

Governança Corporativa e a Estabilidade das Empresas: Cenários de Crise

Gabriel Elias Corrêa da Silva Soares
Mestrando em Controladoria e Contabilidade - FEA-RP/USP
gecssoares@gmail.com

Antonio Daniel Ricardo Engracia Caluz
Doutorando em Economia dos Negócios - INSPER
adrecaluz@gmail.com

RESUMO

Na última década, pôde-se observar o impacto de duas crises no mercado acionário brasileiro. O primeiro grande impacto decorre da crise do *subprime* deflagrada fundamentalmente no ano de 2008, que fez com que o retorno do mercado acionário brasileiro, mensurado pelo índice Bovespa, apresentasse oscilações negativas. Outro evento foi decisivo para oscilações no mercado acionário brasileiro, este por sua vez decorrente da crise política interna do país, com o *impeachment* da então presidente Dilma Rousseff. Assim, o presente trabalho investigou se as boas práticas de Governança Corporativa, tornaram as empresas mais estáveis perante os impactos destas duas grandes crises. Os resultados deste trabalho, contrariam os achados de Espejo e Clemente (2017), mostrando que o Índice de Governança Corporativa apresentou retornos mais estáveis do que as companhias abertas em geral, representadas pelo retorno do Ibovespa, mais volátil a cenários de crise, evidenciando assim que as práticas de governança corporativa diminuem o risco das companhias de capital aberto.

Palavras-Chave: Crises Econômicas, Governança Corporativa, Retorno de Mercado

ABSTRACT

In the last decade, we could observe the impact of two crises in the Brazilian stock market. The first big impact stems from the subprime crisis triggered fundamentally in the year 2008, which has made the return of the Brazilian stock market, measured by the Bovespa index, present negative oscillations. Another event was decisive for the Brazilian stock market fluctuations, this for internal political crisis in the country, with the impeachment of President Dilma Rousseff. Thus, the present study investigated whether good corporate governance practices, have made businesses more stable before impacts of two major crises. The results of this work, contradict the findings of Espejo and Clement (2017), showing that the index of Corporate Governance presented more stable returns than listed companies in General, represented the return of the Ibovespa, more volatile the crisis scenarios, showing how the corporate governance practices reduce the risk of publicly traded companies.

Keywords: Economic Crisis, Corporate Governance, Market Return

1. Introdução

São duas as principais crises que assolaram o Brasil na última década. A primeira delas, é causada pelo impacto da crise do *subprime* ocorrida no ano de 2008. A outra, é decorrente de um cenário político instável que viveu o país, culminando no *impeachment* da presidente Dilma Rousseff, e suas consequências afetaram diretamente o nível de atividade econômica do país. A luz dessas duas grandes crises, é necessário compreender os impactos causados no mercado de capitais, bem como a importância das boas práticas de governança corporativa para a manutenção dos investimentos em empresas de capital aberto do país.

De acordo com a teoria do desenvolvimento econômico elaborada por Schumpeter (1982) a economia pode ser analisada dentro de um conjunto de ciclos econômicos recorrentes, e parte desses ciclos remetem às crises ocorridas pela expansão do capital. Em períodos de crise o dinamismo da economia se altera e o impacto no grau de investimentos no mercado acionário é afetado. Ainda, sabe-se que a estrutura interna de uma empresa pode ser fator explicativo para o nível de investimentos que ela obtém. (Hill & Jones, 1992). Deste modo, a governança corporativa passa a ser utilizada como mecanismo de transparência, de tal modo que quanto melhores as práticas de governança corporativa, principalmente relacionadas a divulgação de informações úteis para a tomada de decisão do *stakeholder*, mais confiável são os investimentos naquela organização.

Torna-se então relevante compreender se as empresas brasileiras com melhores práticas de governança corporativa são mais estáveis a oscilações econômicas decorrente de crises, ou seja, se os investidores do mercado acionário são mais seguros a investir nas empresas com maior nível de informação divulgada por estas companhias. Neste sentido, o presente trabalho analisou as duas principais crises que assolaram o Brasil na última década frente a oscilações Índice de Governança Corporativa (IGC) – cujas empresas possuem melhor prática de governança corporativa – e frente as empresas listadas na B3, principal bolsa de valores brasileira, que em sua composição conta com companhias as quais não possuem boas práticas de governança corporativa.

Os resultados apontam para o impacto de ambas as crises nos índices estudados, entretanto apenas o Ibovespa reage ao processo de *impeachment*, mostrando-se mais instável do que o IGC no cenário de crise política interna. Foi utilizado o método de GMM, mais robusto ao problema de endogeneidade presente nas séries temporais. Assim, este trabalho evidencia a relevância das práticas de governança corporativa para a estabilidade no nível de investimentos nas empresas que as praticam, com resultados contrários encontrados na literatura nacional por Espejo & Clemente (2017).

2. Referencial Teórico

Nesta seção estão contidas informações sobre a relação entre governança corporativa e períodos de crise. O primeiro tópico levantado remete ao desenvolvimento da governança corporativa, evidenciando suas principais correntes teóricas. O segundo tópico aborda a reação do mercado diante de empresas as quais possuem boas práticas de governança corporativa, em épocas de crise, elencando as relações teóricas já estudadas e conceituando o problema de pesquisa.

2.1 Desenvolvimento da Governança Corporativa

Tem-se como marco inicial do estudo da governança corporativa, o trabalho realizado por Berle & Means (1932). Neste *paper* os autores discutem os conflitos gerados pelas distintas estruturas de propriedade das empresas norte americanas, de modo que analisam os impactos da relação entre propriedade e controle, pois segundo eles, o controle em organizações com estrutura dispersa de propriedade seria dificultoso, favorecendo ações deliberadas dos gestores da organização em benefício próprio.

Em seu artigo seminal, Coase (1937) busca estabelecer a definição de firma de acordo com os custos de transação gerados por um arranjo contratual. Assim, para os agentes de mercado, seria viável que existisse uma firma apenas se ela minimizasse os custos de transação presentes na economia, orientando de melhor maneira a relação de recursos entre duas partes. Ainda, Coase discute a aplicação do sistema de preços como explicativo das situações internas da firma, evidenciando que este sistema é incapaz de explicar boa parte dos acontecimentos internos a uma firma.

Ainda, as contribuições de Chandler (1962) retomam os impactos das distintas estruturas de propriedade, levantadas por Coase (1937). Assim, Chandler (1962) tem como principal contribuição teórica a evidenciação do impacto de diferentes adoções estratégicas por uma firma de acordo com sua estrutura de propriedade e gestão frente ao dinamismo do mercado, propondo que os economistas buscassem compreender melhor os impactos dos choques externos no ambiente interno de uma organização.

O trabalho de Akerlof (1970) é marco inicial para a interpretação dos impactos da assimetria de informação, com a definição de seleção adversa. Assim, a relação de negociação entre duas partes pode ser afetada, visto que uma delas pode desconfiar da presença de informação não fidedigna e assim desistir da negociação. É de responsabilidade da governança corporativa compreender a existência de seleção adversa e estabelecer políticas com o intuito de minimizar a perda decorrente de sua ocorrência, aumentando a transparência com a melhor divulgação de informações contábeis e financeiras.

Alchian & Demsetz (1972) aprofundam os estudos sobre a relação contratual presente em uma organização, mostrando que internamente, a empresa é composta por um conjunto de contratos, entre os profissionais da organização e a própria organização. Os contratos então, assim como em Coase (1937), seriam fundamentais para estabelecer as obrigações do profissional e suas retribuições. A relação contratual deve ser considerada pela governança corporativa de uma empresa, visto que afeta diretamente a maneira como os administradores da organização conduzem a estratégia da empresa.

Jensen & Meckling (1976) avançam a literatura de governança corporativa por analisarem especificamente a relação contratual agente-principal, no qual o principal é considerado por eles como proprietário da empresa e o agente seria o administrador da organização. Desta forma, evidenciam a existência dos custos da relação agente-principal, e os denominam custos de agência, que derivam das diversas relações contratuais presentes na firma, cabendo a organização fornecer incentivos para que os interesses dos agentes estejam alinhados com os interesses do principal.

Segundo Williamson (1985) a estrutura hierárquica da organização depende diretamente dos custos de transação que envolvem aquela organização. Assim, quanto mais específicos forem os ativos de uma organização, mais custos de transação estariam atrelados a ele, necessitando estruturar-se mais hierarquicamente do que de maneira descentralizada.

Ainda, como aprofundamento da relação contratual entre principal e agente, Shleifer & Vishny (1997) analisam a possibilidade da existência de um contrato completo, o qual não incorresse nos chamados custos de agência, decorrente da relação agente-principal. Entretanto, salientam que a falta de controle sobre acontecimentos futuros, incertos e urgentes devem permitir que os agentes tenham flexibilidade para tomada de decisões – as quais idealmente estariam sob controle do principal – fazendo com que os agentes também possuam função de decisão, e não apenas de execução. Assim, os agentes teriam margem para se aproveitar desta função de controle e isso não maximizaria a função do contrato para o principal.

As teorias citadas até então apresentam a governança corporativa sem levar em conta a possibilidade de cenários de crises internacionais e crises políticas internas, as quais podem afetar o dinamismo das organizações presentes em um país. O tópico seguinte levanta a importância da governança corporativa em cenários de crise.

2.2 A Governança Corporativa em Cenários de Crise

O desenvolvimento da literatura sobre governança corporativa permitiu compreender a importância da adoção de maior nível de transparência nas informações divulgadas por uma organização para transmitir segurança aos investidores. Entretanto, para fins deste trabalho é necessário entender se esta relação permanece válida nos cenários de instabilidade econômica provocado por crises econômicas e políticas.

Neste sentido, Rajan & Zingales (1998) demonstraram que os investidores externos do mercado de capitais asiático se comportavam de tal modo que em períodos de crise os investidores retiravam rapidamente o capital de mercados os quais não transmitiam confiança a eles. Entretanto no cenário pré-crise não consideravam relevantes as práticas de governança corporativa para determinar a destinação de seus investimentos, se atentando apenas ao nível de retorno promovido por aquele mercado.

Ainda em análise referente a crise financeira asiática ocorrida em 1997, o trabalho de Mitton (2002) mostra a relação positiva entre governança corporativa e desempenho de empresas asiáticas durante o período de crise. Desta maneira, considerando sua amostra de 398 empresas, de diferentes países do leste asiático, as empresas com melhor nível em suas divulgações contábeis, e as empresas auditadas pelas maiores auditorias do mundo, chamadas de *Big Six* na época, demonstraram melhor desempenho com relação ao preço de suas ações e ao volume de recursos externos. Isto vai de encontro a teoria proposta por Akerlof (1970), evidenciando a importância da diminuição da assimetria de informação, quebrando o efeito de seleção adversa, e transmitindo confiança ao investidor, dado o maior nível de transparência informacional.

Srouf (2005) analisa dados de 1997 a 2001 referentes aos retornos de companhias listadas na BM&F Bovespa, a luz da crise asiática, crise interna com a adoção de uma nova moeda bem como a crise política mundial ocorrida após o atentado de 11 de setembro. O trabalho evidencia que as firmas com níveis de governança diferenciados possuem maior retorno de suas ações em épocas de crise, e assim conseguem distribuir mais dividendos a seus acionistas.

Peixoto (2012) analisa os impactos das crises políticas locais no Brasil – entre 2000 e 2002 – e da crise financeira global de 2008 no mercado de capitais brasileiro, considerando os mecanismos de governança corporativa, bem como valor e nível de risco das empresas. Assim, segundo o autor, em épocas de expansão econômica, os investidores ignoram a rigidez das

práticas de governança corporativa adotadas pela empresa, e se preocupam principalmente com o valor da firma e o retorno dado por ela, corroborando com os achados de Rajan & Zignales (1998). Ainda, no que se refere ao valor total da empresa, vale destacar que as firmas com melhores práticas de governança eram as mesmas com maior valor de mercado.

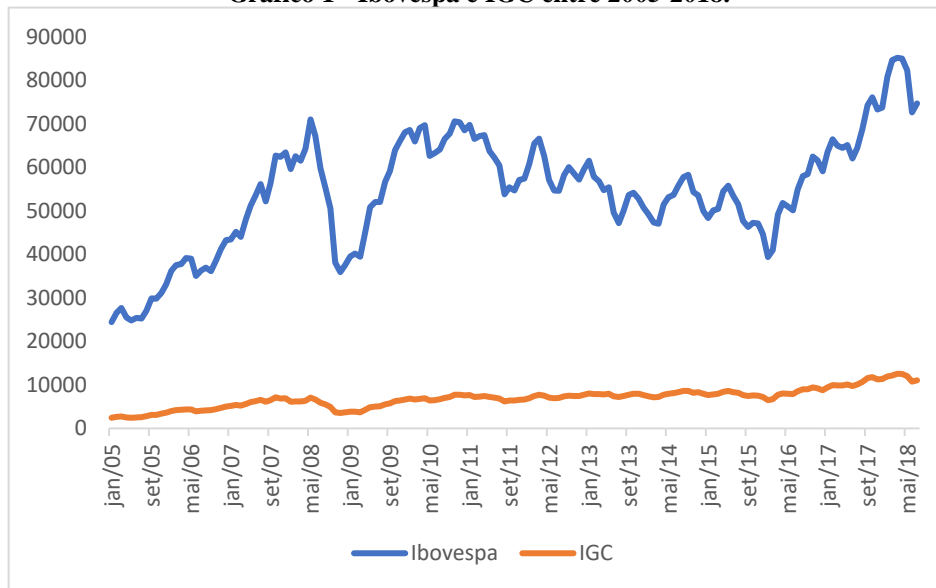
Ainda sobre os impactos da crise de 2008 e os mecanismos de governança corporativa, Erkens, Hung & Matos (2012) investigam o impacto das práticas de governança no setor financeiro de 30 países diferentes, utilizando uma amostra de 296 instituições. Os resultados apontaram para maiores perdas para acionistas quanto maior a propriedade institucional e quanto mais membros independentes no conselho de administração. Isto porque as empresas com maior propriedade institucional assumiram mais riscos no período que anteviu a crise, e as instituições com mais membros independentes no conselho de administração dispunham de mais recursos com este mecanismo de governança, fator que em época de crise levou a uma transferência de riqueza da instituição para estes profissionais.

Com a finalidade de testar a causalidade entre o dinamismo no ambiente de investimentos, causado pela crise do *subprime*, Espejo & Clemente (2017) observaram que as ações cujas empresas não obtiveram boas práticas de governança corporativa, negociadas na Bovespa, não apresentaram queda durante o período da deflagração da crise, enquanto as ações cujas empresas contidas nos níveis de governança corporativa registrados pela Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) em média apresentaram queda. Tais resultados contrariam a expectativa oriunda da percepção de segurança que os investidores possuem em empresas com maior nível de governança corporativa.

3. Dados

Os dados da pesquisa estão disponíveis no Ipea-Data e B3. O período de cobertura de dados é de janeiro de 2005 a junho de 2018. Portanto, os dados capturam dois períodos distintos de crises potenciais: o primeiro ocorre na crise internacional do mercado financeiro em setembro de 2008; o segundo é o processo de impeachment, que foi aprovado em dezembro de 2015, efetivamente a partir de janeiro de 2016 (com o impeachment ocorrendo em agosto de 2016). Em particular, a pesquisa será feita sobre o retorno do índice, porque a comparabilidade não é possível apenas observando o nível do índice.

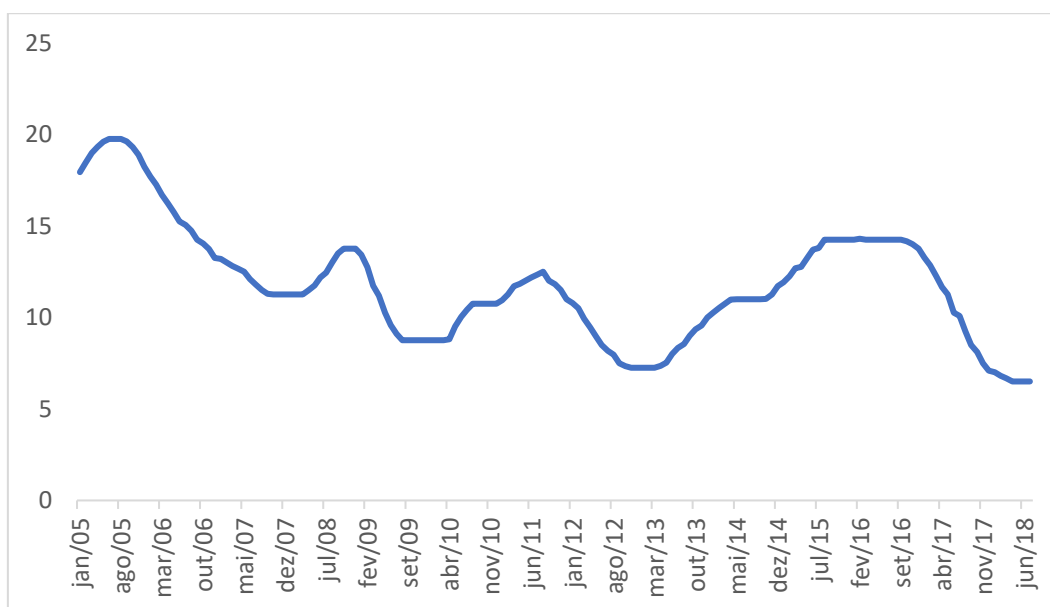
Gráfico 1 - Ibovespa e IGC entre 2005-2018.



Fonte: Elaboração Própria

O Índice Bovespa e o IGC (Índice de empresas no novo mercado) foram coletados no site B3. O que pode notar no gráfico é que, apesar do tamanho dos índices, o Ibovespa é mais volátil que o IGC. Além disso, ambos os índices sofrem retrocessos em 2008, período associado à crise financeira internacional, mas apenas o Ibovespa reage ao processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff (2011-2016), no qual se postula que o efeito da crise e do impeachment terá um impacto maior no Ibovespa, embora o sinal de efeito em cada caso não seja certo. O gráfico 2 mostra a taxa Selic, um componente importante no valor de qualquer ativo que tenha um fluxo de caixa futuro associado, uma vez que o Selic é uma taxa que se dissipa em vários setores da economia.

Gráfico 2 - SELIC entre 2005-2018



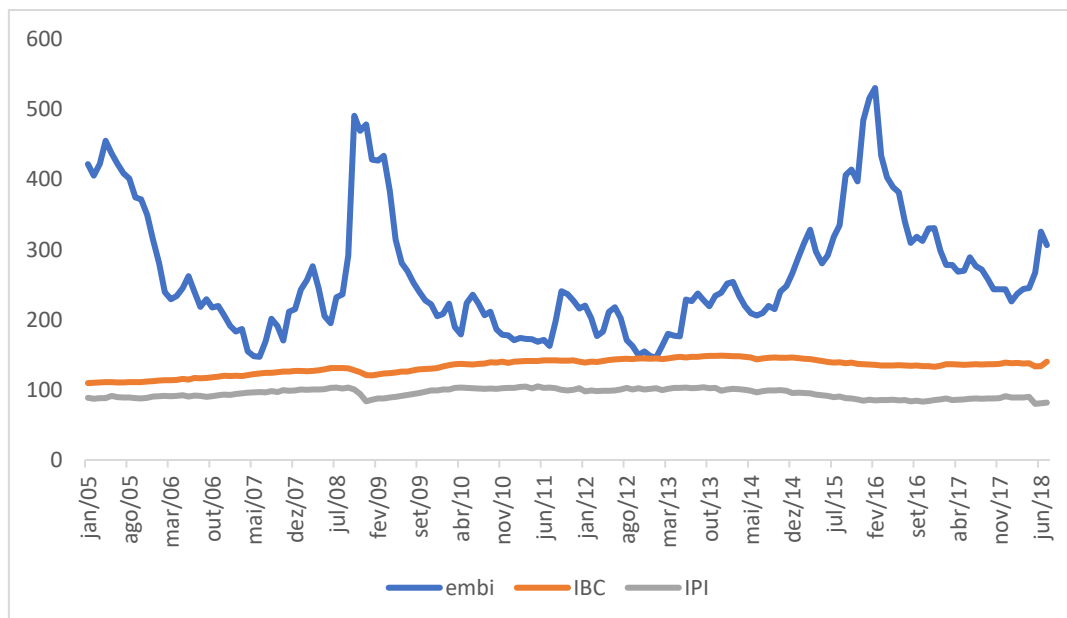
Fonte: Elaboração Própria

O gráfico mostra que o Brasil vivenciou um período de juros baixos, mas no meio do primeiro mandato de Dilma, a taxa de juros começou a subir acentuadamente, com o objetivo de conter a discrição inflacionária apresentada durante o governo. Após o *impeachment*, a taxa experimenta o menor valor da série coletada para este artigo. Assim, a taxa de juros pode ajudar a ajustar os determinantes do retorno do Ibovespa e do IGC, variáveis de juros do trabalho.

Outros índices foram utilizados para ajudar a ajustar melhor a explicação das variações dos índices do mercado de ações. Eles eram: EMBI +; IBC e IPI. O EMBI + é um índice baseado em vencimentos de títulos de dívida emitidos por países emergentes, calculado pela JP Morgan e disponível no IPEADATA. O IBC é o índice de atividade econômica do Banco Central (BACEN), enquanto o IPI é a produtividade industrial.

O gráfico abaixo mostra os três índices, mostrando que o risco Brasil atinge um pico após 2008 e um pico durante o final do primeiro governo Dilma e tanto o IBC quanto o IPI sofrem uma queda na crise financeira de 2008.

Gráfico 3 - EMBI+, IBC e IPI entre 2005-2018

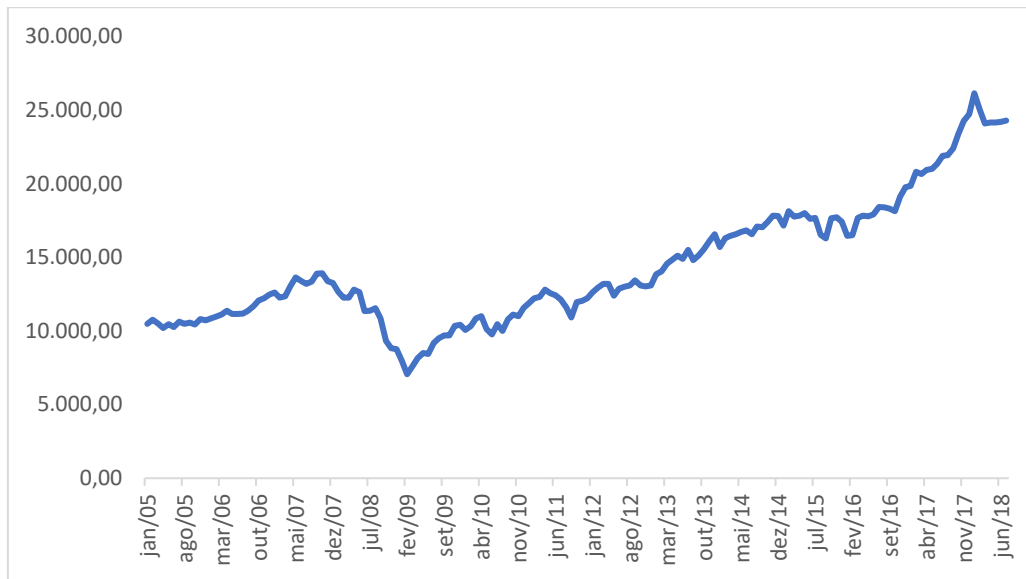


Fonte: Elaboração Própria

O gráfico nos mostra um fator que é a instabilidade do risco associado ao Brasil, nos períodos em torno das duas crises estudadas. A produtividade industrial sofreu queda forte em 2008, embora o índice de atividade econômica do BACEN seja relativamente mais estável.

Finalmente, em termos da taxa de câmbio, em 2008, o Brasil, com sua maior estabilidade frente a crise do que os Estados Unidos e outros países importantes mundialmente, conseguiu valorizar sua moeda, embora a tendência geral seja de alta durante a série. As variáveis apresentadas têm por objetivo servirem como variáveis de controle no modelo de regressão, promovendo um melhor ajuste da equação, como variáveis explicativas.

Gráfico 4 - Taxa de câmbio nominal entre 2005-2018



Fonte: elaboração própria.

A tabela abaixo mostra a correlação linear entre as variáveis escolhidas no modelo. Assim, mostra-se que o Risco EMBI+ e a Selic são negativamente correlacionadas a ambos os índices Ibovespa e IGC.

Tabela 1 - Correlação entre as variáveis do modelo de regressão

Probability	IBOVESPA	IGC	IPCA	Exchange	DowJones	EMBI	IPI	Selic
IBOVESPA	1							
IGC	0.82***	1						
IPCA	-0.003163	0.058358	1					
Exchange	-0.060634	0.43***	0.133081	1				
Dow Jones	0.46***	0.86***	0.10	0.70***	1			
Embi+	-0.50***	-0.25***	0.13	0.63***	0.01	1		
IPI	0.23***	-0.09	0.05	-0.80***	-0.34***	-0.71***	1	
Selic	-0.78***	-0.66***	-0.007221	0.14839	-0.30***	0.56***	-0.39***	1

Fonte: Elaboração Própria

4. Estratégia Empírica

A estimação do modelo será realizada pelo GMM (Generalized Method of Moment), que utiliza um conjunto de informações extras, além do modelo, para resolver os problemas de endogeneidade e heterocedasticidade.

O problema da endogeneidade surge quando a principal hipótese do modelo clássico de regressão linear é violada, que é a exogeneidade das variáveis explicativas. Ou seja, as variáveis X estão correlacionadas com fatores não observáveis, resumidos em ε . Esta hipótese é necessária para que o estimador de mínimos quadrados ordinários seja consistente para o parâmetro verdadeiro. Assim, geralmente usamos variáveis que possuem duas propriedades:

elas não afetam Y ou afetam apenas através de X; estão correlacionados com X. Essas variáveis são conhecidas como variáveis instrumentais que lidam com o problema da endogeneidade.

A heterocedasticidade é um problema relacionado à eficiência do estimador, ocorrendo quando o termo de erro não é constante na amostra, ou seja, a hipótese de homocedasticidade é perdida. Sua presença não gera viés ao estimador, mas gera ineficiência.

Para obter um estimador que seja novamente consistente, o GMM é usado. O método combina os Mínimos Quadrados Generalizados, que corrige a heterocedasticidade, com a Estimativa de Variáveis Instrumentais, assim, é possível contornar a endogeneidade e ainda trazer eficiência ao modelo. No caso de séries temporais, as variáveis instrumentais podem ser tanto o valor do mesmo no passado, como pré-determinado, quanto variáveis excluídas do modelo.

Para investigar o tema, a transformação logarítmica será realizada nos índices utilizados no modelo. Além disso, para evitar problemas de relação espúria nas estimativas, calculou-se um modelo que para a variação das variáveis explicativas e dependentes. No caso do Ibovespa e do IGC, usar a variação do logaritmo de cada variável é computar o retorno dos ativos. Assim, em última instância, o modelo de regressão linear apresentado na Equação 1 utiliza o retorno do Ibovespa e do IGC como variável a ser determinada.

A especificação empírica é então apresentada na equação 1:

$$\Delta Y = \delta D + \Delta X\beta + \varepsilon \quad (1)$$

No qual Y em um primeiro modelo é o Log-Ibovespa e o Log-IGC no segundo, “D” é a dummy da crise, que também será feito de duas formas: primeiro para a crise de 2008 e então um indicador para o início da crise. o processo de *impeachment*. Finalmente, X é o conjunto de variáveis de controle, para melhor adequar o modelo. As variáveis de controle são: taxa de câmbio, Selic e o índice EMBI. Os instrumentos são: índice Dow Jones e as próprias variáveis de controle defasadas.

5. Resultados

Primeiro, é necessário descrever as estatísticas básicas das variáveis usadas no modelo de regressão, para entender a variação e a dimensão dos dados, um fator importante para uma interpretação posterior do modelo de regressão linear.

A tabela abaixo apresenta média, mediana, máximo, mínimo, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis (ou seja, os 4 primeiros momentos da distribuição). Em seguida, é apresentado o teste Jarque-Beta, cuja hipótese nula associada diz que as variáveis têm distribuição normal.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

Variáveis	IGC	IBOVESPA	EMBI	IPCA	CAMBIO
Mean	6946.58	54454.69	264.25	0.46	2.38
Median	7143.05	55398.90	238.20	0.44	2.19
Maximum	12557.80	85196.80	530.53	1.32	4.05
Minimum	2441.20	24432.90	146.24	-0.23	1.56
Std. Dev.	2222.00	13102.00	87.75	0.28	0.66
Skewness	0.12	-0.26	1.05	0.57	0.86
Kurtosis	3.09	2.88	3.37	3.75	2.59
Jarque-Bera	0.44	1.88	31.10	12.75	21.22
Probability	0.80	0.39	0.00	0.00	0.00
Sum	1132292.00	8876115.00	43073.25	75.46	388.12
Sum Sq. Dev.	800000000	27800000000	1247484	12	70
Observations	163	163	163	163	163

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados indicam que tanto o IGC quanto o Ibovespa têm uma distribuição normal, portanto, para fazer uma inferência, não é necessário invocar o tamanho da amostra. A tabela abaixo apresenta média, mediana, máximo, mínimo, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis (ou seja, os 4 primeiros momentos da distribuição). Em seguida, é apresentado o teste Jarque-Beta, cuja hipótese nula associada diz que as variáveis têm distribuição normal.

As tabelas abaixo apresentam os resultados da regressão linear. Nosso principal interesse é o efeito do dummy da crise e do dummy do processo de impeachment. A primeira e segunda tabela mostram a estimativa para o IGC enquanto as outras duas tabelas repetem a estimativa para o Índice Bovespa.

Nosso principal resultado é que tanto o Ibovespa quanto o IGC são afetados negativamente pela crise internacional, mas apenas o Ibovespa reagiu ao processo de *impeachment*. Nesse caso, o efeito do impeachment foi positivo, já que as decisões políticas foram mal vistas pelo mercado, e o presidente estava impactando negativamente na maior empresa da Bovespa, a Petrobras.

Esse resultado mostra que ambos são sensíveis à crise financeira internacional, mas apenas o Ibovespa responde fortemente à instabilidade interna e política. Esse resultado indica que há um risco menor associado às empresas com boas práticas de governança corporativa.

Tabela 3 - Estimação do efeito da crise de 2008 sobre o IGC

Dependent Variable	D(LNIGC)	Method	GMM	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Financial Crisis 2008	-0.009	0.004	-2.335	0.021
Δ exchange	-0.334	0.348	-0.959	0.339
Δ SELIC	-0.002	0.012	-0.133	0.895
Δ EMBI+	-0.498	0.163	-3.058	0.003
R ²	0.521735	Mean dependent var		0.008868
Adjusted R ²	0.512596	S.D. dependent var		0.055987
S.E. of regression	0.039087	Sum squared resid		0.23986
Durbin-Watson stat	1.874076	J-statistic		0.083587
Instrument rank	5	Prob(J-statistic)		0.772494

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 4 - Estimação do efeito do início do processo de Impeachment sobre o IGC

Dependent Variable	D(LNIGC)	Method	GMM	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Dilma Impeachment	0.008	0.005	1.512	0.133
Δ exchange	-0.141	0.309	-0.457	0.649
Δ Selic	0.001	0.012	0.115	0.909
Δ embi+	-0.569	0.147	-3.875	0.000
R ²	0.4859	Mean dependent var		0.0089
Adjusted R ²	0.4761	S.D. dependent var		0.0560
S.E. of regression	0.0405	Sum squared resid		0.2578
Durbin-Watson stat	1.8529	J-statistic		0.0120
Instrument rank	5.0000	Prob(J-statistic)		0.9130

Fonte: elaboração própria.

As tabelas 3 e 4 apresentam os valores do deslocamento causado pela crise financeira e pelo processo de impeachment, mostrando que a crise de 2008 causou uma mudança de -0.009 na tendência de crescimento do IGC. Essa interpretação ocorre por conta do fato de que as variáveis estão calculadas em diferença, então, o efeito se dá sobre a inclinação, não apenas sobre um intercepto. No caso do *impeachment* a variável não teve efeito sobre o IGC. O p-valor apresenta foi de 13%, acima dos valores usuais (1%, 5% e 10%). O grau de ajuste dos modelos apresentados pelos coeficientes R² giram em torno de 50%. O valor é relativamente alto para um modelo calculado em primeira diferença ao invés de nível.

Tabela 5 - Estimação do efeito da crise de 2008 sobre o Ibovespa

Dependent Variable	D(LNIBOV)	Method	GMM	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Financial Crisis 2008	-0.0114	0.0059	1.9401	0.0542
Δ exchange	-0.3157	0.3275	-0.9640	0.3365
Δ Selic	0.0024	0.0124	0.1973	0.8438
Δ embi+	-0.4877	0.1476	-3.3045	0.0012
R ²	0.5355	Mean dependent var		0.0064
Adjusted R ²	0.5267	S.D. dependent var		0.0594
S.E. of regression	0.0409	Sum squared resid		0.2621
Durbin-Watson stat	1.8191	J-statistic		0.0029
Instrument rank	5.0000	Prob(J-statistic)		0.9567

Fonte: elaboração própria.

Tabela 6 - Estimação do efeito do impeachment sobre o Ibovespa

Dependent Variable	D(LNIBOV)	Method	GMM	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Impeachment Process	0.0074	0.0042	-1.7690	0.0788
Δ exchange	-0.4843	0.3637	-1.3318	0.1849
Δ Selic	-0.0035	0.0127	-0.2796	0.7801
Δ embi+	-0.4192	0.1580	-2.6534	0.0088
R ²	0.5495	Mean dependent var		0.0064
Adjusted R ²	0.5409	S.D. dependent var		0.0594
S.E. of regression	0.0402	Sum squared resid		0.2542
Durbin-Watson stat	1.8136	J-statistic		0.7655
Instrument rank	6.0000	Prob(J-statistic)		0.6820

Fonte: elaboração própria.

Quando o mesmo efeito é calculado sobre o processo de Ibovespa, se obtém significância para os dois eventos explorados, com p-valores de 0,05 e 0,07 para respectivamente para os efeitos da crise internacional e do *impeachment*. Como era visível na apresentação das séries utilizadas, a volatilidade do Ibovespa se mostra maior, mesmo contendo um número maior de firmas em seu cálculo do que o IGC. Assim, os resultados indicados apresentam o fato de que melhores níveis de governança corporativa reduzem os riscos da firma no mercado acionário.

6. CONCLUSÕES

Na última década, a economia brasileira foi afetada fundamentalmente por duas crises, a crise mundial do *subprime* que também foi responsável por mudanças econômicas a nível mundial, e a crise política brasileira, ocorrida principalmente com as desconfianças de mercado e atos de corrupção antes da destituição política da presidente Dilma Rousseff, culminando com seu *impeachment*. Tais crises, apesar das distintas origens, indubitavelmente afetaram a performance do mercado acionário brasileiro, reconfigurando o fluxo de investimentos nas empresas de capital aberto do país. Neste sentido, o presente trabalho investigou se as empresas com melhores práticas de Governanças Corporativa, as quais compõe o Índice de Governança Corporativa do mercado brasileiro, apresentaram retornos médios diferentes diante do impacto das crises, frente as empresas listadas na B3, cujos retornos são mensurados principalmente pelo Ibovespa.

Espejo & Clemente (2017) encontraram que ações com melhores práticas de governança corporativa sofreram mais com os impactos da crise do que ações cujas boas práticas de governança as enquadram nos níveis 1, 2 ou Novo Mercado da B3. Os resultados encontrados neste trabalho contrariam os achados por Espejo & Clemente (2017), mostrando com a utilização do GMM que o retorno do Índice Bovespa é mais sensível a cenários de crise do que o retorno gerado pelo índice de governança corporativa. Assim, a crise mundial gerada pelo *subprime* norte americano notoriamente fizeram com que o índice Bovespa sofresse mais oscilações negativas do que o retorno do IGC.

Ainda, o trabalho identificou que a crise nacional gerada pelo *impeachment* se tornou um ponto de inflexão nos retornos da Bovespa, visto que o mercado pode ter assimilado a queda da então presidente com expectativas de retomada econômica e maior credibilidade ao investimento acionário em companhias abertas brasileiras. Deste modo, os resultados apresentados permitem inferir que melhores níveis de governança corporativa reduzem o risco das empresas no mercado acionário.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, George. Vthe market for lemons: Qualitative uncertainty and the market mechanismv. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, 1970
- ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. **The American economic review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. The Modern Corporation and Private Property, New York, World. 1932.
- CHANDLER, Alfred D. Strategy and structure: Chapters in the history of the American enterprise. **Massachusetts Institute of Technology Cambridge**, v. 4, n. 2, p. 125-137, 1962.
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. **economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- ERKENS, David H.; HUNG, Mingyi; MATOS, Pedro. Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 2, p. 389-411, 2012.
- ESPEJO, Robert Armando; CLEMENTE, Ademir. OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ENQUANTO FATORES REDUTORES DE RISCO NA CRISE FINANCEIRA DE 2008. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 21, n. 2, p. 34-51, 2017.
- HILL, Charles WL; JONES, Thomas M. Stakeholder-agency theory. **Journal of management studies**, v. 29, n. 2, p. 131-154, 1992.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- MITTON, Todd. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. **Journal of financial economics**, v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.
- PEIXOTO, Fernanda Maciel. Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise. 2012.
- RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. Which capitalism? Lessons form the east Asian crisis. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 11, n. 3, p. 40-48, 1998.
- SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro eo ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction cost economics. **Handbook of industrial organization**, v. 1, p. 135-182, 1989.