

A IMPORTÂNCIA DA GOVERNANÇA EM MOMENTOS DE CRISE, UM TESTE DO G DO ESG NA VIDA REAL.

FREDERICO CAMPOS VIANA

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)

CIRO BERNARDO JUNIOR

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecemos a CAPES, CNPQ e a Fundação Getúlio Vargas que propiciaram os recursos necessários para o desenvolvimento do trabalho.

A IMPORTÂNCIA DA GOVERNANÇA EM MOMENTOS DE CRISE, UM TESTE DO G DO ESG NA VIDA REAL.

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo avaliar a importância da governança corporativa no desempenho das organizações em momentos de crise, a partir da análise dos dados da crise econômica de 2008, considerada como o crash global da era moderna.

Nesse trabalho foi realizada uma análise histórica dos dados de EBITDA das empresas listadas na Bovespa, entre o período de 2002 a 2014, a partir da base dados da Economatica. Assim foi possível, avaliar mediante a utilização das listagens da B3 e a partir dos dados de EBTIDA qual o efeito da governança corporativa no desempenho em períodos de crise. Essa avaliação foi realizada a partir da análise de dois indicadores, o primeiro referente a entrada, ou seja, quanto foi o impacto de queda antes do ápice da crise econômica de 2008. Já o segundo indicador se refere a recuperação do pós-crise, ou seja, quais empresas apresentaram melhor desempenho na saída da crise.

Para a execução dessa avaliação foram utilizados métodos estatísticos de análises como Lowess para alisamento das amostras, Man Whitney para comparação entre resultados e Ward para análise de agrupamentos, resultando assim em uma análise em quadrantes acerca dos desempenhos das organizações durante a crise, segmentada em dois grupos, as empresas listadas no Novo Mercado e as demais listagens.

Os resultados mostraram que as empresas listadas no Novo Mercado, apresentaram comportamento similar durante a crise de 2008, com queda no desempenho no período pré-crise, porém com aumento expressivo no desempenho no período pós-crise, mostrando que a governança corporativa não é capaz de prevenir a entrada na crise, porém antecipa seus efeitos, reduz os impactos e produz resultados melhores de desempenho para a saída da crise.

O presente trabalho tem sua importância associada aos recentes debates acerca da importância do ESG (*Environmental, Social and Governance*) como um norte para a retomada econômica global, trazendo para o âmbito organizacional, um teste real sobre a efetividade da governança em momentos de crise.

A utilização da crise de 2008 busca servir de base de análise para previsão de cenários para o pós pandemia, uma vez que, apesar da diferença entre os cenários de crise a governança corporativa se mostra como um instrumento importante para mitigação de seus efeitos.

PALAVRAS-CHAVE: Recuperação, Desempenho, Crise econômica de 2008, ESG.

1. INTRODUÇÃO

A sustentabilidade não é de fato um assunto novo, os movimentos ambientalistas surgiram ainda na década de 70 e 80 e desde então vem aumentando seu protagonismo e participação junto as esferas de tomada de decisão. No entanto, em março de 2020 o mundo foi tomado de assalto pela pandemia do Covid-19, interrompendo bruscamente qualquer tipo de planejamento estratégico e colocando o mundo em modo sobrevivência.

No entanto alguns conseguiram resultados melhores até agora no teste de sobrevivência, do que outros. Segundo (FINANCIAL TIMES, 2020) os investimentos listados como ESG (Environmental, Social and Governance) estão vencendo com louvor a pandemia. Ainda segundo o site os investimentos associados ao ESG não estão apenas vencendo a crise, mas também crescendo de forma significativa, pois trouxeram luz sobre o real papel que empresas responsáveis podem realizar e contribuir perante a sociedade.

Segundo (WAYGOOD, 2020) em um artigo publicado no site The Asset, o novo normal, ou seja, o mundo que emergirá no pós pandemia, será baseado em sustentabilidade, ou seja, para os gestores de investimento o ESG será o novo normal. Tais afirmações ecoaram na mídia tradicional, sendo reverberada pelo CEO da XP Investimentos Guilherme Benchimol em artigo publicado na rede social LinkedIn. O assunto chegou inclusive a mesa de chefes de estado, como a França e Alemanha que já discutem parâmetros de ESG no plano da retomada econômica das suas economias.

Na esteira da discussão da sustentabilidade emerge portanto a necessidade de analisar o desempenho dos seus componentes, principalmente em momentos extremos, como grandes crises econômicas, quando os reais valores e fundamentos de uma organização são colocados a prova. Nesse interim o presente trabalho buscou analisar a importância da governança corporativa no desempenho das organizações durante a crise de 2008.

A crise econômica de 2008 conhecida internacionalmente como a crise dos subprimes, responsável pelo abalo significativo nos mercados americanos e europeus, bem como por significativa retração em contexto mundial, tem como base de comparação de impacto, apenas a quebra da bolsa americana em 1929.

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

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

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

Em outra frente existe a corrente de pensamento, na qual os agentes econômicos abrandam os seus rigores com o intuito de obter o máximo possível retorno econômico. Nessa avaliação consta inclusive o clássico conflito de agência, quando os gestores das instituições bancárias ignoram os sinais da desaceleração do mercado, com vistas a manutenção dos seus bônus de resultados.

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

Uma das consequências da crise de 2008 foi a contestação aos modelos de governança corporativa, aos quais imaginava-se que prevenir-se-iam de dissabores como o ocorrido.

A relação entre governança corporativa e a crise econômica de 2008 foi também o objeto de estudo de uma série de trabalhos, como os de (HAUSMAN E BECHTOLD-

ORTH, 2010) que concluem que as falhas na remuneração foram fatores contribuintes para a crise, visto que, no modelo em voga incentivava-se a assunção de riscos de curto prazo, com pacotes expressivos de bonificação, ao invés da avaliação mais segura de longo prazo. (MARANHO, FONSECA E FREGA, 2016) apresentam ainda os estudos conduzidos por (RINGE, 2013) que estudou a relação da independência do conselho e o próprio conceito de governança corporativa (GC), em vista das experiências catastróficas da crise de 2008.

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

É sabido que uma crise econômica com seu epicentro localizado em outro país possui maior potencialidade de interferência e exposição para empresas multinacionais, com atuações em diversos mercados consumidores. Sendo assim estima-se que a interferência da crise de 2008 seria, portanto, percebida com mais intensidade para as companhias que apresentam operações em outros países.

Dessa forma o presente trabalho busca compreender qual o impacto das práticas de governança corporativa durante eventos extremos, usando-se portanto a crise econômica de 2008 como uma componente de análise dos comportamentos, impactos e efeitos. Espera-se portanto responder a partir do artigo a seguinte pergunta de pesquisa:

As práticas de governança corporativa exercem algum impacto no desempenho das organizações em momentos de crise?

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico do presente estudo foi dividido em duas etapas distintas, sendo a primeira referente ao contexto da crise de 2008 e o segundo as métricas de desempenho organizacional.

A crise de 2008

A crise econômica de 2008 produziu impacto expressivo na economia internacional, com especial destaque para as economias europeias e americana. No entanto, no Brasil o tema se tornou polêmico, especialmente devido declarações polêmicas como a do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva, na qual a crise seria apenas uma “marolinha”.

Entretanto, a avaliação da existência de uma crise econômica e sua magnitude deve ser realizada a partir de dados macroeconômicos, como aqueles disponibilizados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), instituição federal de pesquisa e avaliação de indicadores econômicos.

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

Capacidade instalada da indústria

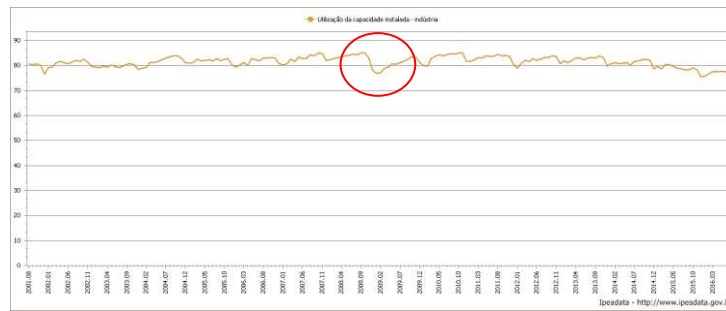


GRÁFICO 1 - Capacidade instalada da indústria - Fonte: CNI / IPEADATA

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

Consumo de energia elétrica

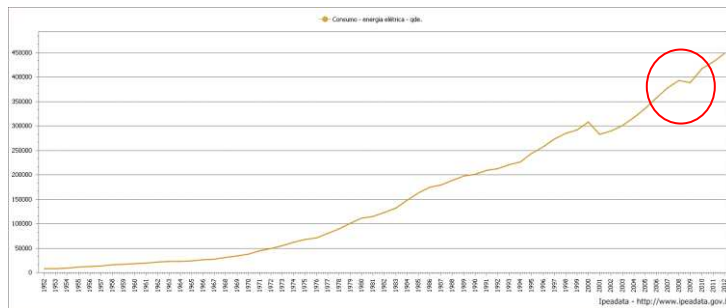


GRÁFICO 2 - Consumo de energia elétrica - Fonte: Eletrobrás / IPEADATA

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

Emprego – Saldo entre admissões e demissões

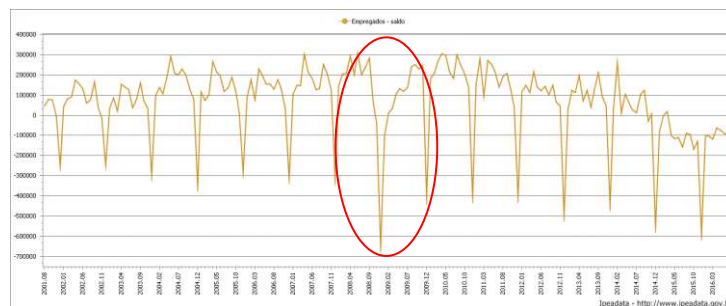


GRÁFICO 3 - Saldo de empregos - Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego (MTE/CAGED) / IPEADATA

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

Produção de automóveis montados

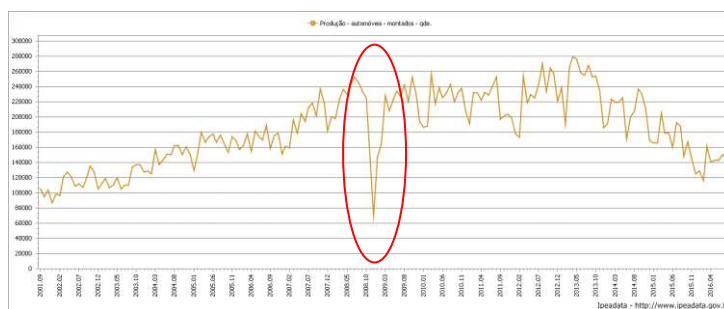


GRÁFICO 4 - Produção de automóveis montados - Fonte: Anfavea / IPEADATA

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

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

Expedição de caixas, acessórios e chapas de papelão ondulado



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

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

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

Produto Interno Bruto – PIB

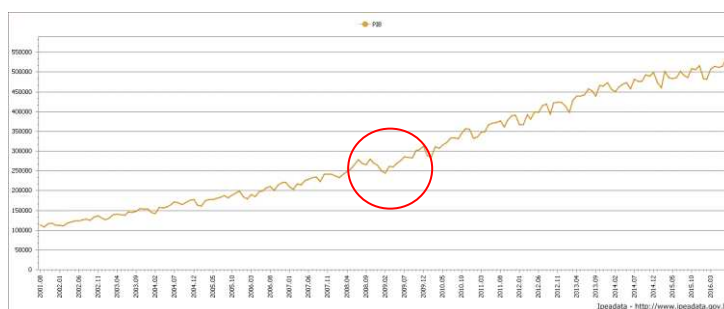


GRÁFICO 6 - PIB - Fonte: Bacen / IPEADATA

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

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

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

A realização de tal avaliação é parte do referencial teórico do presente trabalho, visto que, utiliza-se de dados e informações já conhecidos e apresentados, como forma de subsidiar e discutir o tema em questão a fim de conferir fundamentação teórica ao trabalho em tela.

Dessa forma é possível compreender que os efeitos resultantes da crise financeira de 2008 desencadeada nos Estados Unidos, foram percebidos e relevantes no contexto econômico brasileiro. A discussão quanto a magnitude de tais interferências frente a ciclos de retração pretéritos é relevante e apresenta como uma possibilidade posterior de estudo e pesquisa.

A crise de 2008 e a pandemia

A crise de 2008 foi a última grande crise global existente e que possuímos dados suficientes para análise, por isso a sua escolha como alvo do presente trabalho. No entanto, é importante destacar que ao analisar a crise de 2008 criamos hipóteses e especulações acerca do desempenho das organizações após a crise atual que vivemos da pandemia do Covid-19.

Importante destacar que se tratam de dois eventos com origens diferentes, porém com efeitos e impactos semelhantes na economia e para as organizações. A crise de 2008 tem sua origem no sistema financeiro e sua causa associada a regulamentação do setor de crédito, gerando como consequência impactos na oferta de crédito, que por sua vez acarretam em sufocamento das finanças corporativas, restringindo investimentos e por sua vez desencadeamento movimentos de retração, downsizing e redução de custos.

A pandemia por sua vez, tem origem no setor produtivo, uma vez que, as medidas de contenção a disseminação do vírus acarretaram na paralisação dos processos produtivos, o que por sua vez, impactou as cadeias de suprimentos e fornecimento, reduzindo a oferta e entrega de produtos gerando toda a sorte de disrupções nas cadeias produtivas. Em decorrência das paralisações os governos entraram com oferta de subsidio financeiro de forma significativa, visando atenuar os efeitos e garantir a retomada da produção.

Em ambos os casos, apesar da diferença na origem, os efeitos e impactos são majorados em ambientes com baixa governança e gestão, e por isso a crise de 2008 pode ser utilizada como um descritor importante dos efeitos da pandemia no comportamento e desempenho das organizações.

O desempenho das organizações

O desempenho econômico das organizações pode ser avaliado de diversas maneiras e por diferentes abordagens. Segundo (ALBERTON, 2003), a avaliação de desempenho é sempre descrita através de dois tipos de medidas, aquelas definidas como econômico-financeiro e as de retorno de mercado de ações. Ou seja, as métricas de desempenho podem estar associadas a um indicador contábil financeiro da organização,

como, por exemplo, Preço/Lucro (P/L), Preço/Valor Patrimonial (P/VPA), Retorno sobre as Vendas (ROS), EBITDA, Receita, Lucro Líquido, e outros. Mas também podem estar relacionadas ao desempenho da organização no mercado financeiro, através do preço das ações, liquidez, retorno sobre o ativo, dentre outros.

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

Segundo (COHEN, FENN E KONAR, 1997), citado por (ALBERTON, 2003), os indicadores de mercado se mostram como uma medida mais adequada para a avaliação do desempenho das organizações, visto que, representam de fato os ganhos aferidos pelos acionistas, seja através dos dividendos, seja pela avaliação do preço das ações. Além disso, tais formulações se mostram mais facilmente comparáveis, por não estarem sujeitos às manipulações contábeis de itens como impostos e depreciações.

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

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

Dessa forma o preço (VASCONCELOS, 2012) das ações é visto como um reflexo, não somente da busca incessante pelo lucro, mas também por fatores de origem fundamentalista que embasam toda a gestão da firma. Segundo (GITMAN, 2004), a maximização dos lucros é considerada falha, por ignorar fatores como ocorrência dos retornos, fluxo de caixa e o risco das operações.

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

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

O cálculo do EVA é obtido com base no lucro operacional líquido após o imposto de renda também conhecido como “NOPAT - net operating profit after tax” menos o custo do capital próprio (STEWART, 1991, 1994). O custo do capital próprio que também é conhecido como “WACC - weighted average cost of capital”) determina o custo do capital de uma empresa que poder ser oriundo de fontes internas como os acionistas ou de fontes externas como os bancos. Estes custos são ponderados por variáveis de risco que consideram por exemplo as particularidades do negócio, o comportamento do segmento de atuação e o impacto da localização geográfica da empresa (risco país). Devido a estes dados serem estratégicos, a complexidade para obtenção destas informações para todas as empresas analisadas inviabilizou o seu cálculo e conseqüentemente a sua utilização neste trabalho. Uma possível alternativa, seria uma estimativa através da análise dos dados contábeis tradicionais, mas o risco de tratamento

equivocado destas informações, o qual é extremamente elevado já que não temos acesso as informações estratégicas exemplificadas acima, distorceria significativamente os resultados obtidos.

Segundo (AZAMHUZJAEV E MACKEY, 2001), (PETERSONS E PETERSON, 1996) e (CATES, 1997) citados por (BEHERA, 2020), os ajustes de EVA o tornam muito complexo e é facilmente manipulado. Os dados necessários para fazer ajustes são difíceis de obter. Além disso, os resultados dos ajustes dependem de premissas e julgamentos que podem variar de empresa para empresa, dificultando a realização de comparações confiáveis.

Outro indicador importante de mensuração de desempenho nas corporações é o EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), também conhecido por sua denominação em português, LAJIDA (Lucro antes dos juros, impostos sobre lucros, depreciações e amortizações). Segundo (NEVE E BATISTA, 2005) o EBITDA pode ser entendido como um valor indicativo da situação da empresa, possibilitando a avaliação do desempenho e da rota de administração da corporação. Para (VASCONCELOS, 2002), o EBITDA é um importante índice de desempenho financeiro, uma vez que, avalia a geração de recursos decorrentes da operação, excluindo-se então as despesas denominadas de escriturárias.

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

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

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

Segundo (MICHELON, BOESSO, & KUMAR, 2013; ORLITZKY, SCHMIDT, & RYNES, 2003; MADITINOS, CHATZOUDES, TSAIRIDIS, & THERIOU, 2011) citados por (PEKOVIC et al, 2019), o EBITDA dá uma margem mais precisa do desempenho financeiro da empresa porque está menos sujeito às escolhas políticas discriminatórias dos gestores das empresas. Além disso, leva em consideração o desempenho líquido do negócio, independentemente da alavancagem financeira.

Em seu estudo sobre incentivos a colaboradores, (MOURA, 2020) constatou que por ser um indicador de desempenho essencialmente operacional, diferente de outras métricas usada para desempenho, o EBITDA é o único que relaciona positivamente com os incentivos ofertados pelas empresas estudadas, pois para o oferecimento destes, é necessário avaliar também a performance da empresa e da produtividade por ela alcançada através do empenho dos colaboradores, o que está atrelado de modo geral, ao EBITDA.

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

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

3. METODOLOGIA

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

Dessa forma foi avaliado o desempenho das organizações nos anos de 2000 a 2014, compreendendo assim todo o espectro da crise econômica de 2008. Retirou-se da amostragem as organizações que não divulgaram resultados em todo o período de análise evitando assim qualquer erro de interpretação ou análise decorrentes de efeito de IPO (*Initial Public Offering*) ou algo do gênero.

Para que as análises dos indicadores possam ser realizados de forma comparativa, utilizou-se o método de Lowess (Cleveland 1979). A descrição dos dados também foi realizada através de medidas de tendência central, dispersão e posição. Para uma melhor visualização do comportamento de cada empresa ao longo do tempo e do comportamento médio, o EBITDA foi padronizado pela média e desvio padrão em cada empresa, permitindo assim que todas as empresas ficassem na mesma unidade.

Com o objetivo de explorar mais o comportamento de cada empresa próximo ao período da crise, foram realizadas comparações em cada empresa entre os períodos de 2006 a 2010, sendo que essas diferenças foram comparadas posteriormente entre os grupos Novo Mercado e outras listagens, através do teste Mann-Whitney (HOLLANDER E WOLFE, 1999).

Destaca-se que as organizações listadas como Novo Mercado são consideradas como de maior nível de governança corporativa pela B3, sendo a seguir apresentados os segmentos existentes em uma pirâmide de equivalência, para que seja visualizado com mais clareza a ordenação quanto ao grau de governança corporativa dos segmentos.



Figura 1 - Pirâmide de segmentos da Bovespa Fonte: B3 adaptado

De acordo com Maltragrano, Bernardes e Gonçalves (2015), o mercado de capitais brasileiro, possui 3 níveis diferenciados de governança corporativa, no qual as empresas participantes, além de cumprir a lei das sociedades anônimas precisam celebrar um

contrato junto a B3, se comprometendo a cumprir uma série de exigências, bem como, admitindo a possibilidade de punições em casos de não atendimento.

Atualmente o Novo Mercado, é considerado o segmento com o maior nível de GC, no qual as empresas devem buscar um elevado nível de respeito aos investidores e um tratamento equilibrado entre majoritários e minoritários.

A fim de agrupar as empresas que foram similares quanto as diferenças de EBITDA Padronizado entre os períodos de 2006 a 2010 foi utilizada uma Análise Hierárquica de Agrupamento (HAIR ET AL., 2009), utilizando o Método de Ward (WARD, 1963) a partir da distância Euclidiana.

Nesse trabalho foram utilizadas também as abordagens de modelos marginais e modelos lineares mistos, sendo que os modelos marginais tiveram como objetivo principal permitir a comparação ao longo do tempo entre as empresas do novo mercado com as empresas das outras listagens, enquanto os modelos de efeito misto objetivaram o acesso as características de cada empresa ao longo do tempo (PINHEIRO E BATES, 2000).

Em uma análise longitudinal deve-se de forma cuidadosa modelar a média da resposta ao longo do tempo. Dessa forma, a partir das visualizações gráficas usando as regressões não paramétricas via método LOWESS, o período de 15 anos foi dividido em alguns segmentos de reta. Para isso foi utilizado a abordagem Splines, com um nó nos tempos 2002, 2007, 2008 e 2009 para modelar a estrutura da média ao longo do tempo, tanto do modelo marginal quanto do modelo de efeito misto.

4. RESULTADOS

A listagem inicial da base de dados analisada apresentava cerca de 364 empresas para o período final de atualização de 2014. A primeira análise dos resultados consiste na avaliação da curva de evolução do EBITDA para o período histórico observado.

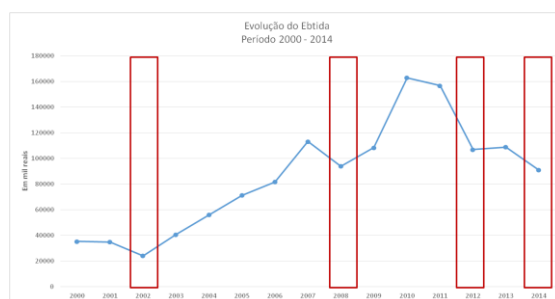


Figura 1: Curva de evolução do EBITDA no período analisado.
Fonte: Os autores

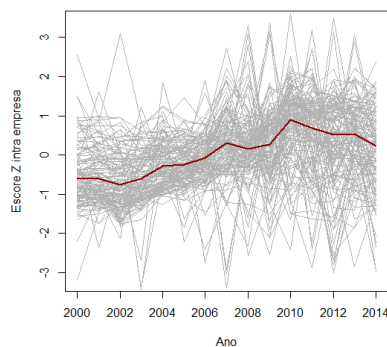


Figura 2: perfil das empresas e perfil alisado em relação ao EBITDA Padronizado ao longo do período de 2000 a 2014 - Fonte: Os autores

A partir da figura 1 é possível perceber que a curva de evolução do EBITDA apresenta as quedas determinadas nos períodos detalhados, com destaque para o ano de 2008, em que após uma pequena queda os resultados apresentam crescimento expressivo.

Na figura 2 são apresentados os perfis das empresas e o perfil alisado via Lowess em relação aos valores de EBITDA padronizados pela média e desvio padrão em cada empresa ao longo do período de 2000 a 2014.

A padronização visa colocar todas as empresas na mesma unidade, permitindo uma melhor visualização do comportamento de cada empresa ao longo do tempo. O método Lowess aplicado sobre os valores padronizados apresenta melhores resultados para retratar o comportamento médio das empresas ao longo do tempo, pois embora o método Lowess seja robusto, ainda pode sofrer pequenas influências de valores muito discrepantes. Logo, avaliando cada perfil e o perfil médio alisado, pode-se ressaltar que as empresas apresentaram bastante variação ao longo do período, sendo que a tendência geral foi de queda entre 2000 a 2002, de crescimento de 2002 a 2007, seguindo depois de uma pequena recessão até 2008, um período de crescimento elevado até 2010 e depois outro período de recessão até 2014.

A comparação das listagens em relação as diferenças de EBITDA Padronizado entre os períodos são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 - Comparação dos tipos de empresa em relação as diferenças de EBITDA Padronizado entre os períodos. ¹ Teste de Mann-Whitney.

| Período | Tipo | Média | E.P. | Q1 | Q2 | Q3 | Valor-p¹ |
|----------------|------------------|--------------|-------------|-----------|-----------|-----------|----------------------------|
| 2007-2006 | Outras listagens | 0,34 | 0,09 | 0,01 | 0,43 | 0,84 | 0,461 |
| | Novo mercado | 0,42 | 0,16 | 0,37 | 0,50 | 0,82 | |
| 2008-2007 | Outras listagens | -0,04 | 0,11 | -0,57 | -0,13 | 0,26 | 0,606 |
| | Novo mercado | -0,03 | 0,17 | -0,36 | -0,09 | 0,17 | |
| 2009-2008 | Outras listagens | -0,04 | 0,13 | -0,60 | 0,18 | 0,67 | 0,052 |
| | Novo mercado | 0,41 | 0,22 | 0,15 | 0,54 | 1,02 | |
| 2010-2009 | Outras listagens | 0,51 | 0,12 | 0,01 | 0,65 | 1,22 | 0,798 |
| | Novo mercado | 0,60 | 0,15 | 0,07 | 0,60 | 0,96 | |

Fonte: Os autores

Portanto, pode-se concluir que houve diferença significativa entre os tipos “outras listagens” e “novo mercado” apenas no período 2009-2008 (valor-p=0,052), sendo que as empresas do novo mercado apresentaram diferença mediana significativamente maior que as empresas de outras listagens, ou seja, o crescimento das empresas do novo mercado no período de 2008 a 2009 foi maior que o das empresas de outras listagens.

No gráfico abaixo é ilustrado o desempenho das empresas de acordo com seus comportamentos durante e após a crise. As empresas do primeiro quadrante foram aquelas que cresceram durante a crise e mantiveram o crescimento após a crise, já as empresas do segundo quadrante passaram por recessão durante a crise, mas voltaram a crescer após a crise. As empresas do terceiro quadrante passaram por recessão durante e após a crise e as empresas do quarto quadrante cresceram durante a crise, mas tiveram recessão após a crise. Nota-se que das 21 empresas do novo mercado, 18 empresas (85,71%) pertenciam ao segundo quadrante, ou seja, passaram por recessão durante a crise, porém cresceram no período posterior.

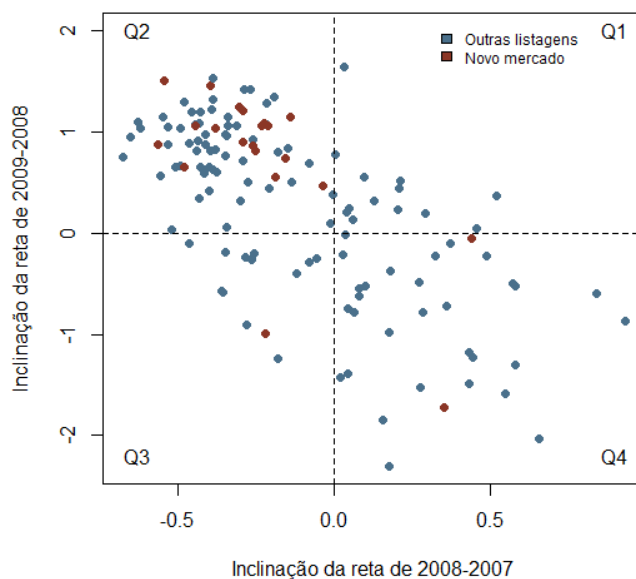


Gráfico 7 - Desempenho das empresas durante e após a crise. – Fonte: Os Autores

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir dos resultados obtidos é possível perceber que as empresas listadas no Novo Mercado, ou seja, adeptas de práticas de governança corporativa obtiveram resultados melhores na recuperação da crise econômica de 2008.

Interessante destacar que a governança corporativa não se mostrou como um instrumento capaz de prevenir que as empresas sejam atingidas pela crise econômica, porém sua entrada na crise acontece de forma mais suave e a saída é mais rápida e com mais intensidade de crescimento.

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

Avaliando-se as curvas globais de desempenho de EBITDA, percebe-se que o período compreendido entre 2007 e 2008 foi o único em que as empresas listadas no Novo Mercado apresentaram desempenho inferior as demais listagens. Estima-se que tal fato pode ser justificado por duas razões, a primeira decorrente de uma análise em que se considera que as diferentes listagens apresentaram momentos de crise diferentes, sendo as empresas listadas no Novo Mercado com o momento central da crise em 2008, enquanto as demais apresentaram o ápice da crise em 2006. No entanto, apesar de anteciparem a crise as empresas listadas nos demais segmentos, apresentaram forte oscilação entre 2006 e 2010, alternando crescimentos acentuados (2006 – 2007), quedas (2007 - 2008) e um crescimento mais sustentado.

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

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

Dessa forma a partir do presente trabalho foi possível compreender a importância da governança corporativa em momentos extremos, permitindo avaliar um teste real da tendência do ESG a partir de uma crise econômica global.

A utilização da crise de 2008 se fez necessária por ser a última grande crise global a qual existiam dados suficientes para análise e, portanto, possível de serem avaliados os seus efeitos e comportamentos dos mercados. Ainda que a crise atual da pandemia do novo coronavírus tenha características estruturais diferentes da crise de 2008, sendo a primeira de origem produtiva, visto que, em detrimento das medidas de isolamento social foi necessário a paralisação de diversas atividades produtivas, gerando disrupções e impactos nas cadeias produtivas. Enquanto a segunda tem origem no sistema financeiro e na regulamentação da oferta de crédito. Ainda assim, é possível especular como será o comportamento das organizações, visto que, os instrumentos e fundamentos da governança corporativa são construídos de forma a responder para os diversos cenários possíveis. Dessa forma estima-se que ao final da pandemia será possível constatar que as organizações que investem em governança corporativa, provavelmente sofrerão queda nos seus resultados em 2020, no entanto, apresentaram resultados melhores nos anos de 21 e 22, saindo da crise inclusive com maior intensidade.

6. PESQUISAS FUTURAS

A partir da pesquisa foi possível identificar alguns temas possíveis de pesquisas futuras acerca do mesmo assunto, como a verificação das hipóteses acerca dos resultados das empresas listadas no Novo Mercado após o final da pandemia, e também uma comparação entre a intensidade das crises de 2008 e da pandemia.

Outra linha interessante para pesquisas futuras consiste na análise setorial das empresas a partir do seu comportamento durante as crises de 2008 e/ou da pandemia, buscando portanto verificar se existem setores da economia que seriam mais resilientes ou mais capazes de responderem as crises econômicas.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBERTON, A., & DA COSTA JR, N. (2007). Meio ambiente e desempenho econômico-financeiro: benefícios dos Sistemas de Gestão Ambiental (SGAs) e o impacto da ISO 14001 nas empresas brasileiras. *RAC Eletrônica*, pp. 153-171.
- AZAMHUZJAEV M, MACKKEY J (2001) Economic Value Added: A Critical Analysis. *The Journal of Corporate Accounting and Finance* 12(2):65–71
- BEHERA S. (2020). Does the EVA valuation model explain the market value of equity better under changing required return than constant required return? *Financial Innovation* 6:9
- BERLE, A., & MEANS, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Nova York: Macmillan.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2009). A crise financeira de 2008. *Revista de Economia Política*, pp. 133-134.

- CATES DC (1997) Performance Measurement: welcome to the revolution. *Bank Strateg* 73:51–56
- CLEVELAND, W. S. (1979). Robust Locally Weighted Regression and Smoothing Scatterplots. *Journal of the American Statistical Association*, pp. 829-836.
- COHEN, M. A.; FENN, S. A.; KONAR, S. Environmental and financial performance: are they related? Vanderbilt University, Nashville, TN, May 1997. Working paper. 25 p.
- DA SILVA, d. a., REIS, e. m., & LAMOUNIER, w. m. (2012). O processo de criação de valor para o acionista comparado em cada nível de governança corporativa segmentado na Bovespa: Um Estudo com as empresas que compõem a carteira de ações do Índice Brasil (Ibrx 100). *Sociedade, Contabilidade e Gestão*.
- EZZINE, H., & OLIVERO, B. (2013). Evolution of corporate governance during the recent financial crises. *The International Journal of Business and Finance Research*, pp. 85-100.
- FINANCIAL TIMES. *Financial Times*. www.ft.com, 2020. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/50eb893d-98ae-4a8f-8fec-75aa1bb98a48>>. Acesso em: 11 Julho 2020.
- GITMAN, L. (2004). *Princípios da Administração Financeira*. São paulo: Addison Wesley.
- GRIFFIN, J. J., & MAHON, J. (5-31 de Março de 1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate. *Business & Society*, p. 1997.
- HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. *Análise Multivariada de Dados*. Porto Alegre: Bookman. 2009.
- HAUSMANN, Y., & BECHTOLD-ORTH, E. (2010). Changing remuneration systems in Europe and the United States: a legal analysis of recent developments in the wake of the financial crisis. *European Business Organization Law Review*, pp. 195-229.
- HOLLANDER, M. E. (1999). *Nonparametric Statistical Methods*. New York: John Wiley & Sons.
- ICÓ, J. A., & BRAGA, R. P. (jan/mar de 2001). EBITDA: lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional. *Revista Contabilidade e Informação Conhecimento e Aprendizagem*, pp. 39-47.
- JENSEN, M., & MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.
- MACEDO, F. Q., MELLO, G. R., & TAVARES FILHO, F. (2006). Adesão ao nível 1 de governança corporativa da BOVESPA e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. *Congresso De Controladoria E Contabilidade*. São Paulo: FEA-USP.
- MARANHO, F. S., FONSECA, M. W., & FREGA, J. R. (2016). Governança Corporativa e Desempenho das Empresas diante da Crise Econômica Global de 2008: Uma análise dados em painel. *Adm-UFSM*, pp. 293-311.
- MADITINOS, D., CHATZOUDES, D., TSAIRIDIS, C., & THERIOU, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 12, 132–151. <https://doi.org/10.1108/14691931111097944>
- MICHELON, G., BOESSO, G., & KUMAR, K. (2013). Examining the link between strategic corporate social responsibility and company performance: An analysis

- of the best corporate citizens. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, 81–94. <https://doi.org/10.1002/csr.1278>
- MOURA I.A. (2020) . Relação entre os valores dos benefícios concedidos a colaboradores e desempenhos financeiros: Uma análise com foco na DVA de empresas IBRX-100. *Revista ENIAC Pesquisa Guarulhos (SP)*, V.9, n.1, fev.- jul. 2020
- NEVE JÚNIOR, I. J., & BATISTA, C. P. (2005). Estudo empírico do desempenho das empresas de distribuição de energia elétrica segundo o EBITDA. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, pp. 27-40.
- ORLITZKY, M., SCHMIDT, F. L., & RYNES, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24, 403–441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- PEKOVIC S., GROLLEAU G., MZOUGH N. (2019). Competition in innovation activities and firms' economic performance: An empirical analysis. *Creativity And Innovation Management* 1-14.
- PETERSON P.P., PETERSON D.R. (1996) Company performance and measures of value added. The Research Foundation of the institute of chartered financial analysts. Charlottesville, VA.
- PINHEIRO J.C. E BATES D. M. *Mixed-Effects Models in S and S-plus*. Springer, 2000.
- RINGE, W. (2013). Independent directors: after the crisis. *European Business Organization Law Review*, pp. 401-424.
- SANTANA, L., & LIMA, F. G. (2004). EBITDA: uma Análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas no Mercado de Capitais Brasileiros. ENANPAD.
- SILVEIRA, A. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado em Administração da Faculdade de Economia e administração. Universidade de São Paulo.
- STEWART, G.B. (1991). *The quest for value*. New York: Harper and Collins.
- STEWART, G.B. (1994). EVA: Fact or fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 71-84.
- STIGLBAUER, M., FISHER, T., & VELTE, P. (2012). Financial crisis and corporate governance in the financial sector: Regulatory changes and financial assistance in Germany and Europe. *International Journal of Disclosure and Governance*, pp. 331-347.
- VASCONCELOS, Y. L. (Jul/Ago de 2012). EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. *Revista Brasileira de Contabilidade*, pp. 38-47.
- WARD, J. (1963). Hierarchical grouping to optimize an objective function. *Journal of American Statistical Association*, p. 58.
- WAYGOOD, S. *The Asset*. The Asset, 2020. Disponível em: <<https://www.theasset.com/article-esg/40717/esg-will-be-new-normal-of-post-pandemic-world>>. Acesso em: 11 jul. 2020.