

Rating soberano, governança corporativa e desempenho da firma: evidências no Brasil

DOI: 10.4025/enfoque.v41i3.56986

Duterval Jesuka Mestre em Administração
Universidade Federal de Uberlândia
E-mail: adm.duterval@gmail.comFernanda Maciel Peixoto Doutora em Administração
Universidade Federal de Uberlândia
E-mail: fmacielpeixoto@gmail.com

Recebido em: 07.12.2020

Aceito em: 05.03.2021

2ª versão aceita em: 19.07.2021

RESUMO

Este artigo analisou os impactos do *rating* soberano e da governança corporativa sobre o desempenho de empresas brasileiras listadas na B3. Utilizou-se regressão com dados em painel para 671 empresas não financeiras no período de 2010 a 2017. O desempenho foi medido pelo ROA e Q de Tobin. As variáveis de governança corporativa foram analisadas de forma isolada e por meio da construção de dois índices – IGOV1 e IGOV2, sendo o primeiro voltado para o poder de influência dos controladores no conselho de administração e o segundo que mensurou o poder de entrenchamento dos CEOs. Encontrou-se que, em períodos de boa classificação do *rating* soberano no Brasil, as companhias são mais valorizadas e possuem melhor desempenho. Percebeu-se que quando as empresas são auditadas por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo, possuem uma proporção maior de conselheiros independentes e profissionais, isso pode aumentar sua performance. Porém, quando o CEO é também o presidente do conselho e quando há maior proporção de diretores eleitos pelo acionista controlador, o desempenho das companhias se reduz. Constatou-se que o *rating* soberano possui uma relação positiva com a performance, e que o mesmo pode ser considerado importante para o desempenho e valor das empresas na ausência de informações sobre a governança. Além disso, verificou-se que a redução do poder de influência dos controladores no conselho e do poder de entrenchamento dos gestores podem aumentar o valor das empresas e alinhar as ações gerenciais com os interesses dos acionistas.

Palavras-chave: *Rating* Soberano; Governança Corporativa; Desempenho da Firma; Empresas Brasileiras.

Sovereign rating, corporate governance and firm performance: evidences from Brazil

ABSTRACT

This paper analyzed the impacts of sovereign rating and corporate governance on the performance of Brazilian companies. We used a panel data regression in a sample of 671 non-financial listed companies in the period from 2010 to 2017. The firm's performance was measured by the return on assets and Tobin's Q. The Corporate Governance variables were analyzed separately and by building two indices - IGOV1 and IGOV2 - the first focused on the power of influence of the controllers in the board of directors and the second that measured the power of entrenchment of the CEOs. We found that in periods of better sovereign rating in Brazil, companies perform better. The firms performed better when they have a higher proportion of independent and professional directors, and when one of the four largest audit firms in the world (BIG4) audit their financial reports. However, when the CEO is also the chairman of the board and when there is a greater proportion of directors elected by the controlling shareholder, the companies' performance significantly decrease. The study corroborated

the literature by providing evidence that the sovereign rating has a positive relationship with the firm performance, and can be considered as an indicator of the performance and value of companies in the absence of governance variables. In addition to showing that the reduction of the controlling shareholder power on the board and the entrenchment power of the managers can increase the companies' value and align the managerial actions with shareholders' interests.

Keywords: Sovereign Rating; Corporate Governance; Firm Performance; Brazilian Companies.

1 INTRODUÇÃO

Estudos recentes mostram que os gestores têm que lidar com os problemas de agência e de assimetria de informação para alinhar seus interesses com os dos acionistas, dos credores e *stakeholders*, e, ao mesmo tempo, manter valorizada a empresa (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018; NG; ARIFF, 2019).

Com relação ao ambiente interno das firmas, a governança corporativa integra a literatura abordando aspectos relacionados à estrutura de propriedade e controle (LA PORTA et al., 2000; SHLEIFER; VISHNY, 1997; ABDALLAH; ISMAIL, 2017), compensação aos gestores (SILVA; CHIEN, 2013), composição do conselho de administração (HARRIS; RAVIV, 2008; JACKLING; JOHL, 2009; IHLENFFELDT; COLAUTO, 2020), proteção ao acionista minoritário (LA PORTA et al., 2000; MENDONÇA; TERRA, 2017) e transparência das informações (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017).

Os estudiosos procuram combinar os mecanismos de governança corporativa para melhorar o desempenho da firma e mitigar os conflitos entre as partes interessadas. Vários estudos abordam as relações entre governança corporativa e o desempenho (BUALLAY; HAMDAN; ZUREIGAT, 2017; NASCIMENTO; ANGOTTI; MACEDO; BORTOLON, 2018; KOJI; ADHIKARY; TRAM, 2020; HERMUNINGSIH; KUSUMA; CAHYARIFIDA, 2020; ANTOUNIAN; DAH; HARAKEH, 2021). No Brasil, observa-se que grande parte da literatura que envolve a governança corporativa, investiga de forma separada a relação entre mecanismos isolados de GC e desempenho (KORONTAI; FONSECA, 2020; MACHADO; PRADO; RAUBER; CARVALHO; SANTOS, 2020; TOIGO; HEIN; KROENKE, 2020).

Como foi visto, diversos estudos apontam que a adoção de melhores práticas de governança que dependem das ações internas das firmas pode aumentar o valor, entretanto, percebe-se tanto na literatura internacional como no Brasil, que existe uma lacuna a respeito dos fatores externos que podem influenciar as ações gerenciais, e conseqüentemente afetar o desempenho. Ng e Ariff (2019) destacam que a classificação de risco produzida pelas agências de *rating* assume um papel importante na tomada de decisão de emissores, investidores e instituições financeiras.

Nota-se também que algumas variáveis de governança, como direitos dos acionistas, divulgação e reputação da auditoria, são utilizadas em estudos que tratam da relação entre o *rating* e o desempenho (ALALI; ANANDARAJAN; JIANG, 2012; KIZILDAG; ALTIN; OZDEMIR, 2016). Além disso, alguns estudos têm abordado a relação entre o *rating* e o desempenho das empresas (KLOTZLE et al., 2016; KISGEN, 2019) e o *rating* e governança corporativa (WEBER, 2006; ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2006). Por representar as situações políticas e econômicas dos estados soberanos, os autores mostram que as empresas localizadas em países que possuem melhor *rating* soberano tendem a adotar melhores práticas de governança e apresentar melhor desempenho econômico.

White (2010) destacou que as firmas localizadas em países que possuem melhor *rating* soberano tendem a ser mais valorizadas, porém, permanece a lacuna a respeito da forma como o *rating* interage com a performance diante da adoção das práticas de governança. Neste contexto, este

trabalho pretende responder à seguinte pergunta de pesquisa: **Qual a relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras considerando as mudanças do rating soberano?**

Consequentemente, o objetivo deste artigo é de analisar a relação entre a governança corporativa e a performance das empresas brasileiras listadas na B3, considerando a variação do *rating* soberano do Brasil no período de 2010 a 2018. Isto é, a principal indagação é o papel do *rating* soberano sobre o desempenho, mas ao avaliar essa relação, consideramos que mecanismos de governança corporativa também influenciam no processo.

Buscou-se abordar aspectos internos e externos à firma que influenciaram na performance. Diferentemente de estudos anteriores que geralmente consideram os efeitos do *rating* corporativo, estudamos as implicações do *rating* soberano nas ações gerenciais. Além disso, tem-se observado que os autores medem a qualidade da governança a partir da criação de índices que impedem observar os efeitos individuais dos mecanismos de interesse (BACKES; BIANCHI; RATHKE; GASSEN, 2010; NASCIMENTO et al., 2018). Neste aspecto, não somente analisamos os aspectos individuais de mecanismos de governança poucos explorados, apresentamos também a análise por meio de dois índices de governança especialmente desenvolvidos nesta pesquisa, trazendo mais robustez ao estudo.

Nos últimos anos, observa-se que o Brasil passou por várias mudanças na classificação das agências de *rating*, e isso tem causado impactos significativos no mercado brasileiro conforme apontado pelo relatório financeiro do Banco Central, publicado em 2017. Cantor e Packer (1996) ressaltam que as agências de *rating* se baseiam nas condições político-econômicas para definir o grau de inadimplência dos países pela classificação da qualidade de risco soberano. Um ambiente economicamente estável depende não somente das ações governamentais, mas também depende de empresas fortes e que apresentam melhor performance. A partir desta abordagem, investigou-se os efeitos do *rating* soberano no desempenho das firmas, e como o mesmo se comporta na presença das variáveis de governança.

Quanto ao método do estudo, adotou-se o modelo de regressão linear com dados em painel para 671 empresas não financeiras no período de 2010 a 2017. O desempenho foi medido pelo retorno sobre ativo e pelo Q de Tobin. As variáveis de governança corporativa foram analisadas de forma isolada e também por meio da construção de dois índices de governança – IGOV1 e IGOV2, sendo o primeiro índice voltado para o poder de influência dos controladores no conselho de administração e o segundo que mensurou o poder de entrenchamento dos CEOs. As variáveis de governança adotadas foram: tamanho do conselho, independência do conselho, reputação de auditoria (Big4), concentração de propriedade e controle, dualidade CEO/presidente do conselho, conselheiros profissionais e conselheiros outsiders.

Esta pesquisa contribui com a literatura nos seguintes aspectos: 1) investiga os impactos individuais de sete mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas; 2) investiga o impacto agregado em índices de governança – IGOV1 e IGOV2 – sobre a performance; 3) oferece uma visão ampla dessa relação englobando os efeitos do *rating* soberano sobre o desempenho, que é pouco explorado na literatura financeira.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 RATING SOBERANO E DESEMPENHO DA FIRMA

Com o crescimento dos mercados financeiros e o avanço da globalização, o fluxo de capitais se intensificou para além das fronteiras nacionais, em consequência, as empresas se encontram em um cenário que impacta seu ambiente interno. Mokhova e Zinecker (2013) destacam que as firmas estão

sujeitas ao clima externo caracterizado pelas condições macroeconômicas e de mercado. Shleifer e Vishny (1997) destacam que as pessoas estão investindo sem ter garantia de que receberão o retorno sobre seus investimentos. Neste contexto, Cantor e Packer (1996) levantam o problema de assimetria da informação, como a causa principal que favoreceu o surgimento das agências de *rating* visando atender a essa necessidade do mercado.

Segundo White (2010), as agências de *rating* se consolidaram no sistema financeiro internacional como entidades especializadas na produção e divulgação da qualidade do risco de crédito de empresas e estados soberanos. Essa posição de destaque concedeu a elas um espaço na literatura alimentado pelos debates a respeito da implicação das classificações emitidas no ambiente empresarial e governamental. Neste aspecto, encontram-se diversos estudos que investigam a relação entre o *rating* corporativo, governança corporativa e desempenho da firma (ALALI; ANANDARAJAN; JIANG, 2012; ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2006) o *rating* soberano e o desempenho (ALMEIDA et al., 2017; KISGEN, 2019; KLOTZLE et al., 2016; MOKHOVA; ZINECKER, 2013).

No cenário global, observa-se que as empresas que têm necessidade de capital de terceiros e que evoluem em mercados ilíquidos, se lançam no sistema financeiro internacional em busca de financiamento estrangeiro para investir na extensão dos seus negócios, para aumentar o desempenho e reduzir o custo capital. Neste aspecto, o problema de assimetria da informação tornou-se um aspecto importante na decisão de investimento dos investidores estrangeiros, que não possuem conhecimento a respeito das condições financeiras dos tomadores e dos países nos quais hospedam (CANTOR; PACKER, 1996; NG; ARIFF, 2019).

Para auxiliar os investidores na escolha do país para investir seus recursos, Almeida et al. (2017) destacam que as agências de *rating* avaliam o grau de risco de estados soberanos considerando fatores que refletem a estabilidade econômica, política e social para determinar o grau de risco de inadimplência. O *rating* soberano é considerado como um determinante do risco país usado para definir o custo de capital e o prêmio de risco pelas instituições financeiras no mercado internacional (CHEE; FAH; NASSIR, 2015). Observa-se na literatura que poucos trabalhos abordam a relação entre o *rating* soberano e o desempenho da firma (ALMEIDA et al., 2017; KISGEN, 2019; KIOTZLE et al., 2016)

Mokhova e Zinecker (2013) investigam a relação entre estrutura de capital, o desempenho e o *rating* soberano emitido pela Moody's e a Standard & Poor's em 369 empresas localizadas na República Tcheca, Eslovênia, Polônia e Hungria no período 2005 – 2011. Os autores descobriram que as características do país e da empresa influenciam a relação entre a estrutura de capital, o desempenho e o *rating* soberano. Em uma pesquisa envolvendo 13 países, Almeida et al. (2017) relatam um efeito negativo do desempenho operacional das firmas diante de um rebaixamento do *rating* soberano.

No Brasil, Kiotzle et al. (2016) analisaram os impactos do *rating* soberano no desempenho das ações de nove empresas estatais brasileiras. Os autores descobriram que uma alta (*upgrade*) ou uma baixa (*downgrade*) no *rating* do país influencia o retorno das empresas, entretanto, ao considerar o retorno anormal acumulado, perceberam que o anúncio de *downgrade* influencia fortemente o mercado de capitais.

Percebe-se que o *rating* soberano é um fator importante que influencia o desempenho das empresas e deve ser considerado pelas ações gerenciais, uma vez que as firmas estão sujeitas aos impactos da classificação de risco emitida pelas agências. Espera-se que o aumento da qualidade do *rating* soberano do Brasil influencie positivamente o desempenho das firmas. Sendo assim, formulou-se a seguinte hipótese:

H1: Elevações do *rating* soberano do Brasil influenciam positivamente o desempenho das empresas.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DA FIRMA

Nas últimas décadas, a busca por mecanismos de controle que promovam melhor retorno às empresas e ao mesmo tempo reduzam o problema de agência entre as partes interessadas tornou-se o centro das atenções no meio acadêmico (BUALLAY; HAMDAN; ZUREIGAT, 2017; ABDALLAH; ISMAIL, 2017; NASCIMENTO et al, 2018). Segundo Shleifer e Vishny (1997), a adoção dos mecanismos de governança corporativa pode aumentar o poder de monitoramento efetivo dos acionistas sobre as ações gerenciais, visando assegurar que os gestores investem em projetos rentáveis.

Yang e Zhao (2014) destacam que as boas práticas de governança assumem um papel fundamental no alinhamento dos interesses de acionistas, gestores, credores e ao mesmo tempo valoriza a firma. Consequentemente, tanto a literatura internacional quanto a nacional fornecem muitas evidências empíricas mostrando que os mecanismos de governança influenciam significativamente o desempenho das empresas (MAK; KUSNADI, 2005; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; DAL VESCO; BEUREN, 2016; DETTHAMRONGA et al., 2017; NASCIMENTO et al, 2018; PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018).

Por exemplo, Pillai e Al-Malkawi (2018) aplicaram o método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MGQ) em uma amostra de 349 companhias localizadas no Oriente Médio, e encontraram um impacto significativo de mecanismos de GC como participação governamental, reputação da auditoria e tamanho do conselho no desempenho das empresas. Por sua vez, Mak e Kusnadi (2005) descobriram um impacto negativo do tamanho do conselho sobre o desempenho das firmas listadas nas bolsas de Singapura e Malásia. Detthamronga et al. (2017) estudaram a relação entre governança e desempenho de 493 empresas tailandesas, e não encontraram um impacto significativo do tamanho e independência do conselho de administração, do tamanho do comitê de auditoria, dualidade do CEO, concentração de propriedade e reputação da auditoria sobre o desempenho das companhias.

No Brasil, Catapan, Colauto e Barros (2013) usaram o método proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) para investigar essa relação, porém, não encontraram nenhum efeito significativo dos mecanismos de GC no desempenho das empresas listadas na BM&F Bovespa. Dal Vesco e Beuren (2016) consideraram o retorno sobre patrimônio (ROE) e o Q de Tobin, para estudar a relação entre o desempenho e a composição do conselho de 1163 firmas brasileiras. Os autores constataram que nenhuma das variáveis do conselho influenciou o Q de Tobin, porém, verificaram uma relação negativa entre independência do conselho, dualidade do CEO, presença de conselheiros profissionais, *outsiders* e *interlocking* no desempenho das firmas medido pelo ROE.

Em suma, as pesquisas apontam uma relação entre a adoção de melhores práticas de GC e o desempenho das firmas (HERMUNINGSIH, KUSUMA; CAHYARIFIDA, 2020; ANTOUNIAN; DAH; HARAKEH, 2021). Dado que os mecanismos de GC são importantes para reduzir os problemas de agência e, portanto, tendem a influenciar positivamente o desempenho da firma, espera-se uma relação conforme destacado na hipótese seguinte:

H2: Empresas com maior qualidade nas práticas de governança corporativa apresentam maior desempenho.

É importante esclarecer que o foco principal deste estudo é identificar como a governança corporativa (constructo interno) atua de forma conjunta com o *rating* soberano (constructo externo) para elevar a performance das firmas. Como ambos – GC e *rating* soberano – representam mecanismos que

elevam a proteção aos acionistas e credores, é interessante analisá-los em conjunto, o que não havia sido realizado anteriormente em estudos brasileiros.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E FONTE DE DADOS

Para investigar os impactos do rating soberano e da governança corporativa sobre o desempenho das firmas, utilizou-se uma amostra de 671 empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2017. Um painel desbalanceado de 2.965 observações firmas-anos foi obtido considerando todas as firmas listadas no período, sejam elas, ativas ou inativas, afim de evitar o viés de seleção da amostra. O período iniciou-se em 2010, porque a partir deste ano, as companhias começaram a adotar os padrões da *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em seus relatórios financeiros. Além disso, observa-se que o rating soberano do Brasil passou por várias mudanças nesse intervalo de tempo.

As informações financeiras foram extraídas da base de dados Economática®. O tratamento dos dados envolveu a exclusão das empresas financeiras e de seguros devido às suas particularidades contábeis. Os dados sobre a governança corporativa foram levantados manualmente por meio dos Formulários de Referência divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os dados sobre o rating soberano do Brasil emitidos pela Standards & Poor, Fitch Rating e Moody's Investor, foram extraídos da Thomson Reuters.

3.2 VARIÁVEIS DO ESTUDO

As pesquisas de Detthamronga et al. (2017) e de Lefort e Urzia (2008) serviram como base para a escolha das variáveis deste estudo. A inclusão da variável do rating soberano se baseou na investigação de Klotzle et al. (2016) que observou seus efeitos no valor das empresas estatais brasileiras.

Para testar as hipóteses da pesquisa, assim como e Detthamronga et al., (2017) e Korontai e Fonseca (2020), escolheu-se o retorno sobre ativo (ROA) e o Q de Tobin como variáveis dependentes.

Como variáveis independentes, adotaram-se sete variáveis de governança corporativa baseadas nos trabalhos de Detthamronga et al. (2017), Lefort e Urzia (2008) e Del Vesco e Beuren (2016). Para o rating soberano do Brasil baseou-se nas pesquisas de Klotzle et al. (2016) e Ng e Ariff (2019). A seguir, apresentam-se as variáveis independentes de teste:

i) Reputação da auditoria (REPU): para reduzir os problemas de assimetria da informação e melhorar a imagem no mercado, a reputação do auditor independente é um aspecto importante. Segundo Detthamronga et al. (2017) quando a empresa é auditada por um dos quatro maiores auditores, ela pode conquistar a confiança do mercado, minimizando o problema de agência e melhorando o seu desempenho.

ii) Tamanho do Conselho (TAMC): não há um consenso na literatura sobre as implicações do tamanho do conselho de administração na qualidade da governança das firmas. Entretanto, Detthamronga et al. (2017) e Ihlenfeldt e Colauto (2020) ressaltam que um conselho de administração grande pode trazer mais conhecimento e experiência de mercado para a empresa, além de melhorar a capacidade dos diretores em controlar os gestores. Koji, Adhikary e Tram (2020) reportam uma relação positiva entre tamanho do conselho e Q de Tobin.

iii) Independência do Conselho (INDEC): a presença de um diretor independente é um fator importante para o monitoramento das ações dos gestores, ao mesmo tempo, é um sinal positivo para atrair capital de terceiros (TOIGO; HEIN; KROENKE, 2018; MACHADO et al., 2020). Detthamronga et al. (2017) ressaltam que a presença de diretores independentes no conselho pode melhorar o desempenho da empresa.

iv) Outsider (OUT): um dos mecanismos de controle gerencial para reduzir o problema de assimetria da informação e mitigar os conflitos de interesses entre gestores e acionistas é a inclusão de diretores *outsiders* no conselho. Lefort e Urzúa (2008) demonstram que o aumento da proporção de diretores externos eleva o valor da empresa.

v) Concentração de propriedade (CONC): Chen et al. (2006) relatam que a concentração de propriedade pode influenciar negativamente a performance das empresas, nos casos em que as decisões podem ser tomadas no sentido de satisfazer o desejo dos acionistas controladores. No entanto, a propriedade dispersa pode dificultar as decisões estratégicas que podem ser favoráveis à empresa (ABDALLAH; ISMAIL, 2017; PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018).

vi) Dualidade do CEO/Presidente do Conselho (DUAL): representa o caso em que o CEO e o presidente do conselho de administração são a mesma pessoa, o que é considerado como um aspecto negativo para a empresa, uma vez que pode gerar conflitos de interesse, devido a possível comportamento oportunista por parte do CEO, aproveitando-se do acesso as informações privilegiadas (BHAGAT; BOLTON, 2008; ANTOUNIAN; DAH; HARAKEH, 2021).

vii) Profissionais (PROF): em casos extremos, os acionistas controladores podem decidir por conta própria, votar em diretores independentes para resolver os conflitos de interesse e aumentar o valor da empresa. Neste aspecto, Lefort e Urzúa (2008) consideram os profissionais como conselheiros independentes que foram eleitos pelos votos dos acionistas controladores.

viii) *Rating* soberano (RATS): está relacionado a qualidade de crédito do Brasil. Como a classificação emitida pelas agências segue uma escala nominal, seguindo Klotzle et al. (2016), a categorizamos numericamente em ordem decrescente, de maneira que 21 representa a melhor nota e 1 a pior. Para chegar-se a uma nota no ano, calculamos a média aritmética das últimas notas atribuídas ao país pelas três agências no período de 2010 – 2017.

Além dessas variáveis explicativas, são consideradas algumas variáveis de controle relacionadas as características das firmas. A tabela 1 apresenta um resumo das variáveis que norteiam este trabalho, suas formas de mensuração, os sinais esperados, assim como os estudos bases.

Tabela 1 - Resumo das variáveis do estudo.

Varáveis	Sigla	Mensuração	Sinal Esperado	Estudo base
Desempenho	ROA	Lucro líquido/Ativo Total		Detthamronga et al. (2017)
	Q_Tobin	(Valor de Mercado+Dívida Total) /Ativo Total		Paniagua; Rivelles; Sapena (2018)
Rating Soberano	RATS	Classificações emitidas pelas três agências de rating	+	Klotzle et. al., 2016,
Tamanho do Conselho	TAMC	O número de membros no conselho de administração.	-/+	Paniagua; Rivelles; Sapena (2018)
Independência do conselho	INDE	Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração	+	Paniagua, Rivelles e Sapena (2018),

Continua...

Varáveis	Sigla	Mensuração	Sinal Esperado	Estudo base
Reputação da auditoria	REPU	Dummy, assume o valor 1 se a auditoria é KPMG/Deloitte /PriceWaterHouse/ Ernst & Young e 0 caso contrário	+	Detthamronga et al., (2017);
Concentração de propriedade e controle	CONC	A proporção de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas	+/-	Chen et. al., (2006)
Dualidade CEO	DUAL	Variável Dummy, assume 1 se o CEO é também o presidente do conselho, 0 caso contrário	-	Yang e Zhao (2014)
Profissionais	PROF	Diferença entre a proporção de diretores independentes e a proporção de outsiders	+	Lefort e Urzia (2008); Del Vesco e Beuren (2016)
Outsider	OUT	OUT = (1 - (conselheiros não eleitos pelo acionista controlador / total de conselheiros))	-	Lefort e Urzia (2008); Del Vesco e Beuren (2016);
Alavancagem Financeira	ALAV	Dívida total / Ativo total	-	Margaritis; Psillaki (2010)
Tamanho da firma	TAMF	Logaritmo do Ativo total	-	Chen et al. (2006);
Tangibilidade	TANG	Imobilizado / Ativo total	+	Margaritis e Psillaki (2010)
Market-to-Book	MTB	Valor de Mercado da empresa/ patrimônio líquido.	+	Detthamronga et al. (2017);
Despesas de Capital	CAPEX	Despesas de Capital defasadas em 1 ano/ Ativo Total	+	Chen et al. (2006)
Liquidez Corrente	LC	Ativo Circulante / Passivo Circulante	-	Detthamronga et al. (2017)

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 MODELO ECONOMÉTRICO

Seguindo Detthamronga et al. (2017), foi usado o método de regressão linear múltipla com dados em painel para estimar os modelos econométricos. Para atingir os objetivos da pesquisa, em um primeiro momento, analisou-se a relação entre o *rating* soberano e o desempenho, incluindo as variáveis de controle conforme expresso na equação 1.

$$Desemp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RATS_{B,t} + \beta_2 CONT_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it} \quad (1)$$

Em que $Desemp_{i,t}$ representa o desempenho (ROA e Q de Tobin) da firma i no tempo t ; $RATS_{B,t}$: o *rating* soberano do Brasil no tempo t ; $CONT_{i,t}$ o conjunto de todas variáveis de controle consideradas no estudo para cada firma i no tempo t ; n_i é o efeito individual da firma; v_t efeito do tempo e μ_{it} o termo erro estocástico. Em seguida, na equação 2, investigou-se os efeitos da governança corporativa no desempenho das firmas;

$$Desemp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 CONT_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it} \quad (2)$$

Em que $GOV_{i,t}$ representa o conjunto das variáveis de governança corporativa para a firma i no tempo t . Por fim, executou-se uma regressão para investigar como o *rating* soberano influencia o desempenho na presença das variáveis de governança corporativa, conforme destacado na equação 3. Almeida et al. (2017) demonstraram que as empresas que atuam em países que possuem melhor de *rating* soberano tendem a apresentar maior desempenho operacional. Ao incluir as variáveis de governança, espera-se observar se o *rating* soberano atua como substituto para melhorar a performance das companhias brasileiras. Além disso, a presença do *rating* no modelo pode amenizar o problema de endogeneidade existente na relação entre governança corporativa e o desempenho.

$$Desemp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 RATS_{B,t} + \beta_3 CONT_{i,t} + n_i + v_t + \mu_{it} \quad (3)$$

Para verificar problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), os resultados das regressões para o retorno sobre ativo (ROA) e o Q de Tobin registram valores de 1.53 e 1.55 respectivamente, sendo inferior a 10, indicando ausência do problema de multicolinearidade.

Foram realizados os testes de Breush-Pagan, Chow e Hausman para encontrar o modelo adequado para executar as regressões. Os resultados confirmaram que o painel com efeitos fixos é o melhor modelo. Foram feitos os testes de Wooldridge e de Wald para verificar problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade. Não foi encontrado problema de autocorrelação, porém, houve presença de heterocedasticidade para as regressões com o retorno sobre ativo. Para corrigir este problema, as regressões foram executadas utilizando o erro padrão robusto de White.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 2 é apresentada a estatística descritiva do estudo destacando as médias, os desvios-padrões, os valores máximos e mínimos das variáveis do estudo. Pode-se observar que em média, o retorno sobre ativo (ROA) das empresas que compõem a amostra é de 0,9%, enquanto isso o Q de Tobin médio é de 0,975. Em relação às variáveis independentes, os resultados mostram que em média 67,53% das ações de companhias brasileiras são controladas pelos três maiores acionistas, mostrando semelhança com os achados de Detthamronga et al. (2017) que encontraram uma concentração de 57.43% para as empresas tailandesas.

Tabela 2 - Estatística descritiva.

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	2,990	0.009441	0.168276	-0.50994	0.188648
Q_TOBIN	2,214	0.9751925	0.8051973	0.1578755	3.378284
CONC	2,894	67.53825	24.3549	0.138775	100
TAMC	2,789	6.268196	2.683267	0	17
INDC	2,790	1.203226	1.6418	0	11
REPU	5,048	0.420563	0.493698	0	1
DUAL	2,790	0.217563	0.412662	0	1
OUT	2,777	0.265853	0.336774	-1.33333	1
PROF	2,440	0.212051	0.42926	0	8
RATS	5,360	11.875	1.212749	10	13
ALAV	2,993	0.123728	0.281882	-0.56884	0.588852
TAMF	2,994	13.67097	2.901582	4.174387	17.73555
TANG	2,994	0.223184	0.244533	0	0.910909
MTB	1,955	1.950747	1.763038	0.284387	7.017061
CAPEX	2,588	0.047889	0.054684	-0.00454	0.194486
LC	2,979	2.081427	2.056646	0.226941	8.356354

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados do teste de correlação de Pearson apresentados na Tabela 3 (Apêndice 1) apontam baixo nível de correlação entre as variáveis independentes, destacando a ausência do problema multicolinearidade no modelo.

4.2 IMPACTOS DO *RATING* SOBERANO E DA GOVERNANÇA NO DESEMPENHO

Para investigar os impactos da governança corporativa e do *rating* soberano sobre o desempenho das empresas medido pelo retorno sobre ativo (ROA) e pelo Q de Tobin, em um primeiro modelo verificou-se a relação com o *rating* soberano incluindo as variáveis de controle. Em um segundo modelo investigou-se os efeitos das variáveis de governança corporativa. Por fim todas as variáveis independentes e de controle foram incluídas juntos em um terceiro modelo para observar como se comporta a relação entre o *rating* soberano e a performance na presença das variáveis de governança, conforme destacado na Tabela 4.

Como pode-se observar os resultados expostos no modelo 1 e no modelo 4 (Tabela 4) mostram que o *rating* soberano apresentou uma relação estatisticamente positiva a nível de 1% tanto com retorno sobre ativo (ROA) quanto com o Q de Tobin (Q_TOBIN), indicando que um aumento na qualidade do *rating* do Brasil melhora a performance das empresas. Tal achado confirma a hipótese H1 do estudo. De acordo com Almeida et al. (2017) o rebaixamento do *rating* soberano dos países sendo uma consequência da instabilidade política e econômica reflete também baixa performance das companhias que neles hospedam. Esse achado corrobora com o trabalho dos autores e fornece evidências empíricas sustentando que as empresas brasileiras apresentam melhor desempenho e são mais valorizadas quando o Brasil possui melhor classificação de risco soberano no relatório das agências de *rating*. São fatos que explicam o porquê as firmas localizadas em países bem classificados como Estados Unidos, Reino Unido, Canadá entre outros são mais valorizadas (MOKHOVA; ZINECKE, 2013).

Nos modelos 2 e 5 são apresentados os resultados da relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras. No modelo 2 observa-se que o tamanho do conselho de administração (TAM_C), a reputação da auditoria (REPU) e a presença de conselheiros profissionais (PROF) tiveram um efeito negativo sobre o retorno sobre ativo, enquanto isso, a presença de outsider foi positiva. Por outro lado, o modelo 5 mostrou que o tamanho do conselho, independência do conselho (IND), reputação da auditoria e profissionais elevam o Q de Tobin (comprovando parcialmente a hipótese H2), enquanto a dualidade das funções CEO/Presidente e a presença de conselheiro outsider (OUT) tiveram uma relação estatisticamente negativa.

As regressões dos modelos 3 e 6 mostram que o *rating* soberano continua influenciando positivamente a performance das empresas brasileiras mesmo na presença das variáveis de governança corporativa. Deve-se destacar que nestes modelos todas as variáveis de governança conservaram os mesmos efeitos e níveis de significância, porém, alguns aspectos merecem ser destacados. Como pode-se observar, na presença das variáveis de governança o *rating* soberano apresentou uma variação positiva de 3,06% para 3,36% sobre o ROA, enquanto isso, essa variação reduziu o grau de influência sobre o Q de Tobin de 1,98% para 0,85%. Esse fato poderia estar sinalizando um papel moderador do *rating* soberano na relação entre a governança corporativa e o desempenho das firmas.

Os resultados alcançados indicam que quando as firmas optam por adotar mecanismos de GC, como por exemplo, ser auditada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo, ter uma proporção maior de conselheiros independentes e profissionais, isso pode elevar bastante sua performance, o que corrobora os estudos de Chen *et al.* (2006) e Lefort e Urzia (2008). Entretanto, quando há dualidade das funções CEO/Presidente do conselho e maior proporção de diretores eleitos pelo acionista controlador, o desempenho das companhias pode ser reduzido significativamente. Além de confirmar que a qualidade do

rating soberano pode melhorar a performance das empresas brasileiras, mostrou-se que também que o mesmo pode ser considerado um importante indicativo da rentabilidade e do valor das companhias na ausência de evidências sobre a qualidade da governança corporativa.

Tabela 4 - Impacto do *rating* soberano e da governança corporativa no Desempenho das Firmas.

Variáveis do Modelo	ROA			Q_TOBIN		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
ALAV	-0.1065*** (0.0268)	-0.0852*** (0.0301)	-0.0852*** (0.0301)	-0.2316*** (0.0433)	-0.2746*** (0.0365)	-0.2746*** (0.0365)
TAM_F	0.0586*** (0.0019)	0.0623*** (0.0023)	0.0623** (0.0023)	0.0190* (0.0115)	-0.0178* (0.0095)	-0.0178* (0.0095)
TANG	-0.0246 (0.0164)	-0.0135 (0.0142)	-0.0135 (0.0142)	-0.0111 (0.0211)	-0.0425 (0.0293)	-0.0425 (0.0293)
CAPEX	-0.0190 (0.1033)	-0.0672 (0.1108)	-0.0672 (0.1108)	1.0727*** (0.1558)	1.0038*** (0.1429)	1.0038*** (0.1429)
LC	0.0165*** (0.0033)	0.0142*** (0.0040)	0.0142*** (0.0040)	0.0400*** (0.0088)	0.0309*** (0.0057)	0.0309*** (0.0057)
RATS	0.0306*** (0.0019)		0.0332*** (0.0020)	0.0198*** (0.0028)		0.0085*** (0.0034)
TAM_C		-0.0108*** (0.0014)	-0.0108*** (0.0014)		0.0337*** (0.0083)	0.0337*** (0.0083)
IND_C		0.0009 (0.0035)	0.0009 (0.0035)		0.0572*** (0.0164)	0.0572*** (0.0164)
REPU		-0.0274*** (0.0072)	-0.0274*** (0.0072)		0.3841*** (0.0446)	0.3841*** (0.0446)
CONC		-0.0001 (0.0001)	-0.0012 (0.0007)		0.0006 (0.0007)	0.0006 (0.0007)
DUAL		-0.0128*** (0.0042)	-0.0128*** (0.0042)		-0.0947*** (0.0383)	-0.0947*** (0.0383)
OUT		0.0606*** (0.0184)	0.0606*** (0.0184)		-0.5653** (0.0831)	-0.5653** (0.0831)
PROF		-0.0277** (0.0112)	-0.0277** (0.0112)		0.0676* (0.0367)	0.0676* (0.0367)
Constante	-1.2625*** (0.0256)	-0.8552*** (0.0365)	-1.2633*** (0.0407)	-0.2402 (0.2091)	2.8612*** (0.1786)	3.3456*** (0.1786)
Observações	2672	2036	2036	1757	1568	1568
R ² ajustado	0.46	0.49	0.50	0.65	0.68	0.826
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente. Em negrito: coeficientes significantes.

Fonte: Resultados da pesquisa.

4.3 TESTE DE ROBUSTEZ

Nos estudos que envolvem a relação entre governança corporativa e desempenho é comum a presença do problema de endogeneidade, que, muitas vezes, não é considerada pelos pesquisadores (BHAGAT; BOLTON, 2008; WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012). Segundo Muniandy e Hillier (2015) a endogeneidade acontece quando há omissão de fatores que podem estar afetando a relação, e quando há existência de um efeito de causalidade reversa. Uma das formas de amenizar os efeitos da endogeneidade os autores incluíram em seus modelos a defasagem da variável dependente como variável independente. Ao analisar a relação entre governança versus desempenho, Wintoki, Linck e Netter (2012) consideraram o Q de Tobin e o retorno sobre ativo como variáveis dependentes. Como medidas para reduzir os impactos da endogeneidade, inseriram a variável dependente defasada de um período como independente, além de outras variáveis de controle.

Para lidar com potenciais problemas de endogeneidade, neste trabalho foram realizados testes de robustez agrupando todas as variáveis de governança em índices. Para isso, utilizou-se uma Análise de Componentes Principais (ACP) para construir dois índices de governança corporativa, quais sejam: (1) índice intitulado nesta pesquisa “baixo poder de influência dos controladores no conselho” – IGOV1, composto por: independência do conselho de administração, proporção de diretores não eleitos pelo controlador, ações não detidas pelos três maiores acionistas (não concentração de propriedade ou dispersão de propriedade) e presença de conselheiros profissionais; (2) índice intitulado nesta pesquisa “baixo poder de entrincheiramento do CEO” – IGOV2, composto por: tamanho do conselho de administração, reputação da auditoria e a não dualidade das funções do CEO e presidente do conselho. A partir do segundo índice infere-se que a existência de um grande conselho de administração e tendo os relatórios contábeis auditados por uma das quatro maiores firmas de auditoria, além de o CEO não ser também presidente do conselho, pode afastar possíveis comportamentos negativos dos gestores e reforçar o controle sobre suas ações.

Cabe destacar que variáveis como dualidade das funções CEO/Presidente do conselho de administração, concentração acionária, e *outsider* foram transformadas de modo que tivessem o sentido positivo com a governança corporativa. Sendo assim, obteve-se após as devidas transformações, as variáveis: não dualidade CEO/Presidente do conselho, não concentração acionária (percentagem de ações não detidas pelos três maiores acionistas) e maior proporção de diretores não eleitos pelo controlador em relação ao total de conselheiros. Todas essas variáveis, após transformadas, são do tipo “quanto maior, melhor” em relação à Governança.

Seguindo o mesmo procedimento empregado por Wintoki, Linck e Netter (2012) e Muniandy e Hillier (2015) foram incluídas a defasagem de um período das variáveis do desempenho como variáveis explicativas, esperando também minimizar os possíveis efeitos de causalidade reversa. Além disso, acrescentou o Market-to-Book nos modelos como variável de Controle. Os resultados dos testes de robustez são expostos na Tabela 5.

Pode-se observar nos Modelos 1 e 4, o teste de robustez confirmou que a qualidade do *rating* soberano continua influenciando positivamente desempenho (ROA e Q de Tobin), e que seu grau impacto diminui na presença das variáveis de governança corporativa nos Modelos 3 e 6. Assim como Almeida et al. (2017), a partir dessas evidências pode-se infirmar que quanto melhor a classificação do *rating* soberano do Brasil, portanto melhor é o desempenho das empresas que nele hospedam, e que na ausência de mecanismos de governança, o mesmo pode ser considerado como sinalizador da rentabilidade e do valor das firmas.

No que diz respeito aos índices de governança corporativa, observa-se o primeiro que reflete o “baixo poder de influência dos controladores no conselho” (IGOV1) não apresentou uma relação significativa com

o retorno sobre ativo, porém sua relação com o Q de Tobin foi estatisticamente significativa a nível de 5%. O segundo índice que por sua vez capta o “baixo poder de entrincheiramento do CEO” (IGOV2) apresentou uma relação positiva com o ROA e o Q de Tobin, indicando que as empresas apresentam melhor desempenho e são mais valorizadas quando o poder de entrincheiramento dos gestores é reduzido. A significância das variáveis defasadas, mostram que o desempenho do ano anterior influencia positivamente a performance do ano corrente, o que afasta problemas de causalidade reversa.

Tabela 5 - Impacto do *rating* soberano e da governança corporativa no Desempenho das Firms – Teste de Robustez.

Varável	ROA			Q_Tobin		
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
DROA	0.2639** (0.1167)	0.2717** (0.1128)	0.2717** (0.1128)			
DTobin				0.4923*** (0.0905)	0.5200*** (0.0754)	0.5200*** (0.0754)
ALAV	-0.0848*** (0.0095)	-0.0977*** (0.0082)	-0.0977*** (0.0082)	-0.2316*** (0.0433)	-0.1357*** (0.0609)	-0.1357*** (0.0609)
TAM_F	0.0090*** (0.0021)	0.0066*** (0.0025)	0.0066*** (0.0025)	0.0190* (0.0115)	-0.0016 (0.0063)	-0.0016 (0.0063)
TANG	-0.0056 (0.0120)	-0.0112 (0.0107)	-0.0112 (0.0107)	-0.0111 (0.0211)	-0.0631*** (0.0177)	-0.0631*** (0.0177)
MBV	0.0089*** (0.0015)	0.0092*** (0.0016)	0.0092*** (0.0016)	0.3187*** (0.0154)	0.1708*** (0.0295)	0.1708*** (0.0295)
CAPEX	-0.1485** (0.0700)	-0.1120 (0.0683)	-0.1120 (0.0683)	1.0727*** (0.1558)	0.1928* (0.2600)	0.1928* (0.2600)
LC	0.0013 (0.0012)	0.0020 (0.0026)	0.0020 (0.0026)	0.0400*** (0.0088)	0.0106 (0.0090)	0.0106 (0.0090)
RATS	0.0299*** (0.0050)		0.0253*** (0.0055)	0.0198*** (0.0028)		0.0105*** (0.0035)
IGOV1		-0.0016 (0.0015)	-0.0016 (0.0015)		0.0184** (0.0092)	0.0184** (0.0092)
IGOV2		0.0040** (0.0018)	0.0040** (0.0018)		0.0386*** (0.0088)	0.0386*** (0.0088)
Constante	-0.5203*** (0.0420)	-0.1113*** (0.0387)	-0.41520*** (0.0067)	-0.2403 (0.2091)	0.3638*** (0.0951)	0.2375*** (0.1170)
Obs.	1756	1438	1438	1752	1363	1363
R ² ajustado	0.258	0.318	0.318	0.654	0.81	0.817
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** Indicam nível de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente. Em negrito: coeficientes significantes.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados das regressões para os testes de robustez confirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa melhora o desempenho das empresas brasileiras, conforme já encontrado anteriormente, e corrobora com o estudo de Muniandy e Hillier (2015) para as firmas localizadas na África do Sul. A relação positiva dos dois índices indica que a dispersão acionária e a redução do poder de barganha dos diretores são importantes mecanismos para mitigar os conflitos de agência, alinhando as ações gerencias com os interesses dos acionistas.

Por refletir a estabilidade política e as boas condições econômicas, o *rating* soberano pode ser considerado como um instrumento que mede o desempenho e o valor de companhias que atuam em países bem classificados pelas agências. Esses achados também reforçam as evidencias defendidas

pela literatura explicando a razão pela qual as firmas localizadas em países classificados no grau de investimento são mais valorizadas (ALMEIDA et al., 2017; WHITE, 2010).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho investigou a relação entre rating soberano e performance da firma, considerando que a governança corporativa assume papel importante na melhoria do desempenho das firmas. Isto é, o trabalho avaliou constructos internos e externos que podem influenciar a performance de 671 firmas brasileiras no período de 2010 a 2017.

Utilizando regressão linear com dados em painel com efeitos fixos, os principais resultados revelaram que uma melhora na qualidade do *rating* soberano do Brasil se associa a um aumento significativo no desempenho e no valor das empresas que nele se hospedam. A partir das evidências encontradas, é possível concluir que na ausência de informações sobre as práticas de governança corporativa, o *rating* soberano de um país pode atuar como importante mecanismo para determinar quão rentáveis e valorizadas são as firmas.

Assim como é defendido na literatura, foi possível confirmar que quando as firmas optam por adotar mecanismos de GC, como por exemplo, ser auditada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo, ter uma proporção maior de conselheiros independentes e profissionais, isso pode aumentar sua performance. Porém, quando o CEO é também o presidente do conselho e quando há maior proporção de diretores eleitos pelo acionista controlador, o desempenho das companhias pode ser reduzido significativamente.

Os resultados são robustos, uma vez que a transformação das variáveis em índices que refletem a qualidade da governança e os procedimentos realizados para reduzir os efeitos da endogeneidade confirmem que a qualidade do *rating* soberano e das práticas de governança adotadas pelas firmas podem elevar a performance das empresas.

Este trabalho contribui com a literatura ao testar em conjunto e separadamente os impactos de sete variáveis de governança corporativa e do *rating* soberano no desempenho de empresas brasileiras. Ademais, forneceu evidências empíricas de que qualidade da classificação de crédito do Brasil, pode melhorar o desempenho das firmas. Corroborando com a teoria da agência, os resultados mostram que a redução do poder de influência dos controladores no conselho e do poder de entrenchamento dos gestores podem aumentar o valor das empresas e conseqüentemente alinhar as ações gerenciais com os interesses dos acionistas. Do ponto de vista prático, destaca-se que os gestores podem encontrar neste estudo, quais mecanismos que podem considerar nas suas estratégias para valorizar seus negócios, além de sinalizar que as condições macroeconômicas refletidas na qualidade do *rating* soberano não devem ser desconsideradas.

Este trabalho teve algumas limitações, por exemplo, a endogeneidade na relação entre governança e desempenho que pode não ser totalmente tratada, porém, acredita-se que a presença do *rating* soberano, sendo uma variável macroeconômica, pode ajudar a amenizar esse problema. Para futuras pesquisas, sugere-se adotar outros modelos de regressão, como o Método Generalizado de Momentos que podem fornecer resultados diferentes, além de adotar outras métricas para desempenho e governança corporativa. Mesmo representando a situação política, econômica e social do Brasil, acredita-se que *rating* soberano pode não ter captado alguns aspectos no nível "macro". Há oportunidades para que futuras pesquisas investiguem os efeitos individuais de variáveis macroeconômicas, e de outros indicadores sociais e políticos sobre o desempenho das empresas brasileiras. Considerando as particularidades de cada setor, outros estudos poderiam abordar a forma

como o *rating* soberano e a qualidade da governança corporativa afetam a performance das firmas. Além disso, futuras pesquisas poderiam estudar os efeitos do desempenho sobre a governança e o *rating* soberano.

REFERÊNCIAS

ABDALLAH, A. A.; ISMAIL, A. K. Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, vol. 46, p. 98-115, 2017.

ALALI, F.; ANANDARAJAN, A.; JIANG, W. The effect of corporate governance on firm's credit ratings: further evidence using governance score in the United States. **Accounting & Finance**, v. 52, n. 2, p. 291-312, 2012.

ALMEIDA, H.; CUNHA, I.; FERREIRA, M. A.; RESTREPO, F. The real effects of credit ratings: The sovereign ceiling channel. **The Journal of Finance**, v. 72, n. 1, p. 249-290, 2017. ANTOUNIAN, C.; DAH, M. A.; HARAKEH, M. Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. **Research in International Business and Finance**, vol. 56, p. 101392, 2021.

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 1-2, p. 203-243, 2006.

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

BACKES, R. G.; BIANCHI, M.; RATHKE, V.; GASSEN, V. J. K. Governança corporativa e performance organizacional: descrição de estudos sobre o tema. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 2, p. 59-73, 26 mar. 2010.

BUALLAY, A.; HAMDAN, A.; ZUREIGAT, Q. Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 11, n. 1, p. 78-98, 2017.

CANTOR, R; PACKER, F. Sovereign risk assessment and agency credit ratings. **European Financial Management**, v. 2, n. 2, p. 247-256, 1996.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Journal of Accounting, Management and Governance**, v. 16, n. 2, 2013.

CHEE, S. W.; FAH, C. F.; NASSIR, A. M. Macroeconomics Determinants of Sovereign Credit Ratings. **International Business Research**, v. 8, n. 2, p. 42, 2015.

CHEN, G.; FIRTH, M.; GAO, D. N.; RUI, O. M. Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 424-448, 2006.

CONSONI, S.; COLAUTO, R. D.; LIMA, G. A. S. F. A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 249-263, 2017.

DAL VESCO, D.; BEUREN, I. M. Do the Board of Directors Composition and the Board Interlocking Influence on Performance? **Brazilian Administration Review**, v. 13, n. 2, 2016.

DETTHAMRONG, U.; CHANCHARAT, N.; VITHESSONTHI, C. Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 689-709, 2017.

HARRIS, M., RAVIV, A. A theory of board control and size. **The Review of Financial Studies**, v. 21, n. 4, p. 1797-1832, 2008.

HERMUNINGSIH; S., KUSUMA, H.; CAHYARIFIDA, R. A. Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Study from Indonesian Manufacturing Firms. **The Journal of Asian Finance, Economics, and Business**, vol. 7, no 11, p. 827-834, 2020.

IHLENFFELDT, E. L.; COLAUTO, R. D. Qualidade do conselho de administração em companhias brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v.39, n.3, p.37-53, 2020.

JACKLING, B.; JOHL, S. Board structure and firm performance: evidence from India's top companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 4, p. 492-509, 2009.[h](#)

KISGEN, D. J. The impact of credit ratings on corporate behavior: Evidence from Moody's adjustments. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, p. 567-582, 2019.

KIZILDAG, M.; ALTIN, M.; OZDEMIR, O. Corporate governance, ownership structure, and credit ratings of hospitality firms. **The Journal of Hospitality Financial Management**, v. 24, n. 1, p. 5-19, 2016.

KLOTZLE, M. C.; VITOR, P.; SILVA, G.; RENAN, F.; BRANDÃO, S.; CARLOS, A.; PINTO, F. Impactos do Rating Soberano Brasileiro sobre Ações de Estatais. **Revista da Faculdade de Administração e Economia**, v. 8, n. 1, p. 209-229, 2016.

KOJI, K.; ADHIKARY, B. K.; TRAM, L. Corporate Governance and Firm Performance: A Comparative Analysis between Listed Family and Non-Family Firms in Japan. **Journal of Risk and Financial Management**, vol.13, no 9, p.215-235, 2020.

KORONTAI, J. N.; FONSECA, M. W. Governança corporativa dos bancos e sua relação com indicadores de desempenho e risco. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 39, n. 3, p. 151-168, 2020.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **The journal of finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEFORT, F.; URZÚA, F. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 615-622, 2008.

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W. DO; RAUBER, L. L.; CARVALHO, E. G.; SANTOS, A. C. DOS. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 39, n. 2, p. 27-41, 25 ago. 2020.

MAK, Y.T.; KUSNADI, Y. Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. **Pacific-Basin finance journal**, v. 13, n. 3, p. 301-318, 2005.

MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M. Capital structure, equity ownership and firm performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 3, p. 621-632, 2010.

MENDONÇA, F. F. P.; TERRA, P. R. S. **Estrutura de Capital e Mecanismos Externos de Governança: Uma Análise Multipaís**. 2016. Tese de Doutorado.

MOKHOVA, N.; ZINECKER, M. Capital structure and the country default risk: the evidence from Visegrad group. **The Macrotheme Review**, v. 2, n. 1, p. 155-179, 2013.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.11, n.1, p. 166-185, 2018.

NG, A.; ARIFF, M. Does credit rating revision affect the price of a special class of common stock? **Borsa Istanbul Review**, v. 19, p. 44-55, 2019.

PANIAGUA, J.; RIVELLES, R.; SAPENA, R. Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. **Journal of Business Research**, v. 89, p. 229-234, 2018.

PILLAI, R.; AL-MALKAWI, H. A. N. On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 394-410, 2018.

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

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

TOIGO, L. A.; HEIN, N.; KROENKE, A. Características predominantes dos mecanismos de governança corporativa e desempenho pós-fusões e aquisições no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 4, p. 85-104, 21 dez. 2018.

WEBER, J. Discussion of the effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 1-2, p. 245-254, 2006.

WHITE, L. J. Markets: The Credit Rating Agencies. **Journal of Economic Perspectives**, v. 24, n. 2, p. 211-26, 2010.

YANG, T.; ZHAO, S. CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. **Journal of Banking & Finance**, v. 49, p. 534-552, 2014.

Endereço dos Autores:

Av. José Paes de Almeida, 463, Ap. 101
Jardim Finotti
Uberlândia-MG-Brasil
38408-140

APÊNDICE 1

Tabela 3 - Correlação entre as variáveis.

	ROA	Qtobin	ALAV	TAMC	INDC	REPU	CONC	DUAL	OUT	PROF	TAMF	TANG	MTB	CAPEX	LC	RATS
ROA	1.00															
Qtobin	-0.06	1.00														
ALAV	0.32	-0.78	1.00													
TAMC	0.33	-0.009	0.25	1.00												
INDC	0.17	0.08	0.17	0.43	1.00											
REPU	0.26	0.11	0.12	0.38	0.35	1.00										
CONC	-0.23	-0.01	-0.19	-0.35	-0.41	-0.16	1.00									
DUAL	-0.16	-0.02	-0.16	-0.32	-0.22	-0.32	0.1	1.00								
OUT	0.08	-0.01	0.09	0.01	0.34	0.06	-0.36	-0.13	1.00							
PROF	0.11	0.03	0.15	0.23	0.72	0.21	-0.28	-0.13	0.44	1.00						
TAMF	0.64	-0.2	0.49	0.59	0.36	0.46	-0.34	-0.29	0.12	0.24	1.00					
TANG	0.13	-0.07	0.35	0.11	-0.03	-0.04	-0.13	-0.06	-0.01	-0.04	0.16	1.00				
MTB	0.35	0.79	-0.15	0.17	0.18	0.23	-0.07	-0.16	0.02	0.08	0.15	-0.1	1.0			
CAPEX	0.11	0.08	0.18	0.2	0.04	0.16	0.01	-0.18	0.01	0.01	0.2	0.13	0.11	1.00		
LC	-0.18	0.01	-0.58	-0.22	-0.12	-0.13	0.15	0.15	-0.04	-0.1	-0.34	-0.27	0.04	-0.15	1.00	
RATS	0.03	0.05	-0.03	0.04	-0.08	0.05	-0.02	0.07	-0.1	-0.08	-0.03	0.03	0.04	0.03	0.01	1.00

Fonte: Resultados da pesquisa