

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Sócio Econômico
Departamento de Economia e Relações Internacionais

RAFAELA DEGASPARI ABRAHÃO SAAD

GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR E DESEMPENHO DAS COMPANHIAS
ABERTAS DE SANTA CATARINA

Florianópolis, 2016

RAFAELA DEGASPARI ABRAHÃO SAAD

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR E DESEMPENHO DAS COMPANHIAS
ABERTAS DE SANTA CATARINA**

Monografia submetida ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Newton Carneiro Affonso da Costa Jr.

Florianópolis, 2016

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 à aluna Rafaela Degaspari Abraão Saad na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Data de aprovação: 13/07/2016

Banca Examinadora:

Prof. Newton Carneiro Affonso da Costa Jr. - Orientador

Prof. Marco Antônio de Oliveira V. Goulart

Prof. Thiago Fleith Otuki

RESUMO

Baseado na dissertação de Silveira (2002), este trabalho pretende comprovar a relevância da Governança Corporativa para o valor e o desempenho das Companhias Abertas de Santa Catarina durante o ano de 2015. Primeiramente, é feita uma revisão teórica sobre o tema. Logo após, o presente trabalho mensura o impacto da independência e do tamanho do Conselho de Administração, bem como da unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração sobre o valor e desempenho das empresas catarinenses. Para isto, foram analisados índices financeiros das companhias listadas na BM&FBovespa e dados internos de cada empresa. Os resultados foram satisfatórios e semelhantes aos encontrados por Silveira (2002) para as empresas brasileiras como um todo.

Palavras Chave: Governança Corporativa, Valor, Desempenho, Companhias Abertas.

ABSTRACT

Based on Silveira's master's thesis (2002), this paper aims to demonstrate the relevance of Corporate Governance for the value and performance of listed companies from Santa Catarina during 2015. First, it's made a theoretical review about the theme. After, this study measures the impact of independence and the size of the Board of Directors, as well as the unification of the positions of CEO and Chairman, on the value and performance of Santa Catarina companies. For this, financial ratios of companies listed on the BM & FBovespa and internal data of each company were analyzed. The results were satisfactory and similar to those found by Silveira (2002) for Brazilian companies as a whole.

Keywords: Corporate Governance, Value, Performance, Public Companies.

AGRADECIMENTOS

Agradecer é um ato nobre, o qual eu não poderia deixar de fazer. Desde 2012, quando saí de Cordeirópolis, interior de São Paulo, para crescer e seguir meu caminho, muitas pessoas passaram pela minha vida. E, mesmo conquistando minha independência, nunca estive sozinha.

Primeiramente, agradeço a Deus pela força, proteção e bênção as quais fui privilegiada em receber.

Agradeço aos meus pais, Elias e Maria Cristina, pelo total apoio enquanto estive longe de casa. Apoio este que me fez aguentar e seguir em frente quando nada mais me parecia fazer sentido. Agradeço pelos conselhos, pelos incentivos e, principalmente, pelo amor que sempre recebi. A vocês, minha eterna gratidão.

Em seguida, agradeço à minha irmã, Ana Cristina, pelos conselhos e por ser meu espelho, meu exemplo, aquela que me guia e me incentiva a crescer. Agradeço também ao meu irmão, Jamil, pelo carinho e amor que sempre me recebeu na volta para casa.

Não posso deixar de agradecer também ao meu professor-orientador, Prof. Newton Carneiro Affonso da Costa Jr, pela paciência, disponibilidade e compreensão na elaboração do presente trabalho.

Expresso também minha gratidão ao Airton José Santos, por ter me dado a primeira oportunidade de trabalho e pelo total apoio durante o mesmo. Agradeço também aos meus colegas da Eletrosul, onde pude vivenciar a área financeira de uma empresa. Em especial, agradeço ao meu supervisor, Valter Seiti Kiyon Junior, pela confiança em meu trabalho e pela compreensão, que me possibilitou conciliar a elaboração deste trabalho com a corrida rotina do dia a dia.

Agradeço aos amigos que fiz em Florianópolis/SC, amigos estes que foram minha família durante a graduação e que estiveram ao meu lado nos melhores e piores momentos. Agradeço, principalmente, à Gabriela Bohrer Schmidt, à Jaqueline Dagnoni, ao Lucas Cerchiaro e à Thais Santos do Nascimento, que estiverem comigo desde o início; me acompanharam nas alegrias, e me apoiaram nos momentos difíceis. Agradeço também ao futuro economista Dioner Segala pela paciência e disponibilidade em me ajudar na elaboração do presente trabalho.

Não posso deixar de agradecer aos meus amigos do interior de São Paulo que, mesmo longe, sempre estiveram ao meu lado de alguma maneira. Fizeram com que a minha volta para casa sempre fosse bem-vinda, e me mostraram que a distância não afeta em nada quando há respeito e carinho.

Agradeço também à todos que de alguma forma se fizeram presente na minha trajetória durante esses 4 anos e meio. A todos vocês, o meu mais sincero “muito obrigada”!

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	14
1.1	TEMA E PROBLEMA.....	14
1.1.1	TEMA	14
1.1.2	PROBLEMA	14
1.2	OBJETIVOS	15
1.2.1	OBJETIVO GERAL	15
1.2.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	15
1.3	JUSTIFICATIVA.....	15
1.4	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	15
1.4.1	ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS.....	16
1.4.2	ERROS NOS DADOS	16
2.	REVISÃO TEÓRICA	17
2.1	INTRODUÇÃO	17
2.2	O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES.....	18
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA PELO MUNDO	19
2.3.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS	20
2.3.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO	22
2.3.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA.....	23
2.3.4	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO.....	24
2.3.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	26
2.4	COMPARAÇÃO DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	27
2.5	O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A GOVERNANÇA CORPORATIVA	27
2.6	AS COMPANHIAS ABERTAS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA	29
2.6.1	BOVESPA MAIS E BOVESPA MAIS NÍVEL 2	29
2.6.2	O NOVO MERCADO	30
2.6.2.1	NÍVEIS 1 E 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	31
3.	METODOLOGIA DA PESQUISA	33
3.1	MÉTODO UTILIZADO	33
3.2	DEFINIÇÃO TEÓRICA DAS VARIÁVEIS	36
3.2.1	VARIÁVEIS INDEPENDENTES - GOVERNANÇA CORPORATIVA	36
3.2.2	VARIÁVEIS DEPENDENTES – VALOR E DESEMPENHO DA EMPRESA	37
3.2.2.1	VALOR DA EMPRESA.....	37

3.2.2.2	DESEMPENHO DA EMPRESA	37
3.2.3	VARIÁVEIS DE CONTROLE	40
3.2.3.1	ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	40
3.2.3.2	SETOR DE ATUAÇÃO	40
3.2.3.3	DÍVIDA TOTAL SOBRE O ATIVO TOTAL E A RECEITA OPERACIONAL	41
3.3	COLETA DE DADOS E AMOSTRAGEM.....	42
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	45
4.1	ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS ABERTAS DE SANTA CATARINA	45
4.2	RESULTADOS DOS TESTES DE HIPÓTESES	46
4.2.1	MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	46
4.2.1.1	CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	47
4.2.1.2	CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E VALOR DAS COMPANHIAS	47
4.2.1.3	CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DESEMPENHO DAS COMPANHIAS.....	48
4.2.2	RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O VALOR DAS COMPANHIAS.....	49
4.2.2.1	DIMINUIÇÃO DA AMOSTRA	49
4.2.2.2	REGRESSÃO MÚLTIPLA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DAS EMPRESAS.....	50
4.2.2.3	REGRESSÃO MÚLTIPLA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS	53
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	56
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	59

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais Modelos de Governança Corporativa segundo o IBGC	19
Quadro 2 - Variáveis Independentes - Governança Corporativa.....	33
Quadro 3 - Variáveis Dependentes - Valor e Desempenho	33
Quadro 4 - Variáveis de Controle	34
Quadro 5 - Indicadores de Desempenho	38
Quadro 6 - Sistemas de Coletas de Dados.....	42
Quadro 7 - Dados de Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade de Empresas Catarinense em 2015.....	43
Quadro 8 - Composição do Conselho de Administração das Companhias Abertas catarinenses em 2015.....	45
Quadro 9- Composição do Conselho de Administração das Companhias Abertas catarinenses em 2015	45
Quadro 10 - Porcentagem das Companhias Abertas catarinenses que apresentam cargo unificado ..	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Correlação entre as variáveis de Governança Corporativa	47
Tabela 2 - Correlação entre as variáveis de Governança Corporativa, Estrutura de Propriedade e Valor das Companhias	47
Tabela 3 - Correlação entre as variáveis de Governança Corporativa, Estrutura de Propriedade e Desempenho das Companhias	48
Tabela 4 - Modelo Valor x Governança Corporativa	51

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Dispersão dos dados das empresas. FIRMVSAT x TOT	50
Gráfico 2 - Estatística de teste para Normalidade Governança Corporativa x Valor	52
Gráfico 3- Estatística de teste para Normalidade Governança Corporativa x Desempenho.....	54

LISTA DE FÓRMULAS

Fórmula 1 - Equação Geral de Valor	34
Fórmula 2 - Equação Geral de Desempenho	34
Fórmula 3 - Independência do Conselho de Administração	36
Fórmula 4 - Valor da Empresa	37
Fórmula 5- Desempenho da Empresa 1	38
Fórmula 6- Desempenho da Empresa 2	38
Fórmula 7 - Desempenho da Empresa 3	39
Fórmula 8 - Desempenho da Empresa 4	39
Fórmula 9 - Desempenho da Empresa 5	39
Fórmula 10- Dívida Total sobre Ativo Total.....	41
Fórmula 11 - Equação de Valor das Companhias Abertas de Santa Catarina	51
Fórmula 12- Equação de Desempenho das Companhias Abertas de Santa Catarina	54

1. INTRODUÇÃO

Segundo Silveira (2002), o desenvolvimento dos mercados de capitais forneceu parte significativa do financiamento necessário para o crescimento das empresas privadas, o que propiciou o surgimento da “grande corporação moderna”. Nesta, o gestor da empresa não é, necessariamente, o proprietário da mesma, sendo isto uma consequência da pulverização do controle acionário. Esta separação da propriedade e controle entre acionistas e gestores fez com que surgisse a necessidade da criação, e utilização, de mecanismos com o propósito de alinhar os interesses de todos os envolvidos na companhia.

É nesta temática que se insere o uso de boas práticas de Governança Corporativa, a qual pode trazer benefícios às empresas – como a melhora no relacionamento entre investidores e gestores, melhor acesso e redução no custo de capital, o fortalecimento da gestão profissional, entre outros. Entretanto, o modo de alcance de tais benefícios ainda é discutido, o que faz ser necessário analisar a estratégia organizacional que contribui de modo eficaz na resolução de conflitos e exigências, para que as empresas atuem adequadamente, e para promover o fortalecimento do ambiente empresarial (FONTES FILHO; BRONSTEIN, 2014).

Assim sendo, a fim de avaliar a ideia de que a adoção de boas práticas de Governança Corporativa são benéficas às empresas, o presente trabalho tem o objetivo de estudar o relacionamento entre Governança Corporativa e valor das companhias abertas de Santa Catarina durante o ano de 2015.

1.1 TEMA E PROBLEMA

1.1.1 TEMA

A influência da Governança Corporativa no valor e desempenho das companhias abertas de Santa Catarina no ano de 2015.

1.1.2 PROBLEMA

A governança corporativa influencia o desempenho das companhias abertas?

1.2 OBJETIVOS

Os objetivos do presente trabalho podem ser divididos por geral e específicos.

1.2.1 OBJETIVO GERAL

Analisar os efeitos da Governança Corporativa sobre as companhias abertas de Santa Catarina no ano de 2015.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Apresentar o que é a Governança Corporativa no Brasil e no mundo.
- Identificar como a independência e o tamanho do Conselho de Administração afetam o valor e o desempenho companhias abertas de Santa Catarina.
- Analisar se há interferência no valor e desempenho nas companhias abertas catarinenses, quando o CEO da mesma é também o presidente do Conselho de Administração.
- Contribuir para a discussão em torno do tema Governança Corporativa..

1.3 JUSTIFICATIVA

Como já mencionado, a Governança Corporativa está relacionada ao aumento de valor e ao melhor desempenho de uma empresa. Assim sendo, este trabalho pretende analisar a relação entre a estrutura de Governança Corporativa das companhias abertas de Santa Catarina com o valor e desempenho das mesmas durante o ano de 2015.

1.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A primeira limitação da pesquisa diz respeito a amostra analisada, que é composta pelas companhias abertas de Santa Catarina, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo

(BOVESPA), no ano de 2015. Tal fato faz com que a amostra seja pequena, o que pode afetar os resultados bem como impedir a generalização dos mesmos para as demais companhias abertas brasileiras.

Com relação à definição operacional de Governança Corporativa, o foco é dado às características do Conselho de Administração, não abordando outros mecanismos internos que podem afetar os custos de agência, como, por exemplo, a remuneração dos gestores. Também não aborda mecanismos externos, como a presença de um mercado de trabalho competitivo.

1.4.1 ESPECIFICAÇÃO DOS MODELOS

A escolha das variáveis dependentes e independentes dos modelos influencia os resultados obtidos. As variáveis de controle são importantes para uma melhor especificação do modelo, pois sua omissão pode acarretar em conclusões equivocadas.(Silveira, 2002) No presente trabalho, apesar da utilização de algumas variáveis de controle para melhorar a qualidade estatística do modelo, outras potencialmente importantes não foram incluídas.

1.4.2 ERROS NOS DADOS

A qualidade de alguns dados disponíveis pode ser colocada sob suspeita. Isso se deve aos erros de medidas, critérios contábeis pouco claros, além da possível manipulação dos números da companhia. Entretanto, um argumento a favor é o de que, por serem companhias abertas, as empresas do presente trabalho são fiscalizadas pelos órgãos reguladores.(Silveira, 2002)

2. REVISÃO TEÓRICA

2.1 INTRODUÇÃO

Governança Corporativa é uma ampla área de pesquisa que envolve economia, finanças e direito, e que, recentemente, tornou-se tema de debate, tanto na academia quanto no mercado. Mas, mais do que isso, como cita Perazzo (2014), a Governança Corporativa afeta um tipo de relação superior com mecanismos externos e internos, como os próprios colaboradores, a sociedade civil, os concorrentes, as áreas do poder público, os fornecedores e clientes.

Assim sendo, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), há quatro princípios básicos que norteiam a Governança Corporativa:

- **Transparência:** disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seus interesses, não se restringindo apenas ao desempenho econômico-financeiro, mas também os fatores que dirigem a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização.
- **Equidade:** tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas, considerando seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.
- **Prestação de Contas:** os agentes devem prestar contas de suas atuações de modo claro e conciso, assumindo suas responsabilidades e as consequências de seus atos.
- **Responsabilidade Corporativa:** os agentes devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, a fim de reduzir as externalidades negativas e aumentar as positivas, levando em consideração os diversos capitais no curto, médio e longo prazos.

Sob tais análises, apesar dos executivos serem contratados para maximizar a riqueza dos acionistas e, conseqüentemente, o valor da empresa, podem acabar tomando decisões que maximizam sua utilidade pessoal, prejudicando, assim, o valor corporativo. A base de uma boa governança corporativa é, portanto, a minimização dos problemas de agência dos gestores, e tal fato pode se concretizar a partir de um Conselho de Administração bem estruturado.

Em vista dessas perspectivas, na seção seguinte, 2.2, há a explicação do problema de agência dos gestores, a qual é de extrema importância para o entendimento da inserção da Governança Corporativa no meio empresarial.

Já na seção 2.3, após o entendimento da importância de uma boa Governança Corporativa, serão apresentados os sistemas de Governança Corporativa em diferentes nações,

com ênfase nos países mais desenvolvidos e que apresentam mais estudos sobre o tema. Nesta seção, fica evidente a evolução do sistema nos últimos anos em diferentes partes do mundo. Além disso, a seção apresenta uma explicação da Governança Corporativa no Brasil, buscando descrever, de modo geral, o sistema nas companhias abertas brasileiras bem como sua evolução, sendo importante para entender o funcionamento da Governança Corporativa nas empresas de Santa Catarina, foco do presente estudo.

A fim de evidenciar os diferentes sistemas inseridos no mundo, a seção 2.4 apresenta uma breve comparação da Governança Corporativa que é utilizada nos países já mencionados.

O papel do Conselho de Administração, objeto deste trabalho, é evidenciado na seção 2.5, que detalha a importância e também os efeitos do Conselho sobre a Governança Corporativa das companhias e, conseqüentemente, sobre o valor e desempenho das mesmas.

Na seção 2.6 será apresentada uma breve explicação sobre o que são as companhias abertas e qual sua relação com a Governança Corporativa. Além de um sucinto esclarecimento sobre os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA.

2.2 O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES

Jensen e Meckling (1976, apud Silveira, 2002) definem um relacionamento de agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”, ou seja, os custos de agência surgem quando há um envolvimento cooperativo entre duas ou mais pessoas. Assim sendo, para os autores, caso ambas as partes ajam a fim de maximizar suas utilidades, dificilmente o agente agirá em favor do interesse do principal, logo, os acionistas (principal) incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores (agente) aos seus, os chamados “custos de agência”.

Ainda segundo Jensen e Meckling (2008), os custos de agência são a soma de três pontos, a saber:

- Custos das despesas de monitoramento por parte do principal;
- Custos das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente;
- Custo residual.

Ou seja, a fim de limitar as divergências referentes aos seus interesses e inibir atividades irregulares dos agentes, o principal pode fornecer incentivos ao agente e incorrer em custos de monitoramento. Em algumas situações, o principal opta por pagar ao agente para despende recursos, como os custos de concessão de garantias contratuais, com o objetivo de assegurar que as ações do agente não sejam prejudiciais, ou que o principal receba uma recompensa caso o agente promova ações danosas. Na prática, na maioria das relações de agência, o principal e o agente incorrerão em custos positivos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais, além de haver algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. Essa redução do bem-estar vivenciada pelo principal, devido ao equivalente monetário citado, refere-se ao “custo residual”.(Jensen e Meckling, 2008)

Em vista dessas análises fica evidente que uma boa prática de Governança Corporativa se torna fundamental dentro de uma empresa, pois tem o intuito de minimizar o problema de agência dos gestores, harmonizando a relação entre acionistas e gestores, e diminuir os chamados “custos de agência”.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA PELO MUNDO

Com o avanço do comércio internacional, as companhias sofreram uma expansão de suas transações financeiras em escala global e, conseqüentemente, foram objeto de sensíveis transformações. Tal fato se deve ao acentuado ritmo de crescimento de suas atividades, o qual fez surgir a necessidade de uma readequação de suas estruturas de controle decorrente da separação entre propriedade e gestão empresarial.(IBGC, 2015)

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), há duas grandes categorias que abrigam os principais modelos de Governança Corporativa adotados pelo mundo, o *Outsider System* e o *Insider System*. A saber:

Quadro 1 - Principais Modelos de Governança Corporativa segundo o IBGC

Outsider System:	Insider System:
<ul style="list-style-type: none"> • Acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia; 	<ul style="list-style-type: none"> • Grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação

<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas; • Papel importante do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas; • Ativismo e grande porte dos investidores institucionais; • Mercado com possibilidade real de aquisições hostis do controle; • Foco na maximização do retorno para os acionistas (orientado para o acionista). 	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de propriedade mais concentrada; • Papel importante do mercado de dívida e títulos no crescimento e financiamento das empresas; • Frequente o controle familiar nas grandes companhias, bem como a presença do Estado como acionista relevante; • Presença de grandes grupos/conglomerados empresariais, muitas vezes altamente diversificados; • Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais; • Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros stakeholders não-financeiros, principalmente funcionários (orientado para as partes interessadas).
---	---

Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Assim sendo, existem diferenças entre os melhores sistemas de Governança Corporativa pelo mundo, como o anglo-saxão que se aproxima do *Outsider System* e é utilizado em países como os Estados Unidos e o Reino Unido, e como o sistema da Europa Continental e Japão, que se baseia no *Insider System*.

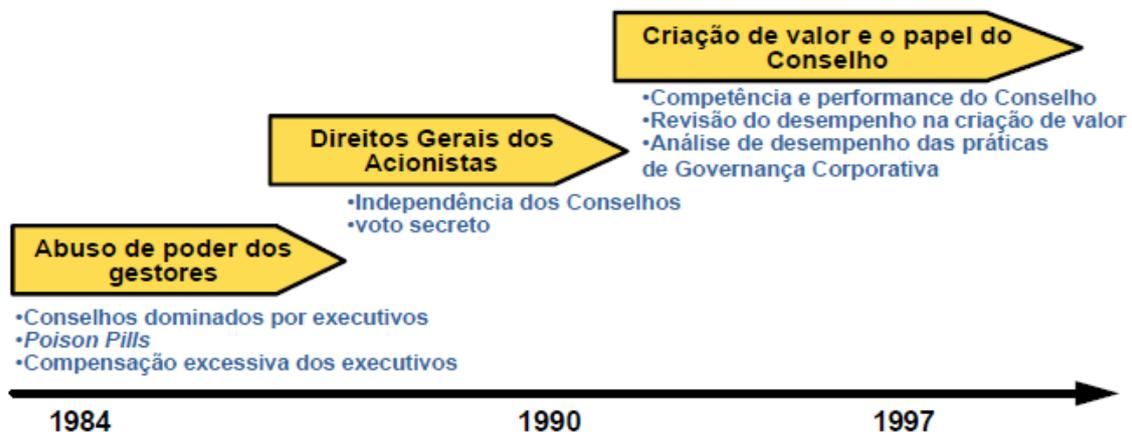
2.3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS

O moderno sistema de mercado de capitais norte-americano nasce, segundo Scherer (2003), como uma consequência do processo de crescimento das grandes empresas no final do século XIX, as quais, até então, valorizavam os executivos como condutores estratégicos - que, muitas vezes, deliberavam sob uma perspectiva *stakeholder*, sem, portanto, colocarem os trabalhadores como participantes ativos das decisões. Neste contexto, surge a necessidade de uma boa prática de Governança Corporativa como resposta aos diversos casos de abuso de poder e privação, por parte dos executivos, da riqueza dos acionistas, já que estes últimos, geralmente, detinham menos de 10% das ações de uma empresa listada entre as 500 maiores do país, devido à pulverização do controle acionário.

Carlsson (2001, p.25, apud Silveira, 2002) ressalta o papel do Calpers (California Public Employees Retirement System), um fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, como grande propulsor do movimento de Governança Corporativa nos EUA, devido a uma recusa de uma oferta de compra da Texaco, em 1984, pelos seus executivos, que prejudicou os acionistas. Tal fato fez com que o *Calpers*, como investidores de longo prazo, adotasse uma resolução afirmando que não aceitariam um comportamento similar de outras empresas. Além disso, juntamente com outros investidores institucionais, passou a monitorar as práticas de Governança Corporativa das empresas, expondo as deficiências quando necessário, o que fez com que os investidores passassem a concentrar mais seus votos em assembleias gerais dos acionistas, elegendo um maior número de conselheiros independentes.

Ainda segundo Carlsson (2001, p.29, apud Silveira, 2002), o *Calpers* apresentou três etapas que, de forma geral, retratam o desenvolvimento da Governança Corporativa nos Estados Unidos:

Figura 1 - Desenvolvimento da GC segundo a Calpers



Fonte: Carlsson, R. H., “Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy”, John Wiley e Sons, EUA, 2001, pág. 29, apud Silveira 2002.

Como consequência, no decorrer dos anos 1990, as empresas dos Estados Unidos ressaltaram a importância da Governança Corporativa e, segundo Bhagat e Black (1999, p.923, apud Silveira, 2002), nos anos 2000, quase todas as empresas norte americanas possuíam em seu Conselho de Administração uma maioria de membros externos, além de mais da metade das companhias terem desenvolvido um modelo de Governança Corporativa próprio.

Principalmente por apresentar um modelo de Governança Corporativa *Outsider System*, o qual há a pulverização de acionistas e estes estão tipicamente fora do controle diário das operações da companhia, nos Estados Unidos fica evidente a importância de uma boa

estrutura de Governança Corporativa, pois para tornar o mercado mais eficiente é imprescindível a transparência das informações, além do controle do abuso de poder por parte dos executivos.

2.3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO

Semelhante aos Estados Unidos, o Reino Unido também apresenta um modelo de Governança Corporativa anglo-saxão (*Outsider System*), ou seja, há uma pulverização do controle acionário, com ações distribuídas entre muitos acionistas minoritários.

No final dos anos 1980 houve uma série de desordens nos mercados corporativo e financeiro. Assim, o partido Conservador deixou evidente que tomaria medidas legislativas, caso o próprio mercado não se estruturasse de forma a prevenir a ocorrência de novos escândalos. Como consequência, a bolsa de valores de Londres (London Stock Exchange) formou o Comitê *Cadbury*, a fim de revisar os aspectos de Governança Corporativa relacionados às práticas de contabilidade e aos relatórios financeiros, e que, no fim de 1992, foi o responsável por publicar um relatório que constituiu o marco inicial do movimento da Governança Corporativa no país, o *The Financial Aspects of Corporate Governance*. (CARLSSON 2001, p.51, apud Silveira, 2002)

Ainda segundo o autor, apesar da ação da bolsa de valores de Londres, o relatório publicado não continha informações consideradas relevantes pelos investidores, principalmente devido à falta de dados referentes à remuneração dos executivos e conselheiros. Em 1995, então, surgiu o Comitê *Greenbury*, o qual iniciou importantes avanços na determinação de práticas de Governança ligadas à remuneração dos administradores.

A partir da revisão do relatório do Comitê *Cadbury* e dos principais pontos do Comitê *Greenbury*, em 1995 a bolsa de valores de Londres, em conjunto com outras entidades, formou o Comitê *Hampel* que, além dos aspectos de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros, também definiu a responsabilidade do Conselho de Administração como um órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. Este último relatório foi lançado em julho de 1998 com o título alterado para *Combined Code*, sendo utilizado pela bolsa de valores de Londres como uma das exigências para a listagem das companhias. (Carlsson, 2001, apud Silveira 2002)

Em vista dessas análises fica evidente que o processo para organizar uma boa Governança Corporativa no Reino Unido foi relativamente demorado e, além disso, foi resultado de uma desordem que aconteceu nos anos 1980. Atualmente, o *Combined Code* é chamado de *UK Corporate Governance Code*, e ainda é atualizado e utilizado pelas companhias e pela bolsa de valores de Londres.

2.3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA

Diferentemente dos Estados Unidos e do Reino Unido, na Alemanha o modelo de Governança Corporativa se aproxima do modelo *Insider System*. Assim sendo, há grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação. Além disso, o sistema alemão leva em consideração o benefício e satisfação de todas as partes relacionadas, os chamados *stakeholders* da empresa.

Segundo Silveira (2002), durante os anos 1990, as forças de mercado advindas da globalização forçaram as empresas alemãs a adotarem padrões internacionais de Governança Corporativa. Tal fato se deve ao acesso dessas empresas às bolsas de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*) e de Londres (*London Stock Exchange*), as quais exigem certas regras de transparência. Além disso, em 1997, o mercado de ações alemão sofreu grande impulso devido à criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da bolsa alemã de Frankfurt.

Carlsson (2001, apud Silveira 2002) expõe que o Sistema de Governança Corporativa alemão possui três características, a saber:

1. O modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* é o objetivo primordial das empresas;
2. O papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;
3. A gestão coletiva das empresas.

O modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como o objetivo principal, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas, é consequência da industrialização, muito regulamentada e controlada pelo estado. Tal fato se deve aos acontecimentos ocorridos no século XX, que deixaram marcas e que fizeram com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais, como as guerras mundiais, a hiperinflação, as reformas

monetárias, e a reintegração com a Alemanha Oriental. (CARLSSON, 2001 apud Silveira, 2002)

Em relação ao papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco, fica evidente o subdesenvolvimento do mercado de ações do sistema alemão quando comparado a outros sistemas de economia mais avançadas. Segundo Schoeler (2016), em 2015, das 3 milhões de empresas do mundo empresarial alemão, apenas 14 mil são sociedades por ações (“Aktiengesellschaft” = A.G.), destas, 4 mil são consideradas “grandes” por terem mais de 500 funcionários, mas apenas 700 destas são abertas e negociadas na bolsa. Entretanto, Silveira (2002) defende que, em contrapartida a um fraco mercado de ações, o mercado de crédito é muito desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas, e tal fato se deve ao século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer o capital de risco e a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

Já sobre a gestão coletiva de empresas, se deve ao fato de o Conselho de Gestão, responsável pela operação da companhia, indicar um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. O escolhido deve dividir as decisões com outros membros do conselho, ou seja, o presidente não possui o papel principal de tomador de decisões. (Silveira, 2002).

Logo, o sistema de Governança Corporativa na Alemanha também sofreu mudanças graças à globalização. Entretanto, atualmente, apresenta estruturas diferentes, já que, no país, há cerca de 700 mil companhias de responsabilidade limitada (“Gesellschaft mit Beschränkter Haftung”: Gmbh) que geralmente são médias ou mesmo grandes, além de mais de 2 milhões de micro e pequena empresas, essencialmente familiares, as quais pelo menos um sócio é responsável por tudo o que acontece na companhia. Estas últimas são a base da estrutura empresarial alemã, pois, mesmo pequenas e locais, abastecem as “Gmbh’s”, que, por sua vez, complementam as poderosas “A.G’s”.(Schoeler, 2016). Ou seja, a Governança é baseada nas relações entre proprietários e administradores para a obtenção de benefícios, o que diminui os problemas de agência.

2.3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO

Assim como a Alemanha, o Japão também se fundamenta num sistema de Governança Corporativa baseado no modelo *Insider System*. Além disso, o país tem uma cultura

coletivista, a qual busca o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e emprego vitalício para seus funcionários.

Devido ao fato de prezar pelo emprego vitalício, as empresas do país priorizam as metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros. Entretanto, com o aumento da competitividade mundial e com a pressão internacional, como forma de sobrevivência, muitas empresas japonesas estão abandonando a política de emprego vitalício. (Carlsson apud Silveira, 2002).

Segundo Carlsson (2001, apud Silveira, 2002), o conselho típico das grandes empresas japonesas é composto exclusivamente por executivos da companhia, e, quase sempre, o homem forte no conselho é o presidente da empresa. Logo, mesmo sendo um conselho com um número grande de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais e que não apresenta uma Governança Corporativa tão eficaz, uma vez que as decisões ficam a cargo do presidente.

Tais fatos fizeram com que, em 1997, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (*Japanese Federation of Economic Organization*) publicasse o relatório “Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa” (*Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*), o qual, a fim de promover a competitividade internacional do país, reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de Governança Corporativa. O relatório sugeria que as empresas melhorassem o funcionamento de seus Conselhos de Administração, além da adoção de suas próprias regras de Governança, e a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informações ao mercado. (Silveira, 2002)

No ano seguinte, o Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance Forum of Japan*) estabeleceu um comitê de Governança Corporativa, o qual elaborou um relatório, “Princípios de Governança Corporativa – Uma Visão Japonesa” (*Corporate Governance Principles – A Japanese View*), que se baseava no *Combined Code* britânico, mas com diretrizes mais modestas, como a diminuição do Conselho de Administração. (Silveira, 2002)

Portanto, mesmo com uma base cultural forte, o Japão foi obrigado a se adaptar aos códigos de Governança Corporativa utilizados por outros países do mundo, sobretudo para se manter no mercado global e atrair investidores. Isto se deve, principalmente, à grande

competitividade do mercado internacional atual, o qual faz com que as empresas se moldem conforme os padrões universais.

2.3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Assim como nos outros países já citados, no Brasil a Governança Corporativa também sofreu alterações ao longo do tempo. Hoje, o sistema se assemelha ao *Insider System*, com uma estrutura de propriedade fortemente concentrada.

Segundo Borges e Serrão (2014), nas décadas de 1950 e 1960, as empresas se caracterizavam por uma forte presença do acionista controlador familiar que, além de ser o acionista majoritário, era o gestor da empresa. Mas, na década seguinte, surgiram os primeiros Conselhos de Administração, com uma leve autonomia e a divisão do poder entre acionistas e gestores, que logo se desenvolveram e, na mesma época, em 1976, surge a Lei das Sociedades Anônimas. Além de dividir o poder entre o Conselho de Administração e a Diretoria, a Lei inseriu cinco orientações, a saber: proteção do acionista minoritário, responsabilização do acionista controlador, ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização postos à disposição dos acionistas, diferenciação entre companhia aberta e fechada, e a definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa.

Com as profundas transformações sofridas nos anos 1990, como a abertura comercial, estabilização monetária e privatizações – e com o já fortalecimento de fundos de pensão, de investimento, da BOVESPA, da CVM e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) no ano anterior – houve a ampliação do poder dos Conselhos, além de um forte mercado de investidores institucionais e o reforço da auditoria. Ainda segundo Borges e Serrão (2014), dentre todas as modificações, a privatização foi a grande responsável pela maior importância dada às questões de Governança Corporativa, pois, dada uma separação inevitável entre controle e gestão, novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento do desempenho dos administradores passaram a ser cobrados pelos acionistas controladores.

Assim sendo, com o desenvolvimento da economia mundial, o mercado brasileiro sofreu mudanças as quais afetaram diretamente a gestão das companhias. Como consequência, a Governança Corporativa e o Conselho de Administração passaram a ter papéis fundamentais dentro das empresas brasileiras.

2.4 COMPARAÇÃO DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Analisando os diferentes sistemas de Governança Corporativa citados, há a necessidade de compará-los em termos de eficácia na atração de recursos dos investidores para as empresas. Segundo Shleifer e Vishny (1997, apud Silveira 2002), um sistema de Governança eficaz, o qual as empresas atraem capital apesar dos custos de agência, é uma combinação de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade.

A proteção legal aos investidores se baseia na garantia de um retorno ao capital investido e é importante para o crescimento contínuo do mercado de capitais. Os investidores valorizam uma proteção ampla fornecida pelas companhias, pois, em essência, a Governança consiste em assegurar uma gestão equânime e transparente, atenta ao interesse de todos os envolvidos.(CORREIA E AMARAL, 2008)

Já a concentração da propriedade é a divisão do poder entre acionistas e diretoria. A baixa concentração se caracteriza pela diretoria executiva ter um alto poder e os acionistas terem interesse em estruturar um sistema de Governança Corporativa eficaz para se opor ao poder da diretoria da empresa. Em contrapartida, há a alta concentração de propriedade, a qual significa que poucos acionistas têm o controle.(SILVEIRA, 2002)

Os sistemas mais desenvolvidos, como os Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão, utilizam de diferentes proporções de proteção legal aos investidores e concentração de propriedade. Segundo La Porta (2000, apud Silveira 2002), Estados Unidos e Reino Unido possuem um sistema legal que garante maior proteção aos acionistas do que aos credores, diferentemente da Alemanha onde os credores possuem mais direitos. Já o Japão se situa entre os EUA e a Alemanha, ou seja, possui tanto grandes investidores de longo prazo quanto um mercado de pequenos investidores desenvolvidos.

Assim sendo, cada país utiliza o sistema de Governança Corporativa que mais obtém retorno, pois, como exposto, as instituições econômicas e legais de cada país, além de questões culturais, afetam diretamente na decisão. Além disso, o Estado pode atuar diretamente alterando o ambiente pelo aumento da proteção aos investidores, o que também afeta o desenvolvimento do mercado de capitais.

2.5 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente (IBGC, 2015). Ou seja, é o responsável por todo o processo de decisão de uma empresa, isto é, o encarregado do direcionamento estratégico. Segundo Silveira (2002), mesmo a Governança Corporativa possuindo uma amplitude bem maior e o Conselho sendo somente um dos elementos componentes do sistema, o Conselho de Administração é fundamental na Governança Corporativa, pois é o principal mecanismo interno para a diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários.

Segundo o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), a composição do Conselho de Administração é fundamental para as companhias. Sendo assim, orientam que o Conselho seja composto por um número ímpar de membros, de cinco a onze, priorizando a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero. Além disso, a empresa deve prezar por seus princípios e valores, bem como sua estratégia, estágio de maturidade e suas expectativas em relação ao Conselho.

Ainda segundo o Código, todos os conselheiros têm responsabilidade para com a organização, independentemente do sócio, grupo acionário, administrador ou parte interessada que o tenha indicado para o cargo. Além disso, os conselheiros podem ser identificados em três classes:

- Internos: conselheiros que ocupam posição de diretores ou que são empregados da companhia.
- Externos: conselheiros sem vínculo atual, comercial, empregatício ou de direção, com a organização, mas que não são independentes.
- Independentes: conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante.

Além destes, há o presidente do Conselho que é o responsável por buscar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros. Cabe a ele estabelecer objetivos e programas do Conselho, assegurar que os conselheiros recebam informações completas para

o exercício de suas funções, organizar e coordenar a agenda do Conselho, supervisionar as atividades dos demais conselheiros, atribuir responsabilidades e prazos, monitorar o processo de avaliação do Conselho e relacionar-se com o principal executivo. Assim sendo, para que não haja concentração de poder e prejuízo ao dever de supervisão do conselho em relação à diretoria, o diretor-presidente da companhia não deve ser membro do Conselho de Administração. (IBGC,2015)

Em vista dessas análises fica evidente que as decisões do Conselho de Administração têm efeitos diretos sobre a empresa. Assim sendo, as estruturas do Conselho, como o tamanho, composição e grau de independência, bem como a pessoa que ocupa o cargo de presidente, afetam diretamente o valor e o desempenho de uma companhia. E este é o foco do presente trabalho, o qual, nas próximas seções, apresenta os resultados sobre o tema.

2.6 AS COMPANHIAS ABERTAS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

As Companhias Abertas podem ser definidas como as empresas que apresentam ações negociadas publicamente e que, portanto, colocam valores mobiliários em bolsas de valores ou mercado de balcão. Assim sendo, qualquer pessoa pode se tornar acionista através de uma corretora da Bolsa, o que faz com que a empresa amplie seu quadro de sócios. (BM&FBOVESPA)

Por conseguinte, é importante, para alguém que esteja pensando em se tornar sócio investidor, que a empresa tenha boas práticas de Governança Corporativa, isto é, que a mesma tenha uma estrutura ótima para que a administração conduza os negócios com transparência, e sem a distinção entre acionista controlador e acionista investidor.(BM&FBOVESPA) Assim, a BM&FBOVESPA criou os seguimentos especiais de listagem, os quais serão explicados nos itens seguintes, a fim de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, sendo que todos os segmentos prezam por rígidas regras de Governança Corporativa.

2.6.1 BOVESPA MAIS E BOVESPA MAIS NÍVEL 2

O Bovespa Mais foi idealizado para as empresas que desejam acessar o mercado de

forma gradual, a fim de impulsionar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. Assim, com um progressivo acesso, a empresa se prepara de forma adequada, implementando elevados padrões de Governança Corporativa e, principalmente, de transparência com o mercado, ao mesmo tempo que aumenta sua visibilidade para os investidores. Ou seja, o segmento possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas que são suficientes para financiar o projeto de crescimento de uma empresa.(BM&FBOVESPA)

O Bovespa Mais Nível 2 se assemelha ao Bovespa Mais, porém com algumas exceções. Nesse segmento, a empresa tem o direito de manter ações preferenciais, ou seja, os acionistas tem direito de voto em situações críticas, como a aprovação de fusões, incorporações de empresa, entre outros. No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos acionistas com ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador. (BM&FBOVESPA)

Assim sendo, fica evidente que para as pequenas e médias companhias, tanto o Bovespa Mais, quanto o Bovespa Mais Nível 2, são as melhores opções se as mesmas desejarem iniciar no mercado de ações. Das empresas catarinenses estudadas no presente trabalho, nenhuma se mostrou inserida nesses segmentos.

2.6.2 O NOVO MERCADO

O segmento do Novo Mercado surgiu em 2000 e desde a sua criação estabeleceu um padrão de Governança Corporativa altamente diferenciado, sendo recomendado para as empresas que pretendem fazer grandes ofertas e que estas sejam direcionadas a qualquer tipo de investidor. Sua primeira listagem, em 2002, tornou-se o padrão de transparência e governança exibido pelos investidores para as novas aberturas de capital, e se destinou às negociações de empresas que adotam práticas de Governança Corporativa excepcionais.(BM&FBOVESPA)

Logo, segundo o BM&FBOVESPA, para que as empresas pudessem se inserir no Novo Mercado, foram estabelecidas algumas regras relacionadas à estrutura de governança e aos direitos dos acionistas, como:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%);
- O conselho de administração deve ser composto por pelo menos cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, com mandato máximo de dois anos;
- A empresa também se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (free float);
- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deve disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessária divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da empresa pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Em vista dessas análises fica evidente que o Novo Mercado é um segmento mais complexo quando comparado ao Bovespa Mais e ao Bovespa Mais Nível 2, sendo, portanto, destinado as empresas maiores, com um Conselho de Administração bem estruturado. As empresas catarinenses BR Foods, Cia Hering, Portobello, Tractebel, Tupy e WEG são exemplos de companhias abertas listadas neste segmento.

2.6.2.1 NÍVEIS 1 E 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo o BM&FBOVESPA, na mesma época do Novo Mercado, foram criados os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, devido a percepção de que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados conforme os diferentes perfis das empresas.

Na listagem do Nível 1 entram as empresas que devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores através da divulgação de informações adicionais às exigidas em lei, como, por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos.(BM&FBOVESPA)

Já o segmento de Nível 2 é semelhante ao Novo Mercado, porém com algumas exceções. Nesse segmento, a empresa tem o direito de manter ações preferenciais, ou seja, os acionistas tem direito de voto em situações críticas, como a aprovação de fusões, incorporações de empresa, entre outros. No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos acionistas com ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador. (BM&FBOVESPA). A empresa CELESC é um exemplo de companhia aberta de Santa Catarina listada neste segmento.

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Utilizando como base a dissertação de Silveira (2002) para responder ao problema da pesquisa, o presente trabalho utilizará uma abordagem empírico-analítica que, segundo Martins (1994, p.26, apud Silveira, 2002), “apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.” Assim sendo, uma regressão múltipla das variáveis dependentes com as variáveis independentes, concluirá se há uma relação direta entre os dados coletados.

3.1 MÉTODO UTILIZADO

São utilizadas três variáveis independentes de Governança Corporativa, as quais serão explicadas a seguir, a saber:

Quadro 2 - Variáveis Independentes - Governança Corporativa

Descrição	Legenda
Diretor Executivo como Presidente do Conselho de Administração	DEPC
Tamanho do Conselho de Administração	TOT
Independência do Conselho de Administração	INDEPCA

As variáveis dependentes do modelo serão relacionadas ao valor da empresa ou ao seu desempenho, como seguem:

Quadro 3 - Variáveis Dependentes - Valor e Desempenho

Descrição	Legenda
Valor da empresa sobre o ativo total	VALUEAT
Retorno sobre Ativo do Lucro Operacional Próprio	RSAPR
Retorno sobre Ativo do Lucro Operacional	RSAOP
Retorno sobre Patrimônio Líquido do Lucro Operacional Próprio	RSPLPR

Retorno sobre Patrimônio Líquido do Lucro Operacional	RSPLOP
Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização sobre Ativo Total	EBITSAT

Além das variáveis independentes e dependentes, são utilizadas as variáveis de controle, a fim de isolar sua influência sobre o relacionamento das demais variáveis:

Quadro 4 - Variáveis de Controle

Descrição	Legenda
Setor de Atuação	SET
Percentual de ações ordinárias do(s) acionista(s) controlador(es) da empresa	ACCONTR
Percentual de ações ordinárias dos acionistas pertencentes ao acordo de acionistas	ACAA
Ativo Total	AT
Receita Operacional	REC
Dívida Total sobre Ativo Total	DIVTSAT

Assim sendo, pretende-se investigar se há um relacionamento significativo entre as variáveis de Governança Corporativa com as variáveis de desempenho e valor das empresas da amostra. Além disso, o presente trabalho pretende avaliar se as empresas que seguem as recomendações dos códigos de governança corporativa do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) são as que apresentam melhor avaliação de valor e desempenho.

As equações gerais dos modelos são:

Fórmula 1 - Equação Geral de Valor

$$\text{Log } V_i = \alpha + \beta_1 * \text{DEPC}_i + \beta_2 * \text{LOG}(\text{TOT}_i) + \beta_3 * (\text{LOG}(\text{TOT})^2) + \beta_4 * \text{INDEP}_i + \beta_5 * \text{VC}_i + \epsilon_i$$

Fórmula 2 - Equação Geral de Desempenho

$$D_i = \alpha + \beta_6 * \text{DEPC}_i + \beta_7 * \text{LOG}(\text{TOT}_i) + \beta_8 * (\text{LOG}(\text{TOT}_i)^2) + \beta_9 * \text{INDEP}_i + \beta_{10} * \text{VC}_i + \epsilon_i$$

Onde:

V_i : variáveis de valor da i -ésima empresa

D_i : variáveis de desempenho da i -ésima empresa

$DEPC_i$: presença do diretor executivo ocupando o cargo de presidente do Conselho de Administração na i -ésima empresa

TOT_i : tamanho do Conselho de Administração da i -ésima empresa

$INDEP_i$: independência do Conselho de Administração da i -ésima empresa

VC_i : variáveis de controle da i -ésima empresa

ε_i : termo de erro – a parcela de V ou D não explicada pelo modelo.

Espera-se que a presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração influencie positivamente no valor e desempenho da empresa. Assim sendo, espera-se que os valores de β_1 e β_6 sejam significativos e negativos nas Equações (1) e (2), apontando uma relação inversa entre a unificação dos cargos e o valor e desempenho da companhia.

O presente trabalho parte da hipótese de que a Governança Corporativa é relevante para o valor ou para o desempenho das companhias abertas de Santa Catarina. Assim sendo, espera-se que uma melhor estrutura de Governança Corporativa, ou seja, as estruturas que seguem o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), citado na seção 2.6 do presente trabalho, apresentem melhores resultados. Assim sendo, espera-se que os coeficientes β_4 e β_9 , das Equações (1) e (2), sejam positivos estatisticamente.

Com relação ao tamanho do Conselho de Administração (TOT), a hipótese é a de que exista uma faixa ótima para os conselhos com cinco a onze membros. Logo, optou-se por inserir um termo quadrático na variável TOT , além de inseri-la em escala logarítmica no modelo, pois a variável é discreta, ou seja, somente faz sentido em valores inteiros, e o modelo de regressão pressupõe variáveis contínuas. Espera-se, assim, que os coeficientes β_2 e β_7 , β_3 e β_8 , das Equações (1) e (2), sejam significativos e tenham sinais positivos e negativos, respectivamente.

A validade das inferências acima dependerá do Modelo de Regressão Múltipla, o qual será analisado pelo teste para omissão de variáveis, teste da normalidade dos resíduos,

teste de White para a heteroscedasticidade, teste RESET para especificação, teste de não-linearidade (quadrados) e pelo coeficiente de determinação (R^2).

3.2 DEFINIÇÃO TEÓRICA DAS VARIÁVEIS

3.2.1 VARIÁVEIS INDEPENDENTES - GOVERNANÇA CORPORATIVA

Como o presente trabalho parte da hipótese que a estrutura do Conselho de Administração afeta diretamente a Governança Corporativa, esta última será medida pela independência do Conselho e o quanto o mesmo consegue ser ativo dentro das companhias abertas. Assim, serão utilizadas três variáveis relacionadas ao Conselho de Administração:

- O Diretor Executivo da companhia ocupa também o cargo de Presidente do Conselho. Será representada por uma variável binária, onde:

DEPC = 0, se os cargos forem ocupados por pessoas diferentes;

DEPC = 1, se os cargos forem ocupados pela mesma pessoa (cargos unificados).

- A Independência do Conselho de Administração. Será dada pela diferença entre a proporção de membros não executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela equação:

$$\text{INDEP} = \left(\frac{\text{EXT}}{\text{TOT}}\right) - \left(\frac{\text{INT}}{\text{TOT}}\right)$$

Fórmula 3 - Independência do Conselho de Administração

Onde:

INDEP: grau de independência do Conselho de Administração;

EXT: número de membros não executivos da empresa no Conselho de Administração (membros externos);

INT: número de membros executivos da empresa no Conselho de Administração (membros internos);

TOT: número total de membros do Conselho de Administração.

- Tamanho do Conselho de Administração. Será dado pelo total de membros participantes do mesmo (TOT).

Tais variáveis se baseiam na hipótese de que empresas com estruturas do Conselho de Administração mais adequadas ao recomendado pelo “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), citadas na seção 2.6, teriam maiores benefícios e, conseqüentemente, maximizariam seus valores.

3.2.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES – VALOR E DESEMPENHO DA EMPRESA

3.2.2.1 VALOR DA EMPRESA

Para medir o valor de uma empresa, há várias definições possíveis. Porém, no presente trabalho, é utilizado o seguinte indicador:

- Valor da Empresa sobre o Ativo Total (FIRMVSAT). Este indicador é utilizado como uma forma alternativa ao Q de Tobin, ou seja, medirá o valor da empresa. A saber:

$$FIRMVSAT = \frac{Enterprise\ Value}{Ativo\ Total}$$

Fórmula 4 - Valor da Empresa

Onde:

Enterprise Value: indicador calculado pelo sistema Económica pela equação: valor de mercado \$ + dívida total líquida + participação de acionistas minoritários.

Ativo Total: ativo total da empresa

3.2.2.2 DESEMPENHO DA EMPRESA

Já para medir o desempenho das companhias, o presente trabalho utiliza de informações contábeis:

Quadro 5 - Indicadores de Desempenho

Indicador	Descrição
EBIT: Lucro Operacional Próprio	É o lucro antes dos juros e tributos. Indicador do lucro que a empresa obtém a partir de sua atividade final.
LAIR: Lucro Operacional	EBIT + Despesas Financeiras. Mede o quanto o pagamento de juros afeta no lucro da empresa.
EBITDA	É o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Mede o potencial de caixa do negócio.

Logo, serão utilizados os seguintes indicadores:

- Retorno sobre Ativo do Lucro Operacional Próprio (RSAPR). É calculado por:

$$RSAPR = \frac{\text{Lucro Operacional Próprio}}{\text{Ativo Total}}$$

Fórmula 5- Desempenho da Empresa 1

Onde:

Lucro Operacional Próprio: EBIT

Ativo Total: ativo total da empresa.

- Retorno sobre Ativo do Lucro Operacional (RSAOP). É calculado por:

$$RSAOP = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$$

Fórmula 6- Desempenho da Empresa 2

Onde:

Lucro Operacional: LAIR

Ativo Total: ativo total da empresa.

- Retorno sobre Patrimônio Líquido do Lucro Operacional Próprio (RSPLPR). É calculado por:

$$RSPLPR = \frac{\text{Lucro Operacional Próprio}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fórmula 7 - Desempenho da Empresa 3

Onde:

Lucro Operacional Próprio: EBIT

Patrimônio Líquido: patrimônio líquido da empresa

- Retorno sobre Patrimônio Líquido do Lucro Operacional (RSPLOP). É calculado por:

$$RSPLOP = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fórmula 8 - Desempenho da Empresa 4

Onde:

Lucro Operacional: LAIR

Patrimônio Líquido: patrimônio líquido da empresa

- Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização sobre Ativo Total (EBITSAT). É calculado por:

$$EBITSAT = \frac{EBTIDA}{\text{Ativo Total}}$$

Fórmula 9 - Desempenho da Empresa 5

Onde:

EBTIDA: é o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA)

Ativo Total: ativo total da empresa

3.2.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle foram selecionadas com base na influência que exercem sobre as variáveis dependentes e independentes. Caso as variáveis de controle sejam omitidas, pode acontecer de o modelo se tornar inválido.

3.2.3.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Como já citado na seção 2.4, a estrutura da propriedade acionária no Brasil é fortemente concentrada. Tal fato faz com que seja mais recorrente o conflito de agência entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Assim sendo, três variáveis relacionadas ao acionistas controlador ou ao grupo participante do acordo com os acionistas serão utilizadas:

- Percentual de ações ordinárias do acionista controlador:
Será a soma do percentual de ações ordinárias do(s) acionista(s) controlador(es) da empresa.
- Presença de acordo de acionistas.
Será representado por uma variável binária, onde:
 $AA = 0$, se a empresa não possuir o acordo de acionistas;
 $AA = 1$, se a empresa possuir o acordo de acionistas.
- Percentual de ações ordinárias dos participantes do acordo de acionistas.
Será a soma do percentual de ações ordinárias do(s) acionista(s) pertencente(s) ao acordo de acionistas. Se não houver o acordo de acionistas na empresa, este valor será igual ao percentual de ações ordinárias do(s) controlador(es).

3.2.3.2 SETOR DE ATUAÇÃO

O setor de atuação de cada empresa pode influenciar nas variáveis de valor e desempenho, uma vez que alguns setores podem ter apresentado resultados melhores do que outros. Assim sendo, foram adotadas variáveis binárias para representar diferentes setores (atribuindo valor 1 para empresas pertencentes a um dos setores em específico, e 0 para as empresas pertencentes aos demais setores), utilizando o critério do *Standard Industrial Code* (SIC) americano do tipo *Division*, a saber:

- Agricultura, silvicultura e pesca (AGSP)
- Mineração (MIN)
- Construção (CONST)
- Manufatura (MANUFAT)
- Transportes, comunicações, energia elétrica, gás e serviços sanitários (TCEGSS)
- Comércio de Atacado (ATAC)
- Comércio de Varejo (VAREJ)
- Finanças, Seguros e Imobiliário (FINSEGIM)
- Serviços (SERV)
- Administração Pública (ADM PUB)

3.2.3.3 DÍVIDA TOTAL SOBRE O ATIVO TOTAL E A RECEITA OPERACIONAL

Analisar isoladamente a Dívida Total de uma empresa não traz, necessariamente, segurança ao modelo, pois, normalmente, empresas maiores apresentam números de dívidas maiores. Assim sendo, o presente trabalho utiliza a relação entre a Dívida Total da empresa com seu Ativo Total, uma vez que este último representa os bens e direitos da companhia. Ou seja:

$$DIVTSAT = \frac{Dívida Total}{Ativo Total}$$

Fórmula 10- Dívida Total sobre Ativo Total

Já a Receita Operacional foi selecionada como análise de controle por ser uma

entrada monetária que se relaciona com a atividade principal da empresa.

3.3 COLETA DE DADOS E AMOSTRAGEM

A amostra do presente trabalho é composta por companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e que tenham como sede o estado de Santa Catarina. No início foram selecionadas 22 empresas, mas, devido às falências e à escassez de dados, analisaremos 18 companhias abertas catarinenses no ano de 2015.

Os dados coletados foram referentes ao valor de mercado, informações contábeis, variáveis de Governança Corporativa e demais variáveis de controle. Tais informações foram disponibilizadas pelo *software* Economatica Ltda, e pelos sites Econoinfo e Fundamentus:

Quadro 6 - Sistemas de Coletas de Dados

Sistemas de Informação	Dados Coletados
Economatica	Ativo Total Dívida Total EBITDA EBIT LAIR Patrimônio Líquido Receita Operacional Valor da Empresa
Econoinfo	-Diretor Executivo e Presidente do Conselho são cargos ocupados pela mesma pessoa -Total de membros do Conselho de Administração -Membros internos e externos do Conselho de Administração -Presença de Acordo de Acionistas -Percentual de ações do acionista controlador

	-Percentual de ações dos participantes do Acordo de Acionistas
Fundamentus	-Setor de Atuação

As variáveis abaixo foram as utilizadas para rodar os modelos de Governança Corporativa em relação ao valor e desempenho das companhias abertas de Santa Catarina, em 2015, no software Gretl, na seção 4 do presente trabalho, devido à maior significância que apresentaram em relação às outras. São as seguintes:

Quadro 7 - Dados de Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade de Empresas Catarinense em 2015

Empresas	FIRMVSAT	EBITSAT	DEPC	TOT	INDEP	AA	DIVTSAT
Aço Altona	0,2932	0,0688	0	5	1	0	0,197546
BRF	1,4951	0,1769	0	9	1	0	0,357187
Casan	3,0081	0,0658	1	8	0,75	0	0,284226
Celesc	0,29615	0,05389	0	13	0,0769	1	0,000505
Cia Hering	1,5924	0,1809	0	7	0,7143	0	0,238741
Cremer	1,1149	0,1260	0	7	1	0	0,497962
Döhler	0,3933	0,0539	0	7	0,4286	1	0,046115
Karsten	0,9169	0,0690	0	3	0,3333	0	0,866662
Lojas Hering	0,0579	0,0182	0	3	0,3333	0	0,005209
Metisa	0,2701	0,0449	0	18	0,7778	0	0,44202
Portobello	0,5917	0,1082	0	9	0,5556	1	0,490162
Riosulense	0,3161	0,0317	0	3	0,3333	0	0,256627
Schulz	0,6400	0,1110	1	7	0,4286	0	0,172151
Teka	0,4332	0,0041	1	6	0,6667	0	0,426313
Tractebel	1,7544	0,2066	0	9	0,7778	0	0,186855
Tupy	0,7505	0,0629	0	16	1	1	0,46311
WEG	3,7149	0,1701	0	8	1	0	0,829102
Wetzel	0,4154	-0,2330	1	3	0,3333	0	0,414418

Onde:

FIRMVSAT: É o valor da empresa. Representado pela equação:

$$FIRMVSAT = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Ativo Total}}$$

EBITSAT: Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização sobre Ativo Total.
Dada pela Equação:

$$EBITSAT = \frac{EBTIDA}{Ativo\ Total}$$

DE É PC: Caso o diretor executivo ocupe o cargo de presidente do conselho: sim; do contrário, não.

TOT: número de membros do conselho de administração

INDEP: grau de independência do Conselho de Administração dado pela equação:

$$INDEP = \left(\frac{EXT}{TOT}\right) - \left(\frac{INT}{TOT}\right)$$

AA: caso a empresa possua acordo de acionistas: 1; do contrário: 0

$$DIVTSAT = \frac{Dívida\ Total}{Ativo\ Total}$$

Os dados de Governança Corporativa acima foram separados de acordo com o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), citado na seção 2.6 do presente trabalho. O de valor (VALUEAT) foi uma alternativa comprovada ao Q de Tobin, que é uma medida de valor da empresa. O EBITDA foi selecionado devido à confiança que seu cálculo transmite como medida de desempenho de uma empresa. Já a Dívida Total sobre o Ativo Total e a existência de Acordo com os Acionistas foram dados selecionados para os modelos de valor e desempenho, respectivamente, pelos motivos explicitados na seção 3.2.3 do presente trabalho.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS ABERTAS DE SANTA CATARINA

A fim de identificar o perfil da estrutura de Governança Corporativa das 18 companhias abertas de Santa Catarina da amostra, durante o ano de 2015, os dados relativos às variáveis de Governança Corporativa foram resumidos:

Quadro 8 - Composição do Conselho de Administração das Companhias Abertas catarinenses em 2015

Categoria	Mediana	Média (Desvio)
Conselheiros Internos	1	1,22 (1,39)
Conselheiros Externos	6,5	6,61 (4,07)
Tamanho do Conselho	7	7,83 (4,25)

Quadro 9- Composição do Conselho de Administração das Companhias Abertas catarinenses em 2015

Conselheiros Internos	Conselheiros Externos	Total do Conselho	Independência do Conselho (>0,33)
15,60%	84,40%	100%	100%

Analisando os dados acima, as empresas catarinenses apresentam mais membros externos do que internos em sua composição do Conselho de Administração. No ano de 2015, a tendência central foi: 1 conselheiro interno; 6,5 conselheiros externos; 7 membros ao total. Além disso, considerando o “total do conselho” como a somatória de todos os membros pertencente aos Conselhos, de todas as empresas da amostra, 84,40% é composto por conselheiros externos.

O fato de as companhias abertas de Santa Catarina apresentarem a maioria de membros externos em seus Conselhos pode ser justificado pela Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), que na seção II, Artigo 143, parágrafo 1º, define que “os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores”. Baseado nisso, 100% das companhias abertas catarinenses apresentaram um número maior ou igual a 0,33 no cálculo de independência, ou seja, todas estão regulares.

Em relação ao tamanho do Conselho de Administração, em média, os Conselhos das companhias abertas catarinenses têm 7,83 membros. Este tamanho é adequado ao recomendado pelo Código de Governança Corporativa do IBGC, o qual sugere um número ímpar de membros e que o conselho seja composto por cinco a onze membros.

Quadro 10 - Porcentagem das Companhias Abertas catarinenses que apresentam cargo unificado

Cargo Unificado de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração	22,22%
--	--------

Analisando as 18 companhias abertas catarinenses da amostra, 22,22% apresentam os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração ocupados pela mesma pessoa. Ou seja, quase $\frac{1}{4}$ das companhias abertas de Santa Catarina vão contra ao que sugere o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015).

4.2 RESULTADOS DOS TESTES DE HIPÓTESES

4.2.1 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Apesar das correlações terem se mostrado fracas, analisando o relacionamento entre as variáveis pode-se concluir algumas considerações:

4.2.1.1 CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Tabela 1 - Correlação entre as variáveis de Governança Corporativa

INDEP	I_TOT	DEPC	
1	0,4168	-0,1758	INDEP
	1	-0,1903	I_TOT
		1	DEPC

As correlações acima indicam que:

- Quanto maior a Independência do Conselho de Administração (INDEP), menor a probabilidade dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho (DEPC) serem ocupados pela mesma pessoa. Tal fato reforça a ideia de que um Conselho mais independente tende a indicar como seu presidente um membro que não seja o diretor executivo da companhia, o que proporciona um maior equilíbrio de poder.
- Quanto maior a probabilidade dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho (DEPC) serem ocupados pela mesma pessoa, menor o tamanho do Conselho (I_TOT). O que reforça a hipótese de que as empresas com um forte acionista controlador tendem a ter conselhos menores.

4.2.1.2 CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E VALOR DAS COMPANHIAS

Tabela 2 - Correlação entre as variáveis de Governança Corporativa, Estrutura de Propriedade e Valor das Companhias

INDEP	I_TOT	DEPC	ACCONTR	AA	ACAA	FIRMVSAT	
1	0,4168	-0,1758	-0,3604	-0,2303	-0,3604	0,487	INDEP
	1	-0,1903	-0,5038	0,4487	-0,5038	0,1905	I_TOT
		1	0,0222	-0,2857	0,0222	0,0669	DEPC
			1	-0,0434	1,0000	-0,5245	ACCONTR

1	-0,0434	-0,2735	AA
	1	-0,5245	ACAA
		1	FIRMVSAT

As correlações indicam que:

- Quanto maior a concentração de ações ordinárias pelos controladores (ACCONTR), menor o tamanho do Conselho (I_TOT), o que atesta o que foi exposto no item 2 da seção 4.2.1.1.
- A correlação também mostra que, o fato de ocorrer unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho (DEPC) não afeta negativamente no valor das empresas de Santa Catarina.
- Quanto maior a independência do Conselho (INDEP), maior é o valor da empresa (FIRMVSAT). Tal fato corrobora o presente trabalho, uma vez que a independência do Conselho de Administração afeta diretamente no valor da empresa.
- Quanto menor a presença de acordo de acionistas (AA), maior é o valor da empresa (FIRMSAT). Isso se dá pois a presença de acordo de acionistas pode aumentar o potencial de expropriação aos minoritários, ou seja, deixá-los de fora de decisões importantes, o que pode acarretar numa diminuição do valor da empresa.
- Quanto maior a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho (DEPC), menor a presença de acordo de acionistas (AA). Isto sugere que, nas empresa nos os cargos são unificados, ou seja, ocupados pela mesma pessoa, o acionista controlador possui um percentual tão alto das ações ordinárias que torna dispensável a celebração de acordo de acionistas.

4.2.1.3 CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DESEMPENHO DAS COMPANHIAS

Tabela 3 - Correlação entre as variáveis de Governança Corporativa, Estrutura de Propriedade e Desempenho das Companhias

INDEP	I_TOT	DEPC	ACCONTR	AA	ACAA	RSAPR	RSAOP	RSPLPR	RSPLOP	EBITSAT	
1	0,417	-0,176	-0,360	-0,230	-0,360	0,302	0,257	0,098	-0,127	0,480	INDEP
	1,000	-0,190	-0,504	0,449	-0,504	0,323	0,423	0,071	-0,115	0,428	I_TOT

1,000	0,022	-0,286	0,022	-0,499	-0,525	0,461	-0,359	-0,490	DEPC
	1,000	-0,043	1,000	-0,268	-0,359	-0,487	0,465	-0,463	ACCONTR
		1,000	-0,043	0,024	0,115	-0,134	0,099	-0,021	AA
			1,000	-0,268	-0,359	-0,487	0,465	-0,463	ACAA
				1,000	0,958	-0,037	-0,145	0,871	RSAPR
					1,000	-0,023	-0,161	0,892	RSAOP
						1,000	-0,972	-0,028	RSPLPR
							1	-0,101	RSPLOP
								1	EBITSAT

As correlações indicam que:

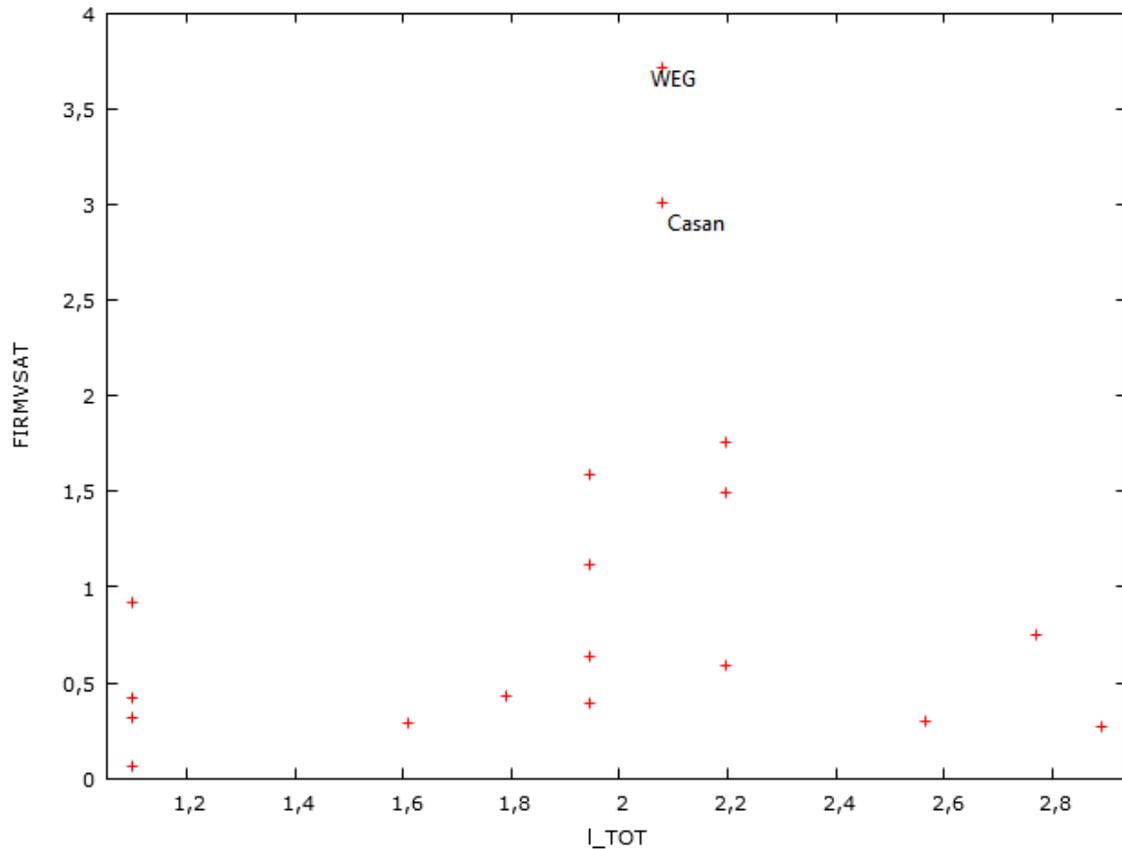
- Quanto maior a independência do Conselho de Administração (INDEP), maior o valor do EBTIDA sobre o Ativo Total da empresa (EBITSAT). Tal fato confirma a hipótese do presente trabalho de que a independência do Conselho traz benefícios para o desempenho da companhia.
- Quanto maior a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração (DEPC), pior é o desempenho da empresa, como mostrado pelos dados acima.

4.2.2 RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O VALOR DAS COMPANHIAS

4.2.2.1 DIMINUIÇÃO DA AMOSTRA

Inicialmente, a amostra coletada contemplava 18 empresas. No entanto, de acordo com o gráfico 1 abaixo, que mostra a dispersão dos dados de cada empresa relacionando o valor da empresa (FIRMVSAT) e logaritmo da variável TOT, é possível perceber que as empresas WEG e CASAN tem valor de mercado muito acima das demais empresas da amostra, configurando-se como *outliers*. Isso pode ser visto também pela análise das estatísticas descritivas: a média de valor das 18 empresas é de aproximadamente 1,00 e o desvio padrão é 0,99; nesse sentido, ambas as empresas, WEG e CASAN estão a mais de 2 desvios padrão da média, podendo serem tomadas como *outliers* da amostra.

Gráfico 1 – Dispersão dos dados das empresas. FIRMVSAT x TOT



Assim sendo, para que o modelo se torne mais confiável, as empresas WEG e CASAN foram retiradas da regressão múltipla de Governança Corporativa e valor das empresas.

4.2.2.2 REGRESSÃO MÚLTIPLA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DAS EMPRESAS

Utilizando a variável de valor da empresa (FIRMVSAT) como variável dependente, e as variáveis de Governança Corporativa e uma variável de controle como variáveis independentes, obtém-se o seguinte modelo:

Modelo 1: MQO, usando as observações 1-16

Variável dependente: $l_FIRMVSAT$

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
const	-6,98489	2,00645	-3,4812	0,0059
DEPC	-0,181782	0,463636	-0,3921	0,7032
INDEP	0,0871526	0,744885	0,1170	0,9092
l_TOT	6,0156	2,26691	2,6537	0,0242
sq_l_TOT	-1,47406	0,577744	-2,5514	0,0288
DIVTSAT	2,18597	0,879616	2,4851	0,0323

Tabela 4 - Modelo Valor x Governança Corporativa

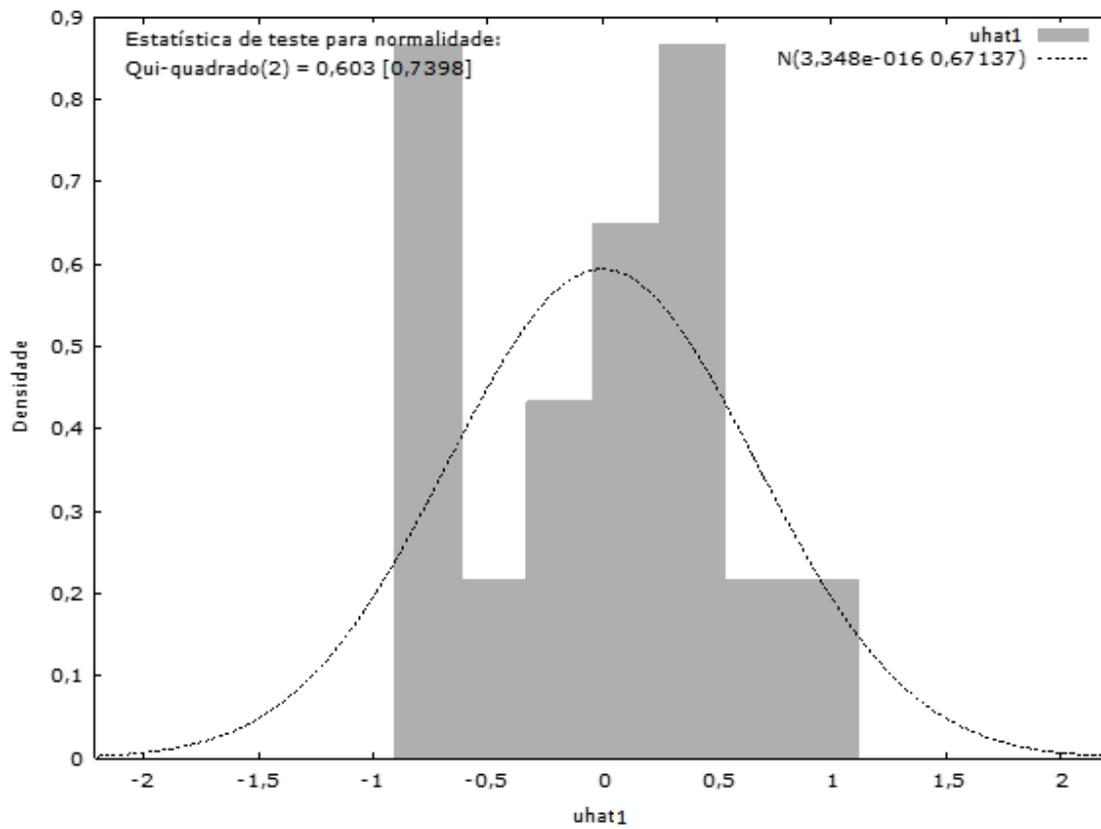
R-quadrado	0,599071	R-quadrado ajustado	0,398606
Critério de Schwarz	41,77164	P-valor(F)	0,066208

Equação de valor:

Fórmula 11 - Equação de Valor das Companhias Abertas de Santa Catarina

$$\text{Log FIRMVSAT}_i = \alpha - \beta_1 * \text{DEPC}_i + \beta_2 * \text{LOG(TOT}_i) - \beta_3 * (\text{LOG(TOT}_i)^2) + \beta_4 * \text{INDEP}_i + \beta_5 * \text{DIVTSAT}_i + \varepsilon_i$$

Gráfico 2 - Estatística de teste para Normalidade Governança Corporativa x Valor



Intervalo de estimação do modelo: 1 - 16

Erro padrão dos resíduos = 0,050924

Analisando os dados acima, podemos concluir que:

- O coeficiente de determinação (R^2) apresentou um valor de 59,90%. Ou seja, é possível afirmar que 59,90% da variabilidade do valor da empresa se explica pela variabilidade média das variáveis independentes utilizadas.
- Através do teste de normalidade dos resíduos, que obteve um valor de Bera-Jacque de 0,60, pode-se concluir, com 73% de confiança, que os erros deste modelo respeitam uma distribuição normal.
- Respeitando os pressupostos básicos de um modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários, a variância das variáveis devem ser homocedásticas, isto é, devem ter variâncias iguais para toda amostra. O teste de heterocedasticidade teve resultado satisfatório, podendo afirmar que com 38% de confiança não há heterocedasticidade.
- As variáveis DEPC e INDEP não apresentaram relações estatísticas significantes com o valor da empresa (FIRMVSAT); o logaritmo da variável TOT foi significativa com 95%

de confiança, demonstrando que quanto maior o número de membros do conselho, maior o valor da empresa; o coeficiente indica que uma variação de 1% no tamanho do conselho, o valor da firma cresce 6%. O quadrado do logaritmo da variável TOT indica que existe um ponto ótimo de números de conselheiros, demonstrado pelo sinal que o coeficiente apresenta.

- A variável de controle DIVTSAT tem relação estatística significativa, com nível de confiança de 95%, apresentando uma relação direta com o valor da empresa, em que o acréscimo de uma unidade influencia 2,18% no valor da empresa.

4.2.2.3 REGRESSÃO MÚLTIPLA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Diferentemente do Modelo de Valor da seção 4.2.2.2, as empresas CASAN e WEG não apresentaram os valores de desempenho discrepantes aos valores das demais companhias abertas da amostra. Assim sendo, o este modelo será rodado com a amostra completa de 18 empresas, utilizando a variável de desempenho da empresa (EBITSAT) como variável dependente, e as variáveis de Governança Corporativa e uma variável de controle como variáveis independentes. Como no modelo que se segue:

Modelo 2: MQO, usando as observações 1-18

Variável dependente: EBITSAT

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
const	-0,622402	0,136203	-4,5697	0,0006
DEPC	-0,151312	0,0329432	-4,5931	0,0006
INDEP	-0,0566433	0,0605861	-0,9349	0,3683
l_TOT	0,7874	0,164426	4,7888	0,0004
sq_l_TOT	-0,181935	0,0410417	-4,4329	0,0008
AA	-0,104271	0,0407341	-2,5598	0,0250

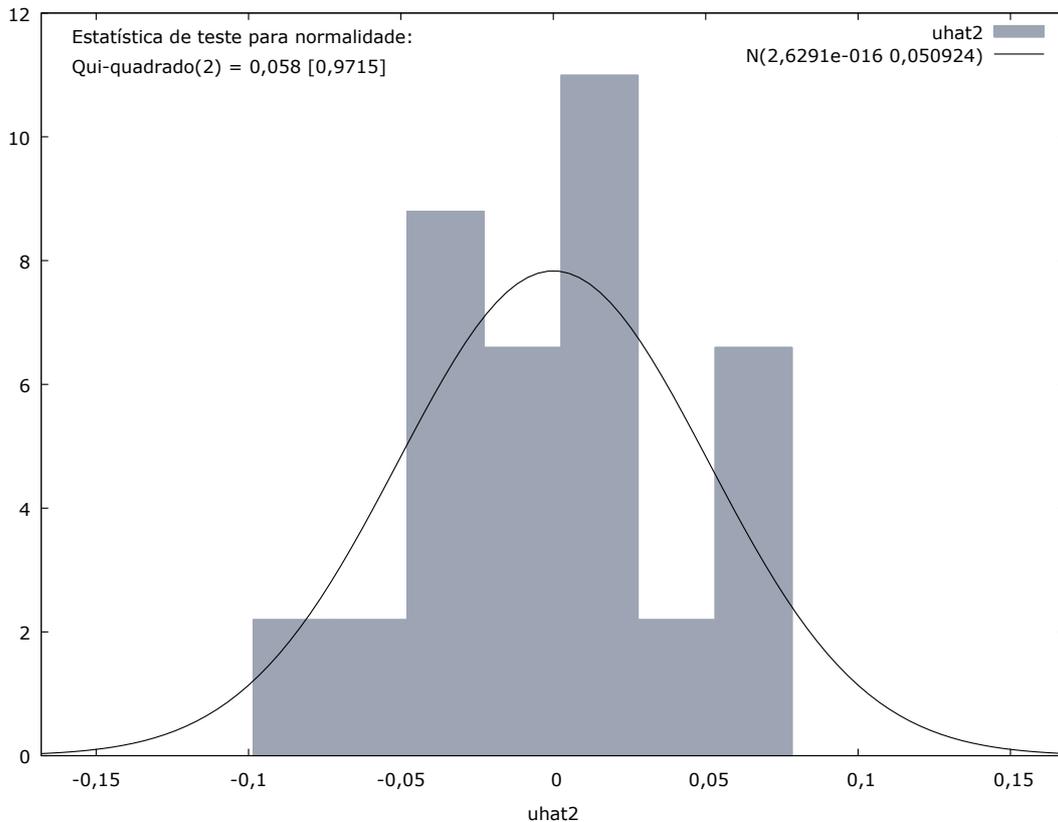
R-quadrado	0,805528	R-quadrado ajustado	0,724498
Critério de Schwarz	-46,06186	P-valor(F)	0,000604

Equação de desempenho:

Fórmula 12- Equação de Desempenho das Companhias Abertas de Santa Catarina

$$EBITSAT_i = \alpha - \beta_1 * DEPC_i + \beta_2 * LOG(TOT_i) + \beta_3 * (LOG(TOT_i)^2) + \beta_4 * INDEP_i + \beta_5 * AAI + \epsilon_i$$

Gráfico 3- Estatística de teste para Normalidade Governança Corporativa x Desempenho



Intervalo de estimação do modelo: 1 - 18

Erro padrão dos resíduos = 0,671371

Analisando os dados acima, podemos concluir que:

- O coeficiente de determinação (R^2) apresentou um valor de 80,55%. Ou seja, é possível afirmar que 80,55% da variabilidade do desempenho da empresa se explica pela variabilidade média das variáveis independentes utilizadas.

- Através do teste de normalidade dos resíduos, que obteve um valor de Jarque-Bera de 0,05, pode-se concluir, com 97% de confiança, que os erros deste modelo respeitam uma distribuição normal.
- Respeitando os pressupostos básicos de um modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários, a variância das variáveis devem ser homocedásticas, isto é, devem ter variâncias iguais para toda amostra. O teste de heterocedasticidade teve resultado satisfatório, podendo afirmar que com 20% de confiança não há heterocedasticidade.
- A variável INDEP não apresenta relação estatística significativa com o desempenho da empresa (EBITSAT). A variável DEPC foi significativa com 99% de confiança, demonstrando que quando há a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho, tem-se um impacto negativo no desempenho da empresa.
- O logaritmo da variável TOT foi significativa com 99% de confiança, demonstrando que quanto maior o número de membros do conselho, maior o desempenho da empresa; o coeficiente indica que uma variação de 1% no tamanho do conselho, o desempenho da firma cresce 0,78%. O quadrado do logaritmo da variável TOT indica que existe um ponto ótimo de números de conselheiros, demonstrado pelo sinal que o coeficiente apresenta.
- A variável de controle AA tem relação estatística significativa, com nível de confiança de 95%, apresentando uma relação inversa com o desempenho da empresa, ou seja, o aumento de uma unidade de Acordo com os Acionistas, diminui 0,10% no desempenho da empresa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal da pesquisa foi realizar uma análise estatística para avaliar a relação da Governança Corporativa com o valor e desempenho das companhias abertas de Santa Catarina, no ano de 2015. Para isto, três variáveis de Governança foram utilizadas:

- Os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração ocupados pela mesma pessoa (DEPC)
- Tamanho do Conselho de Administração (TOT)
- Independência do Conselho de Administração (INDEP)

A variável DEPC demonstrou uma relação inversa com a variável INDEP, ou seja, quanto maior a probabilidade da unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração, menor é a independência do Conselho. A relação inversa também acontece com a variável TOT, pois quanto maior a unificação dos cargos, menor é o tamanho do conselho. Entretanto, quando a variável DEPC foi relacionada com o valor das companhias abertas de Santa Catarina, não se mostrou estatisticamente significativa para as empresas. Diferentemente de quando foi confrontada com a variável de desempenho que, com 99% de confiança, demonstrou que quando há a unificação dos cargos, tem-se impacto negativo no desempenho das companhias.

A variável TOT demonstrou uma relação direta com a variável INDEP, assim sendo, quanto maior o tamanho do Conselho de Administração, maior é a sua independência. A mesma relação direta foi encontrada quando a variável foi relacionada com o valor das companhias, com 95% de confiança, quanto maior for o número de membros do Conselho, maior será o valor da empresa. O modelo 1 do presente trabalho indica que uma variação de 1% no tamanho do Conselho, o valor da firma cresce 6%. Em relação ao desempenho das companhias, a variável TOT também apresentou uma relação positiva. O modelo 2, com 99% de confiança, demonstra que uma variação de 1% no tamanho de membros do Conselho, o desempenho da empresa cresce 0,78%.

A variável INDEP apresentou uma correlação positiva com o valor da empresa, ou seja, quanto maior a independência do Conselho, maior será o valor da empresa. Entretanto, no modelo 1, o qual foram inseridas outras variáveis explicando a FIRMVSAT, provavelmente a variável INDEP perdeu sua importância, assim, mesmo com a correlação positiva, não apresentou relação estatística significativa com o valor da empresa no modelo em questão. O

mesmo acontece em relação ao EBITSAT, a variável INDEP demonstrou uma correlação positiva, isto é, quanto maior a independência do Conselho, melhor o desempenho da empresa. Porém no modelo 2 não apresenta relação estatística significativa, provavelmente pelo mesmo motivo do modelo 1.

Além dessas, duas variáveis de controle se mostraram importantes para o aprimoramento da qualidade estatística dos modelos:

- Dívida de Longo Prazo/Ativo Total (DIVTSAT): se mostrou importante para o modelo de valor da empresa. Com um nível de confiança de 95%, apresentou uma relação direta com o valor da companhia, em que o acréscimo de uma unidade influencia 2,18% no valor da empresa.
- AA (Acordo com os Acionistas): se mostrou importante para o modelo de desempenho das companhias. Com um nível de confiança de 95%, apresentou uma relação inversa com o desempenho da empresa, isto é, o aumento de uma unidade de AA, diminui em 0,10% o desempenho.

Em vista dessas análises fica evidente que as variáveis de Governança Corporativa são mais significativas sobre o desempenho das companhias abertas de Santa Catarina do que sobre o valor das mesmas. É possível afirmar que as empresas com pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho tem melhor desempenho, embora não se possa afirmar o mesmo em relação ao seu valor. O tamanho do Conselho apresenta relação tanto com o valor quanto desempenho, sendo mais forte com este último. A independência do Conselho de Administração não apresentou dados significantes sobre as companhias abertas catarinenses.

Ao se comparar os resultados obtidos acima com os do trabalho do Silveira (2002), o qual analisou os impactos da Governança Corporativa nas empresas brasileiras, pode-se concluir que, nas empresas brasileiras, o fato de o cargo de presidente do Conselho e diretor da empresa ser unificado tem um impacto maior sobre o valor do que sobre o desempenho das mesmas. Diferentemente das companhias abertas de Santa Catarina, as quais a unificação dos cargos apresentou maior impacto sobre o desempenho. Já em relação ao tamanho do Conselho de Administração, ambos estudos concluíram que o número de membros afeta diretamente o valor e desempenho das empresas. Por fim, a variável de independência do Conselho de Administração se apresentou fraca estatisticamente em ambas pesquisas.

Assim sendo, como a dissertação de Silveira (2002), o presente trabalho pretende contribuir para as discussões qualitativas e quantitativas sobre a Governança Corporativa, principalmente no estado de Santa Catarina. O tema, apesar de sua importância, ainda é incipiente no Brasil, o que dificulta a corroboração ou contestação dos resultados obtidos nesta pesquisa. Entretanto, com as mudanças do mercado de capitais brasileiro ao longo do tempo, as recomendações sobre uma melhor estrutura de Governança Corporativa para as empresas catarinenses serão sempre passíveis de aprimoramentos o que, como consequência, acarreta na colaboração do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p. 111-148, dez. 2005.

BM&FBOVESPA. Ser Companhia Aberta é Poder Contar com o Mercado de Capitais para Crescer. São Paulo. Disponível em
<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014F7099317425CF>>

BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem. Disponível em
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>

CORREIA L.F; AMARAL, H. F. Governança Corporativa e Proteção dos Investidores: Um Estudo dos Efeitos das Vantagens Concedidas aos Preferencialistas sobre Indicadores de Mercado das Ações. Bahia, nov. 2008. Disponível em <
http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnAPG/enapg_2008/2008_ENAPG90.pdf>

IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Ed.5.2016.

IBGC. Governança Corporativa e Criação de Valor. V.1, 2014.

JENSEN, M.; MECKLING, W. TEORIA DA FIRMA: COMPORTAMENTO DOS ADMINISTRADORES, CUSTOS DE AGÊNCIA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE. In: RAE – Revista de Administração de Empresas. São Paulo. V. 28, n. 2, Abril-Junho 2008. Disponível em <
<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>>

PERAZZO, A. A. A contribuição da Governança Corporativa para melhorar os padrões éticos das organizações e a qualidade das relações comerciais. In: Governança Corporativa e Criação de Valor. São Paulo: Saint Paul, 2014. P. 54 – 69.

SCHERER, A. L. F. O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e conseqüências. In: Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 24, n. 2, p. 429-452, 2003. Disponível em <
<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/671/948>>

SCHOELER, T. O que a Alemanha tem a nos ensinar em governança corporativa. Jan 2006.

Disponível em < <http://www.abrhbrasil.org.br/cms/materias/artigos/o-que-a-alemanha-tem-a-nos-ensinar-em-governanca-corporativa/>>

SILVEIRA, A. D. M. Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. Outubro de 2002. P.152. Dissertação. Universidade de São Paulo. São Paulo.

UNITED STATES DEPARTMENT OF LABOR. Occupational Safety & Health Administration. Disponível em < https://www.osha.gov/pls/imis/sic_manual.html>

VESCO, D. G.; BEUREN, I. M. Influência da Composição do Conselho de Administração e do Board Interlocking no Desempenho de Empresas. Rio de Janeiro. Set. 2014. Disponível em < http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2014_EnANPAD_CON534.pdf>

APÊNDICE A

Variáveis de Governança Corporativa das Companhias Abertas de Santa Catarina no Ano de 2015:

Empresas	DE é PC?	TOT	INDEP
Aço Altona	0	5	1,00
BRF	0	9	1,00
Casan	1	8	0,75
Celesc	0	13	0,08
Cia Hering	0	7	0,71
Cremer	0	7	1,00
Döhler	0	7	0,43
Karsten	0	3	0,33
Lojas Hering	0	3	0,33
Metisa	0	18	0,78
Portobello	0	9	0,56
Riosulense	0	3	0,33
Schulz	1	7	0,43
Teka	1	6	0,67
Tractebel	0	9	0,78
Tupy	0	16	1,00
WEG	0	8	1,00
Wetzel	1	3	0,33

Variável de Valor das Companhias Aberta de Santa Catarina no Ano de 2015:

Empresas	FIRMVSAT
Aço Altona	0,2932
BRF	1,4951
Casan	3,0081
Celesc	0,29615
Cia Hering	1,5924
Cremer	1,1149
Döhler	0,3933
Karsten	0,9169
Lojas Hering	0,0579
Metisa	0,2701
Portobello	0,5917
Riosulense	0,3161
Schulz	0,6400
Teka	0,4332
Tractebel	1,7544
Tupy	0,7505
WEG	3,7149
Wetzel	0,4154

Variáveis de Desempenho das Companhias Abertas de Santa Catarina no Ano de 2015:

Empresas	RSAPR	RSAOP	RSPLPR	RSPLOP	EBITSAT
Aço Altona	0,0318	-0,0037	0,1193	-0,0140	0,0688
BRF	0,0376	0,0303	0,1058	0,0852	0,1769
Casan	0,0070	-0,0009	14,5558	-1,7892	0,0658
Celesc	0,04097	0,04486	0,04171	0,04567	0,05389
Cia Hering	0,0557	0,0617	0,0699	0,0774	0,1809
Cremer	0,0263	-0,0034	0,1071	-0,0137	0,1260
Döhler	0,0030	0,0037	0,0040	0,0049	0,0539
Karsten	0,0241	0,0378	-0,0611	-0,0960	0,0690
Lojas Hering	0,0071	0,0053	0,0206	0,0154	0,0182
Metisa	-0,0040	0,0048	-0,0082	0,0099	0,0449
Portobello	0,0034	0,0074	0,0208	0,0453	0,1082
Riosulense	0,0347	-0,0268	-0,1151	0,0889	0,0317
Schulz	0,0120	0,0097	0,0273	0,0221	0,1110
Teka	0,0269	-0,0117	-0,0196	0,0085	0,0041
Tractebel	0,0577	0,0496	0,1115	0,0959	0,2066
Tupy	0,0105	0,0063	0,0236	0,0142	0,0629
WEG	0,0576	0,0618	0,0594	0,0637	0,1701
Wetzel	-0,2192	-0,2577	0,3297	0,3877	-0,2330

Variáveis de Controle das Companhias Abertas de Santa Catarina:

Empresas	% ACCONTR	AA?	%ACAA	DIVTSAT
Aço Altona	87,03	0	87,03	0,197546
BRF	0	0	0	0,357187
Casan	0	0	0	0,284226
Celesc	58,8	1	58,8	0,000505
Cia Hering	0	0	0	0,238741
Cremer	94,32	0	94,32	0,497962
Döhler	84,14	1	84,14	0,046115
Karsten	95,93	0	95,93	0,866662
Lojas Hering	93,21	0	93,21	0,005209
Metisa	60,48	0	60,48	0,44202
Portobello	53,97	1	53,97	0,490162
Riosulense	100	0	100	0,256627
Schulz	81,62	0	81,62	0,172151
Teka	90,21	0	90,21	0,426313
Tractebel	68,71	0	68,71	0,186855
Tupy	55,98	1	55,98	0,46311
WEG	64,52	0	64,52	0,829102
Wetzel	97,23	0	97,23	0,414418

Setores de Atuação das Companhias Abertas de Santa Catarina no ano de 2015:

Empresas	AG SP	MIN	CONST	MANU FAT	TCEG SS	ATA C	VAREJ	FINSEGIM	SERV	ADMPUB
Aço Altona	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
BRF	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Casan	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Celesc	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Cia Hering	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Cremer	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
Döhler	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Karsten	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Lojas Hering	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Metisa	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Portobello	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Riosulense	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Schulz	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Teka	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Tractebel	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Tupy	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
WEG	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Wetzel	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0

Modelo Governança Corporativa x Valor:

Modelo 6: MQO, usando as observações 1-16
Variável dependente: I_FIRMVSAT

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-6,98489	2,00645	-3,4812	0,0059	***
DEPC	-0,181782	0,463636	-0,3921	0,7032	
INDEP	0,0871526	0,744885	0,1170	0,9092	
I_TOT	6,0156	2,26691	2,6537	0,0242	**
sq_I_TOT	-1,47406	0,577744	-2,5514	0,0288	**
DIVTSAT	2,18597	0,879616	2,4851	0,0323	**
Média var. dependente	-0,637997		D.P. var. dependente	0,865731	
Soma res. d. quadrados	4,507390		E.P. da regressão	0,671371	
R-quadrado	0,599071		R-quadrado ajustado	0,398606	
F(5, 10)	2,988411		P-valor(F)	0,066208	
Log da verossimilhança	-12,56805		Critério de Akaike	37,13610	
Critério de Schwarz	41,77164		Critério Hannan-Quinn	37,37348	

Teste para a omissão de variáveis -

Hipótese nula: os parâmetros são nulos para as variáveis

const

Estatística de teste: $F(1, 10) = 12,1189$
 com p-valor = $P(F(1, 10) > 12,1189) = 0,00590912$

Teste da normalidade dos resíduos -
 Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal
 Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 0,602653
 com p-valor = 0,739836

Teste de White para a heteroscedasticidade -
 Hipótese nula: sem heteroscedasticidade
 Estatística de teste: LM = 8,51117
 com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(8) > 8,51117) = 0,385193$

Teste RESET para especificação -
 Hipótese nula: a especificação é adequada
 Estatística de teste: $F(2, 8) = 0,953705$
 com p-valor = $P(F(2, 8) > 0,953705) = 0,425128$

Teste de não-linearidade (quadrados) -
 Hipótese nula: a relação é linear
 Estatística de teste: LM = 4,30111
 com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(3) > 4,30111) = 0,230732$

Modelo Governança Corporativa x Desempenho:

Modelo 2: MQO, usando as observações 1-18
 Variável dependente: EBITSAT

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-0,622402	0,136203	-4,5697	0,0006	***
DEPC	-0,151312	0,0329432	-4,5931	0,0006	***
INDEP	-0,0566433	0,0605861	-0,9349	0,3683	
l_TOT	0,7874	0,164426	4,7888	0,0004	***
sq_l_TOT	-0,181935	0,0410417	-4,4329	0,0008	***
AA	-0,104271	0,0407341	-2,5598	0,0250	**
Média var. dependente	0,073334	D.P. var. dependente	0,097019		
Soma resíd. quadrados	0,031118	E.P. da regressão	0,050924		
R-quadrado	0,805528	R-quadrado ajustado	0,724498		
F(5, 12)	9,941125	P-valor(F)	0,000604		
Log da verossimilhança	31,70204	Crit'rio de Akaike	-51,40409		
Critério de Schwarz	-46,06186	Critério Hannan-Quinn	-50,66747		

Teste de não-linearidade (quadrados) -
 Hipótese nula: a relação é linear
 Estatística de teste: LM = 3,70942
 com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(2) > 3,70942) = 0,156498$

Teste RESET para especificação (apenas quadrados) -
Hipótese nula: a especificação é adequada
Estatística de teste: $F(1, 11) = 3,68075$
com p-valor = $P(F(1, 11) > 3,68075) = 0,0813558$

Teste de White para a heteroscedasticidade -
Hipótese nula: sem heteroscedasticidade
Estatística de teste: $LM = 9,73469$
com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(7) > 9,73469) = 0,204113$

Teste da normalidade dos resíduos -
Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal
Estatística de teste: $\text{Qui-quadrado}(2) = 0,0577807$
com p-valor = $0,971523$