma análise descritiva do ebtida/100000 de cada ano e no geral para todas as empresas.

#### Análise descritiva da Ebtida por 100.000.

Ano	N	Média	D.P.	Mín.	1Q	2Q	3Q	Máx.
2000	133	2,60	8,76	-0,57	0,07	0,29	1,58	89,23
2001	133	2,50	7,63	-0,97	0,06	0,29	1,59	70,37
2002	133	1,73	5,28	-6,36	0,03	0,18	1,00	43,96
2003	133	2,69	11,12	-14,47	0,03	0,24	1,81	117,16
2004	133	3,69	13,34	-14,84	0,07	0,40	2,61	135,91
2005	133	4,66	19,55	-23,66	0,04	0,37	3,05	204,62
2006	133	5,63	23,52	-25,00	0,06	0,54	3,43	242,35
2007	133	7,43	28,91	-32,78	0,10	0,75	4,87	266,01
2008	133	6,18	28,01	-99,76	0,07	0,78	4,42	262,28
2009	133	6,50	34,22	-131,50	0,07	0,69	5,82	346,44
2010	133	9,81	40,77	-77,98	0,13	1,08	7,93	362,84
2011	133	9,63	40,81	-57,62	0,09	0,87	6,83	330,36
2012	133	6,70	26,93	-55,60	0,06	0,62	5,15	260,54
2013	133	7,87	29,15	-15,75	0,07	0,65	5,25	268,18
2014	133	5,41	12,91	-2,31	0,05	0,50	5,06	104,22
Geral	1995	5,53	24,88	-131,50	0,06	0,46	3,48	362,84