

Desempenho de empresas com boas práticas de governança corporativa: uma análise por índices contábil-financeiros

Marcelo Alvaro da Silva Macedo (PPGEN/NEGEN/UFRRJ) - alvaro@ufrrj.br

Daniela F. da C. Barreto (UFRRJ) - barreto-daniela@uol.com.br

Patrícia Vivas da Silva Fontes (UFRuralRJ) - patriciavivas@ufrrj.br

Resumo:

Este trabalho tem como objetivo analisar o desempenho de empresas com boas práticas de governança corporativa, através do uso de indicadores contábil-financeiros de Liquidez, Endividamento e Lucratividade, referentes ao ano de 2007. Escolheu-se como empresas com boas práticas aquelas que constavam do Índice de Governança Corporativa (IGC) da BOVESPA. Daí verificou-se que os ramos com maior número de empresas, das 137 empresas não financeiras listadas, e com informações disponíveis na Revista 500 Maiores e Melhores (2008) eram de Auto-Indústria, Energia, Papel e Celulose e de Química e Petroquímica. Deste ponto procedeu-se uma comparação do comportamento destas empresas em relação a outras pertencentes aos seus respectivos setores, que estavam listadas entre as Melhores e Maiores da mesma publicação. Em outras palavras, busca-se observar se é possível verificar algum impacto relevante da governança corporativa nestes índices contábil-financeiros. A idéia é verificar se as empresas que adotaram posturas “politicamente” corretas através de boas práticas de governança corporativa, apresentam um desempenho, em termos de liquidez, endividamento e lucratividade, estatisticamente superior (a 5 % e 10 %) em relação ao setor. No estudo do impacto destas ações utilizou-se análises estatísticas de diferença de médias, através do teste de desigualdade de Chebyshev. Os resultados mostram que, apesar de a princípio se imaginar que existissem diferenças entre empresas com boas práticas de governança corporativa e outras empresas sem esta característica, não se observou diferenças significativas nos índices de liquidez, endividamento e lucratividade entre os dois grupos de empresas (com boas práticas de governança corporativa e mercado).

Palavras-chave: Governança Corporativa. Desempenho. IGC.

Área temática: Controladoria

Desempenho de empresas com boas práticas de governança corporativa: uma análise por índices contábil-financeiros

Resumo

Este trabalho tem como objetivo analisar o desempenho de empresas com boas práticas de governança corporativa, através do uso de indicadores contábil-financeiros de Liquidez, Endividamento e Lucratividade, referentes ao ano de 2007. Escolheu-se como empresas com boas práticas aquelas que constavam do Índice de Governança Corporativa (IGC) da BOVESPA. Daí verificou-se que os ramos com maior número de empresas, das 137 empresas não financeiras listadas, e com informações disponíveis na Revista 500 Maiores e Melhores (2008) eram de Auto-Indústria, Energia, Papel e Celulose e de Química e Petroquímica. Deste ponto procedeu-se uma comparação do comportamento destas empresas em relação a outras pertencentes aos seus respectivos setores, que estavam listadas entre as Melhores e Maiores da mesma publicação. Em outras palavras, busca-se observar se é possível verificar algum impacto relevante da governança corporativa nestes índices contábil-financeiros. A idéia é verificar se as empresas que adotaram posturas “politicamente” corretas através de boas práticas de governança corporativa, apresentam um desempenho, em termos de liquidez, endividamento e lucratividade, estatisticamente superior (a 5 % e 10 %) em relação ao setor. No estudo do impacto destas ações utilizou-se análises estatísticas de diferença de médias, através do teste de desigualdade de Chebyshev. Os resultados mostram que, apesar de a princípio se imaginar que existissem diferenças entre empresas com boas práticas de governança corporativa e outras empresas sem esta característica, não se observou diferenças significativas nos índices de liquidez, endividamento e lucratividade entre os dois grupos de empresas (com boas práticas de governança corporativa e mercado).

Palavras-chave: Governança Corporativa. Desempenho. IGC.

Área Temática: Controladoria.

1 Introdução

Rogers, Sousa e Ribeiro (2005) e Nardi *et al.* (2007) enfatizam que o mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido, e apresenta as seguintes características principais: baixa capitalização bursátil, inexpressivo volume transacionado, poucas emissões primárias, reduzido número de companhias abertas, alta concentração das transações em poucas ações, baixa liquidez e baixa proteção legal aos acionistas minoritários. Estes últimos, segundo os autores, formam a base da atrofia do mercado de capitais no Brasil.

Segundo Gonçalves, Weffort e Gonçalves (2007) com o objetivo de monitorar a ação dos gestores, garantir a maximização do valor da empresa e a não expropriação dos acionistas minoritários surge a Governança Corporativa, e é neste cenário que a Bovespa cria o Novo Mercado e os Níveis diferenciados de Governança Corporativa.

De acordo com Martins, Silva e Nardi (2006) o assunto governança corporativa ganhou corpo a partir do momento em que investidores de países desenvolvidos passaram a levar seus investimentos para longe de suas fronteiras, haja vista a saturação que seus mercados domésticos estavam enfrentando.

Rabelo *et al.* (2007) colocam que um sistema de governança corporativa eficaz pode fortalecer as empresas, reforçar competências para enfrentar novos níveis de complexidade,

ampliar as bases estratégicas da criação de valor, ao mesmo tempo em que torna-se fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico.

Bianchini, Wachholz e Moreira (2007) afirmam que as empresas que adotam o conceito de governança corporativa tendem a dar maior transparência à seus negócios e padrões contábil-financeiros para o mercado, tornando-se de maior aceitação geral e, conseqüentemente, mais atrativas para investimentos.

Ainda segundo os autores a Governança Corporativa agrega valor, apesar de isoladamente, não ser capaz de criá-lo. Isto somente ocorre porque, segundo a Bovespa (www.bovespa.com.br), a premissa básica do novo mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa é de que boas práticas de GC têm valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco

É neste contexto que se insere esta pesquisa. Realiza-se um estudo do comportamento das empresas listadas no IGC com outras não listadas, em relação a uma série de indicadores contábil-financeiros, com o objetivo de verificar o impacto de boas práticas de governança corporativa, no desempenho das primeiras durante ano de 2007. Busca-se verificar se as empresas de auto-indústria, energia, papel e celulose e química e petroquímica que possuem boas práticas de governança corporativa apresentam desempenho superior, comprovado estatisticamente. Ou seja, se é possível vislumbrar impactos positivos estatisticamente significativos pela adoção de uma boas práticas de governança corporativa em relação ao desempenho médio do setor, representado neste estudo pelas empresas destes setores listadas na Revista Exame – Maiores e Melhores (2008). A hipótese a ser testada é se através de um comportamento de governança corporativa superior é possível obter, em média, um desempenho contábil-financeiro também superior.

2 Governança corporativa

Segundo Kitagawa e Ribeiro (2007), em 1999 a OECD (Organisation for Economic, Co-Operation and Development) elaborou uma lista de princípios básicos contendo recomendações de práticas de governança que, se tornaram *benchmark* internacional para práticas de governança corporativa em todo o mundo. São uma orientação específica para os legisladores, órgãos reguladores e participantes do mercado, numa tentativa de convergência das regras de governança para um modelo aceito internacionalmente, aperfeiçoando as estruturas legais, institucionais e reguladoras, com foco nas empresas que possuem suas ações negociadas no mercado. Também possuem orientações práticas e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e demais partes interessadas no processo de governança corporativa. Podem ser adaptados às características específicas de cada país e região. A partir desses princípios, a OECD, com a cooperação do Banco Mundial, passou a realizar fóruns regionais objetivando a adaptação de seus princípios à realidade econômica e social de cada região.

Considerando as necessidades específicas da América Latina, foi desenvolvido um documento intitulado de *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, expõe os seguintes princípios recomendados: (1) Direitos dos acionistas; (2) Tratamento equitativo dos acionistas; (3) Relacionamento com *Stakeholders*; (4) Evidenciação e transparência; (5) Responsabilidades dos Conselhos de Administração; (6) Melhoria no cumprimento de leis e sua exequibilidade; e (7) Cooperação regional.

De acordo com Kitagawa *et al.* (2007), o estudo da governança corporativa surgiu do problema de agência, ou conflitos de interesse, envolvendo os membros de uma organização –

acionistas, administradores, trabalhadores, clientes, governo, etc. O relacionamento de agência pode ser definido como um contrato onde uma ou mais pessoas (denominada principal) delega a uma outra parte (denominada agente) para prestar serviços a favor deles, incluindo a delegação de poderes para tomada de decisões. Entretanto, o comportamento dos agentes nem sempre condiz com os desejos do principal, ou seja, podem ocorrer situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente. Uma tentativa de amenizar os problemas de agência, é a implantação de boas práticas de governança corporativa.

Segundo Silva, Famá e Martelanc (2006), com a intenção de administrar os potenciais conflitos de interesse, associados à relação de agência, os principais podem assumir custos adicionais para administrar esses conflitos. A esses custos, na literatura de finanças, atribui-se o conceito de custos de agência. Em síntese, são os custos assumidos pelo principal para proteger seus interesses.

Embora haja desacordo sobre os limites da definição conceitual para o tema “governança corporativa”, ressaltam Kitagawa *et al.* (2007), basicamente ela nasceu da separação do controle e gestão das empresas, pode-se defini-la como um conjunto de práticas (mecanismos de controle, monitoramento e de incentivos) que visam amenizar os conflitos de agência, tendo como objetivo principal fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo.

De acordo com os autores, esta ajuda a desenvolver os mercados de capitais, já que diante de uma maior transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade no tratamento dos acionistas, foi observada uma maior valoração das ações, aumento do volume de negociações e aumento de liquidez.

Segundo Neves *et al.* (2007) a Governança Corporativa vem de um conjunto de mecanismos utilizados pelos investidores externos (acionistas e credores) para se protegerem de possíveis expropriações da parte dos investidores internos (executivos ou acionistas controladores). Esta pode ser vista sob três perspectivas: relacionada a conflito de agência entre o minoritário e o majoritário em que existe a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários frente aos majoritários, devido ao seu poder de influência sobre o agente que administra a firma; da relação dos gestores e dos acionistas, diante de um quadro de reduzida possibilidade de influência por parte dos acionistas que estão em posição altamente pulverizada, em que a expropriação ocorrida nesta ótica está entre o agente (gestor) e o principal (acionista); e externa, onde visa-se à aceitação da empresa frente à sociedade.

De acordo com Bianchini, Wachholz e Moreira (2007), a Governança Corporativa foi definida em 1999 pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), como sendo: o sistema que assegura aos sócios–proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

De forma concisa Iquiapaza, Gruberger e Santos (2007) definem a governança corporativa, então, como um conjunto de valores e normas que visa diminuir conflitos de interesse, maximizar a riqueza dos acionistas, buscando sempre levar em conta os interesses das minorias, mas atentando a otimizar o desempenho de uma companhia, promovendo o desenvolvimento e o crescimento econômico.

Por fim, cabe destacar que Shleifer e Vishny (1997) ressaltam que a governança corporativa tem como responsabilidade o tratamento do relacionamento entre os diretores das empresas, os conselhos de administração, os acionistas e as demais partes interessadas, estabelecendo-se assim uma forma para que os fornecedores de capital, das referidas

empresas, tenham segurança nos retornos de seus investimentos. Esta trata dos mecanismos, que minimizam os problemas de agência e os seus custos, pelos quais os fornecedores de capitais se asseguram para obter retorno adequado de seus investimentos. Portanto a proteção aos minoritários e credores é uma questão central da governança corporativa, e adoção de suas práticas visa a minimização de conflitos e a ampliação de valor, pois auxilia o sistema de preços, na medida em que mitiga o conflito de agência.

Iquiapaza, Gruberger e Santos (2007) afirmam que há várias posições conceituais referentes a governança corporativa. Existem aqueles que se concentram nos direitos dos acionistas minoritários; outros no sistema de relação existente entre acionistas, conselho e diretoria; há ainda os que se preocupam com os sistemas de governo, gestão e controle, a estrutura de propriedade e a definição de estratégias; e por último, os que enfatizam o sistema de valores e o padrão de comportamento da firma.

Para Funchal e Terra (2006), embora a governança corporativa tenha alguns pilares básicos, existem sistemas de governança diferentes no mundo. Porém, o eixo central da questão, é o Problema de Agência. Este pode ser visto sob três postulados: (i) existe uma divergência potencial de interesses entre acionistas e o principal executivo (CEO); (ii) a existência da assimetria informacional tornaria difícil a tarefa dos acionistas monitorarem as atividades do CEO; e, (iii) o CEO, como um agente racional, procuraria maximizar a sua utilidade, sujeito à aversão ao risco.

Segundo Bianchini, Wachholz e Moreira (2007), sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

Os principais custos de agência são aqueles relativos à intenção de monitoramento e/ou recompensa do agente. Nesse contexto, ressaltam Silva, Famá e Martelanc (2006), a atuação das estruturas de governança, destacadamente o papel desempenhado pelo conselho de administração no controle das atividades dos executivos; bem como as alternativas de recompensa e remuneração aos executivos são exemplos de custos de agência, os primeiros no conjunto dos custos relativos às atividades de controle, e os últimos no conjunto das alternativas de estímulo dos agentes. Com isso, os acionistas buscam alinhar os interesses particulares dos executivos com os da companhia.

Para Camargos e Helal (2007) as corporações estão permeadas pela relação de agência. Como ambas as partes são maximizadoras da utilidade, há razões para crer que existam situações nas quais os interesses sejam divergentes. Essa divergência de interesses pode afetar as decisões da empresa, tidas como estratégicas pela área financeira: investimento, financiamento e distribuição ou destino dos lucros (política de dividendos), resultando assim, na não maximização da riqueza dos acionistas ou até mesmo em perdas para estes últimos.

Em síntese, continuam os autores, o chamado *custo de agência* é o resultado em termos de perda de riqueza incorrida por uma firma como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e principais. Isso porque a separação entre propriedade e controle permitiu o comportamento não maximizador da riqueza por parte do corpo gerencial das grandes companhias (comportamento oportunista).

De acordo com Silveira *et al.* (2004) existem efeitos positivo e negativos da presença de grandes acionistas controladores. Dentre os positivos pode-se destacar o efeito incentivo, onde os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar gestores em função dos vultuosos recursos investidos. Os autores afirmam que o problema de agência pode ser contornado porque os grandes acionistas querem a maximização dos valores e tem poder para que este interesse seja respeitado. Já para Okimura, Silveira e Rocha (2007) no caso de países com baixa proteção legal aos investidores, a presença dos controladores seria uma garantia aos pequenos investidores.

Quanto aos efeitos negativos, continuam os autores, destaca-se o efeito entrenchamento, que ocorre quando os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados no controle à custa dos demais investidores. Isso acontece pois os grandes acionistas não são diversificados, carregando consigo um risco excessivo, como o investimento é alto o acionista tende a minimizar o risco por meio da diversificação excessiva da empresa ou por excesso de conservadorismo nos projetos. Outras desvantagens são listadas por Okimura, Silveira e Rocha (2007): possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelo desalinhamento de interesses com os majoritários; condução de interesses próprios dentro da empresa (nomeação e destituição da administração) e isolamento da empresa face ofertas de aquisição hostil.

Ainda de acordo com os autores, o benefício de haver um grande acionista controlador como monitor eficaz dos gestores da companhia são reduzidos no Brasil, porque apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de elevado percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam empresas) fazem com que muitos controladores, sejam acionistas minoritários das empresas controladas, que não detêm a maioria do capital social.

Segundo Silveira, Barros e Famá (2003) o conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores, minimizando os problemas de agência. Outros elementos importantes para a redução dos problemas de agência são mecanismos internos como sistema de remuneração e posse de ações por parte dos executivos; e mecanismos externos como a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo.

De acordo com Santos e Silveira (2007) devido ao predominante aspecto de monitoramento da empresa atribuído ao conselho, diversos códigos de governança recomendam a inclusão de conselheiros independentes e externos à companhia, isto é, profissionais não participantes ou ligados à diretoria executiva como forma de aprimorar a tomada de decisão e, assim, aumentar o valor da empresa.

Silveira, Barros e Famá (2003) destacam ainda que a maioria de membros deve ser externo (não executivos), por serem mais eficazes como monitores da gestão. O conselho formado por membros internos pode não ter afastamento suficiente para ser crítico em relação a gestão, além de inibição natural frente ao diretor executivo, que normalmente participa do conselho.

Segundo Gallon e Beuren (2006), a volatilidade e dinamismo do mercado de capitais em todo o mundo, fazem do processo de divulgação das informações sobre a gestão, aos usuários externos, fator preponderante para a sobrevivência das empresas. O que se recomenda é quantidade e qualidade maior na divulgação das informações contábeis, de maneira oportuna e uniforme para todo o mercado, o que proporciona credibilidade aos gestores junto ao mercado de capitais, e harmoniza igualdade de direitos entre os acionistas.

De acordo com Antunes e Costa (2007), o mecanismo de governança mais elementar é a própria informação contábil. Características da contabilidade como oportunidade, relevância e conservadorismo tendem a ser elementos de governança. O conceito de oportunidade está associado à velocidade com que os números contábeis capturam as alterações de valor da empresa. Já o conceito de relevância diz respeito à associação entre os números contábeis e o retorno de mercado das ações da empresa. Enquanto o conceito de conservadorismo contábil consiste na tendência de se exigir maior verificabilidade para se reconhecer ganhos comparativamente à exigência para se reconhecer perdas.

Gallon e Beuren (2007) ressaltam que, a governança corporativa é uma nova maneira de se organizar as relações entre as empresas e o mercado financeiro e que esta predica a transparência contábil das empresas e o respeito dos direitos dos acionistas minoritários.

Segundo Bianchini, Wachholz e Moreira (2007) o papel da contabilidade no processo de governança é fundamental pois reduz a assimetria informacional entre investidores e agentes envolvidos no conflito de agência. Os investidores se cercam de inúmeros mecanismos para se proteger contra as ações dos administradores.

De acordo com Cardoso *et al.* (2007) a empresa que opta por aderir a um nível de governança corporativa o faz como sinalização aos investidores, e tendo o mercado a percepção de que aumentando o nível de governança a firma terá restrições às práticas que expropriem valor dos não controladores, a liquidez do papel, como resposta positiva e instantânea à decisão de adesão ao novo nível de governança, têm potencial acréscimo.

Isso seria, então, ainda segundo os autores, um incentivo à aderência a níveis superiores de GC, compartilhado em intensidade diferente por executivo, conselho, controlador e minoritários. A adoção de práticas de GC reduz a liberdade de ação do executivo em relação às escolhas aceitas pelos demais agentes e, dessa forma, imputa, sob certo custo de transação, benefícios e penalizações potenciais aos conjuntos de utilidade de cada executivo. Ainda, ao procurar alinhamento dos impactos nos conjuntos de utilidades dos executivos e controladores, reduz a discricionariedade dos incentivos destes em relação aos demais (minoritários e outros agentes). Constitui assim, de forma geral, redução de incentivo ao gerenciamento da informação contábil – medido pelas acumulações discricionárias (AD).

3 Governança corporativa no Brasil

Nardi *et al.* (2007) advertem que o modelo de governança corporativa de um país é influenciado pelo ambiente institucional do mesmo. O Estado pode atuar e influenciar no aperfeiçoamento da governança corporativa ao fazer alterações no ambiente institucional criando leis de proteção aos investidores, o que irá gerar características específicas no modelo de governança corporativa adotado no país, fazendo com que o sistema de governança seja mais eficaz e o mercado de capitais mais desenvolvido.

Segundo Rogers, Ribeiro e Securato (2006) a OCDE ressalta que a boa governança corporativa é essencial para o crescimento econômico liderado pelo setor privado e promoção do bem-estar social, que depende de investimentos crescentes, eficiência do mercado de capitais e desempenho da empresa. Ainda para os autores, três fatores se destacam para a alavancagem do crescimento das nações: instituições estimulantes e confiáveis, bons fundamentos macroeconômicos e disponibilidade de recursos competitivos.

Os autores acrescentam que a importância da governança corporativa em países emergentes pode ser explicada pelas seguintes influências: 1) criação de instituições chaves que direcionem o sucesso da transformação da economia baseada no mercado; 2) eficiência alocativa do capital e do desenvolvimento do mercado financeiro; 3) atração de investimentos estrangeiros; e 4) contribuição para o processo de desenvolvimento nacional.

No Brasil, destacam Nardi *et al.* (2007), sabe-se que há alta concentração de capital e uma pequena regulamentação para segurança dos acionistas minoritários. Com a Lei 6.404, as empresas podiam emitir ações dos tipos preferenciais em até 2/3 do capital total, o que quer dizer que os acionistas controlavam a empresa com apenas 1/6 do capital total. Além disso, percebe-se que uma forte concentração das ações ordinárias é característica das empresas brasileiras, e que cerca de 88% das ações ordinárias das empresas estão nas mãos dos controladores.

Segundo Neves *et al.* (2007), no Brasil observa-se grande concentração de controle e propriedade, o que resulta em grande possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. O conflito de agência também pode existir pela forma que as empresas se posicionam dentro de suas escolhas estratégicas, com isso elevando tal possibilidade de expropriação. A utilização de instrumentos de monitoramento e controle

reduzem a probabilidade de assimetria de informação. As estruturas de governança surgem para minimizar os problemas de agência.

Kitagawa e Ribeiro (2007) constataam que um dos fatores de diferenciação entre os modelos de governança de diversos países se dá em virtude da concentração da propriedade acionária, que é uma consequência da fraca proteção legal aos acionistas minoritários e que pode ser reduzida através da promoção de uma estrutura legal de tal modo a dificultar a expropriação destes.

Ainda segundo os autores nos países latino-americanos, onde prevalece a alavancagem por exigíveis, as empresas de maior porte da região estão migrando suas operações com títulos mobiliários para mercados mais estáveis, como o de ADR's nos Estados Unidos, melhorando assim o nível de evidenciação e práticas de governança. Porém, ainda persiste a alta concentração acionária, resultando numa alta sobreposição entre propriedade e gestão executiva, que gera o principal conflito de agência presente nessa região – os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários. Normalmente nestes países as partes minoritárias não são plenamente protegidas contra a expropriação devida à fraca estrutura legal (*enforcement*).

Segundo Carvalho da Silva (2004), as relações entre administradores e acionistas e entre acionistas majoritários e minoritários vem mudando com a abertura da economia brasileira, aumento dos investimentos estrangeiros no país, privatizações, reestruturação societária com entrada de novos sócios nas empresas, principalmente estrangeiros e investidores institucionais, o que suscita maior debate em torno da governança corporativa. As principais ações para aprimoramento da GC no Brasil são: criação do Novo Mercado da BOVESPA; nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01); regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01); a atuação do BNDES no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); e as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Segundo Martins, Silva e Nardi (2006) a intenção da existência desses níveis é potencializar o mercado acionário brasileiro, deixando as empresas interessadas em abrir capital a opção entre o mercado de governança ou o mercado tradicional.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) ressaltam que a BOVESPA lançou o novo mercado (NM) e os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) com os objetivos principais de diminuir a assimetria informacional entre investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas e reduzir o custo de capital das empresas que se adequassem às novas regras. Maior transparência atrairia mais investidores, o que aumentaria o volume de transações, com expectativa de melhores preços de ações das adotantes dos NDGC, com consequência de maior retorno sobre o patrimônio líquido e à longo prazo, a redução dos custos de captação.

Segundo os autores a criação do Novo Mercado e dos NDGC podem contribuir para o crescimento econômico do país, e a iniciativa pode ser caracterizada como um fenômeno misto, já que busca atender às necessidades atuais dos investidores existentes (*demand-following*) e aumentar o número de investidores ao oferecer-lhes mais vantagens(*supply-leading*).

De acordo com Camargos e Barbosa (2006) o novo mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas, que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. As companhias do Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Já as de Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

4 Metodologia

Esta pesquisa pode ser caracterizada, de acordo com o exposto por Vergara (2004), como sendo descritiva e quantitativa, pois procura-se através da aplicação de testes estatísticos aos dados das empresas sob análise, expor características a respeito da performance contábil-financeira destas.

O processo de amostragem é não probabilístico, pois parte-se de um universo naturalmente restrito, já que as empresas foram escolhidas a partir das que constavam na listagem do Índice de Governança Corporativa (IGC) em 31/12/2007 e na Revista 500 Maiores e Melhores da Exame. Isso traz algumas limitações de inferência, mas não invalida os resultados da pesquisa, visto que tem-se um universo representativo de empresas com boas práticas de Governança Corporativa e representativo dos setores de Auto-Indústria, Energia, Papel e Celulose e de Química e Petroquímica no Brasil.

A pesquisa foi feita a partir de dados de dois grupos de empresas: as com boas práticas de governança corporativa e as representativas do setor. Para o caso das Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa, partiu-se da listagem daquelas que faziam parte do Índice de Governança Corporativa (IGC) publicado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Fazem parte deste índice empresas com ações em bolsa, que sejam reconhecidamente praticantes de ações sócio-ambientais significativas. A listagem continha 137 empresas não financeiras de diversos segmentos. Destes segmentos, os mais representativos eram de Auto-Indústria, Energia, Papel e Celulose e de Química e Petroquímica. Daí a motivação para a escolha dos setores e, por conseguinte, das empresas.

Já no caso das empresas representativas do mercado, optou-se por aquelas, de cada setor escolhido, listadas entre as 500 Maiores e Melhores da revista Exame (2007). O setor de Auto-Indústria ficou com quatro empresas, o de Energia com nove, o de Papel e Celulose ficou com quatro empresas e o de Química e Petroquímica com 12 instituições. Este tamanho da amostra final foi obtido em função da inexistência de todos os dados para todas as empresas dos setores, que estivessem listadas. Além disso, retirou-se as próprias empresas com boas práticas de governança corporativas, para que não haja interferência destas nos índices setoriais. Julgou-se este procedimento necessário em função de se trabalhar com um número bem reduzido de empresas para representar o setor e, por conta disso, as empresas com boas práticas de governança corporativa teriam grande peso no cálculo dos índices representativos do setor, impedindo assim uma comparação minimamente isenta (não viesada).

Para a análise utilizou-se dados colhidos na edição 2008 da Revista Maiores e Melhores da Exame das empresas com boas práticas de governança corporativa e das empresas representativas do setor do ano de 2007, para daí obter-se os índices de liquidez, endividamento e lucratividade. De cada uma das empresas selecionadas, foram coletadas informações disponíveis referentes aos seguintes indicadores, medidos em pontos: liquidez geral, participação de capital de terceiros e rentabilidade do patrimônio líquido. A seguir, tem-se uma descrição sucinta de cada índice:

- **Liquidez Geral (LG):** Mostra a relação entre os recursos da empresa que não estão imobilizados (ativo permanente) e o total de sua dívida (capital de terceiros). Representa a capacidade total de pagamento da empresa (solvência total). Sendo assim, quanto maior o valor, melhor;
- **Endividamento Geral (END):** Representa a relação entre o somatório do passivo circulante com o exigível de longo prazo e o total do ativo. Mostra o risco com o uso de capital de terceiros, ou seja, quanto menor, melhor;
- **Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL):** Representa o retorno do investimento para os acionistas. Resulta da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido. É

um indicador do tipo quanto maior, melhor.

A utilização de variáveis de liquidez, endividamento e lucratividade se deu em função destes três grupos de índices serem apontados por vários autores, tais como Matarazzo (2003), Pereira da Silva (2005) e Iudícibus (1998), como representativos de uma boa situação contábil-financeira. Eles conseguem oferecer, em conjunto, uma ampla e diversificada cobertura das diversas naturezas do desempenho contábil-financeiro. Quanto a escolha das *proxys* representativas de cada uma destas naturezas da performance contábil-financeira, pode-se dizer que esta foi muito mais em função da disponibilidade de informações do que por qualquer outro motivo. Considera-se, entretanto, que, como estas constam da publicação utilizada como fonte de dados secundários, que tem sua metodologia orientada por uma instituição de ensino e pesquisa respeitada e confiável, estas podem ser utilizadas sem maiores problemas, sem haver, porém, nenhum tipo de julgamento de valor quanto às possibilidades de melhorias da análise com a utilização de outros indicadores escolhidos/eleitos por uma metodologia adequada para este fim.

Para análise destas variáveis, ou seja, para se proceder a comparação entre os índices dos dois grupos de empresas, utilizou-se de testes de diferença de médias, sendo um para cada índice em cada setor. Logo, executou-se 12 testes no total. O teste utilizado foi da Desigualdade de Chebyshev.

Este, segundo Kazmier (1982), é apropriado quando a amostra for pequena ($n < 30$) e não se fizer a hipótese de que os dados sejam normalmente distribuídos. A forma da desigualdade de Chebyshev, continua o autor, indica a probabilidade máxima de que a média da amostra esteja localizada a mais do que k unidades de erro padrão da média da população.

Para usar esta desigualdade, conclui o autor, simplesmente determina-se a diferença entre a médias amostral e da população, em unidade de erro padrão, ou seja, divide-se esta diferença pelo valor do erro padrão. O inverso do quadrado deste valor é então comparado com o nível de significância pré-determinado para a análise. Caso o resultado seja maior que o nível de significância aceita-se H_0 (as médias são iguais). Já caso seja menor, rejeita-se H_0 e aceita-se, assim, H_1 (as médias são diferentes).

No caso deste trabalho, tem-se o objetivo de verificar se a média dos índices das empresas com boas práticas de governança corporativa é igual ou diferente que os do setor, aos níveis de significância de 5 % e 10 %. Em caso de diferenças encontradas, pôde-se observar se existia alguma dominância de um grupo sobre o outro, em função do intervalo de confiança (IC) construído. Este foi construído somando-se e subtraindo-se da média das empresas com boas práticas de governança corporativa o valor do produto de k (utilizando o nível de significância de 10 %) pelo erro padrão. Se os valores do mercado estiverem dentro do IC tem-se a igualdade ratificada.

Para a LG e a RPL, caso este esteja acima do valor superior do IC tem-se a indicação de que o desempenho das empresas com boas práticas de governança corporativa é inferior ao do setor. Já se este estiver abaixo do valor inferior do IC tem-se a indicação de que o desempenho das empresas com boas práticas de governança corporativa é superior ao do setor. Já para a END tem-se uma lógica de análise inversa, já que este índice é do tipo quanto menor, melhor. Isso porque a END é utilizada nesta análise como uma *proxy* de risco.

5 Apresentação e análise dos resultados

Como dito anteriormente, de cada empresa com boas práticas de governança corporativa calculou-se os índices de liquidez geral (LG), endividamento (END) e rentabilidade do patrimônio líquido (RPL). Os resultados destes cálculos são mostrados no quadro 01.

Empresa	LG	RPL	END	Empresa	LG	RPL	END
Auto-indústria				Papel e Celulose			
EMBRAER	1,1200	10,2000	61,0000	ARACRUZ	0,3600	17,3000	48,2000
IOCHP-MAXION	1,0700	29,0000	50,5000	KLABIN S/A	0,6600	20,5000	64,6000
MARCOPOLO	1,2300	19,4000	56,3000	SUZANO PAPEL	0,5400	11,8000	59,2000
RANDON PART	1,1300	25,4000	44,1000	V C P	0,5000	14,1000	35,6000
Média	1,1375	21,0000	52,9750	Média	0,5150	15,9250	51,9000
DP	0,0580	7,1162	6,3314	DP	0,1071	3,2851	11,1126
EP	0,0290	3,5581	3,1657	EP	0,0536	1,6425	5,5563
Média Mercado	2,0525	30,3000	51,3250	Média Mercado	0,8575	15,1750	43,6000
Energia				Química e Petroquímica			
CELESC	0,8700	20,0000	60,8000	BRASKEM	0,5800	8,8000	64,4000
CESP	0,2400	1,7000	43,8000	FER HERINGER	1,3800	15,2000	61,7000
COSAN	0,6100	20,5000	58,9000	TRIUNFO PART	1,5400	37,7000	55,7000
ELETOBRAS	3,2000	1,9000	17,3000	UNIPAR	0,7400	11,4000	46,4000
ELETROPAULO	0,6100	15,7000	68,4000	Média	1,0600	18,2750	57,0500
GUARANI	0,6400	19,5000	50,3000	DP	0,4079	11,4436	6,9081
LIGHT S/A	0,6800	34,4000	72,2000	EP	0,2040	5,7218	3,4541
TRACTEBEL	0,5800	27,4000	47,3000	Média Mercado	0,8533	24,2083	54,6917
TRAN PAULIST	0,8300	18,2000	22,6000				
Média	0,9178	17,7000	49,0667				
DP	0,8243	9,9958	17,9049				
EP	0,2748	3,3319	5,9683				
Média Mercado	0,7433	27,1000	66,8556				

Quadro 01 – Índices Contábil-Financeiros do ano de 2005

Numa análise preliminar percebe-se que apenas na LG nos setores de Energia e Química e Petroquímica, na RPL no setor de Papel e Celulose e no END no setor de energia, é que observa-se certa vantagem das empresas com boas práticas de governança corporativa sobre o setor. Ou seja, apenas nestes casos as empresas com boas práticas de governança corporativa apresentam superioridade em relação ao setor. Isso já mostra uma situação preliminar de pouco impacto das boas práticas de governança corporativa sobre estes índices. Isso porque dos 12 testes que serão conduzidos em apenas quatro poder-se-á verificar alguma vantagens das empresas com boas práticas de governança sobre as outras do mesmo setor.

Depois dessa análise preliminar, procedeu-se aos testes com o intuito de verificar se existe diferença estatisticamente significativa entre os índices das empresas com boas práticas de governança corporativa e os do setor. Nos quadros 02 a 05 observam-se os resultados destes testes para cada setor. No caso do setor de auto-indústria, os resultados mostram que no caso da RPL e do END não foi verificada diferenças estatisticamente significativas aos níveis de 5 % e 10 %. Ou seja, para estes índices o comportamento para ambos os grupos foi convergente. Já no caso da LG foi verificada diferença estatisticamente significativa. Mas que isso, o IC mostrou que mercado está acima do limite superior, ou seja, que o desempenho das empresas com boas práticas de governança é estatisticamente inferior ao do setor, ao nível de 10 %. Isso mostra um resultado completamente diferente daquele que se esperava.

Auto-Indústria			
Índices	LG	RPL (legal)	END (geral)
k	-31,5295	-2,6138	0,5212
1/k2	0,0010	0,1464	3,6811
Concl (5%)	DIF (Rej H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
Concl (10%)	DIF (Rej H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
IC (sup)	1,2292	32,2436	62,9786
IC (inf)	1,0458	9,7564	42,9714
Análise	Menor	Igual	Igual

Quadro 02 – Resultado dos Testes de Diferença de Média para o Setor de Auto-Indústria

Para o caso do setor de Energia (quadro 03) percebe-se que para todos os indicadores foi aceita a hipótese nula, ou seja, não foi encontrada evidência estatística de diferença, aos níveis de 5 % e 10 %, entre os índices das empresas com boas práticas de governança corporativas e os indicadores representativos deste setor para o ano de 2007. Este resultado é corroborado pelo fato de que em todos os casos os índices do setor se localizam dentro do IC.

Energia			
Índices	LG	RPL (legal)	END (geral)
k	0,6349	-2,8212	-2,9806
1/k2	2,4809	0,1256	0,1126
Concl (5%)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
Concl (10%)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
IC (sup)	1,7860	28,2289	67,9265
IC (inf)	0,0495	7,1711	30,2068
Análise	Igual	Igual	Igual

Quadro 03 – Resultado dos Testes de Diferença de Média para o Setor de Energia

No caso do setor de papel e celulose (quadro 04), os resultados mostram que no caso da RPL e do END não foi verificada diferenças estatisticamente significativas aos níveis de 5 % e 10 %. Ou seja, para estes índices o comportamento para ambos os grupos foi convergente. Já no caso da LG foi verificada diferença estatisticamente significativa. Mas que isso, o IC mostrou que mercado está acima do limite superior, ou seja, que o desempenho das empresas com boas práticas de governança é estatisticamente inferior ao do setor, ao nível de 10 %. Isso mostra um resultado completamente diferente daquele que se esperava.

Papel e Celulose			
Índices	LG	RPL (legal)	END (geral)
k	-6,3946	0,4566	1,4938
1/k2	0,0245	4,7964	0,4481
Concl (5%)	DIF (Rej H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
Concl (10%)	DIF (Rej H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
IC (sup)	0,6843	21,1155	69,4579
IC (inf)	0,3457	10,7345	34,3421
Análise	Menor	Igual	Igual

Quadro 04 – Resultado dos Testes de Diferença de Média para o Setor de Papel e Celulose

Para o caso do setor de química e petroquímica (quadro 05) percebe-se que para todos os indicadores foi aceita a hipótese nula, ou seja, não foi encontrada evidência estatística de diferença, aos níveis de 5 % e 10 %, entre os índices das empresas com boas práticas de governança corporativas e os indicadores representativos deste setor para o ano de 2007. Este resultado é corroborado pelo fato de que em todos os casos os índices do setor se localizam dentro do IC.

Química e Petroquímica			
Índices	LG	RPL (legal)	END (geral)
k	1,0133	-1,0370	0,6828
1/k2	0,9740	0,9300	2,1451
Concl (5%)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
Concl (10%)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)
IC (sup)	1,7045	36,3559	67,9649
IC (inf)	0,4155	0,1941	46,1351
Análise	Igual	Igual	Igual

Quadro 05 – Resultado dos Testes de Diferença de Média para o Setor de Química e Petroquímica

Em suma, a hipótese inicial de que os indicadores das empresas com boas práticas de governança corporativa poderiam ser superiores à média do setor foi refutada. Daí tem-se a evidência de que com os índices considerados nos setores analisados não se pode inferir que o desempenho das empresas com boas práticas de governança corporativa seja superior que o desempenho médio de mercado no ano de 2007.

6 Conclusões e considerações finais

Na revisão da literatura pode-se perceber que a governança corporativa passou a ser ao longo do tempo uma das principais credenciais para o desempenho positivo nos negócios. Isso porque esta é encarada como um elemento estratégico auxiliar no incremento de seus lucros e oportunidade de desenvolvimento, já que a adoção de práticas de governança corporativa, virá a beneficiar a empresa com a melhoria no alinhamento de interesses entre acionistas e demais partes interessadas.

Este trabalho está inserido exatamente nesta perspectiva, pois tem como objetivo verificar eventuais vantagens de empresas com boas práticas de governança corporativa em relação a outras do setor em geral, através da análise comparativa de índices contábil-financeiros de liquidez, endividamento e lucratividade.

Através da análise dos resultados percebe-se que não existem diferenças de LG, RPL e END. Ou seja, quando a diferença foi tirada em termos de significância estatística nenhum dos quatro casos possíveis se confirmaram. Mais do que isso, em outras duas situações a LG do setor foi superior à das empresas com boas práticas de governança corporativa.

Em síntese, de forma geral, com base nos indicadores utilizados para amostra analisada, não foi possível captar vantagens significativas para a governança corporativa. Em outras palavras, para estas empresas não foi possível verificar evidências de vantagens de liquidez, endividamento e lucratividade das empresas com boas práticas de governança corporativa sobre o setor.

Este trabalho é apenas uma primeira tentativa de discutir o tema da governança corporativa de forma incisiva, através de uma comparação direta e objetiva, utilizando índices contábil-financeiros. Este mesmo direcionamento de pesquisa terá continuação através da análise de uma amostra maior, que envolva outros setores.

Referências

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de Práticas de Governança Corporativa das Ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.

ANTUNES, G. A.; COSTA, F. M. Governança e Qualidade da Informação Contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

BIANCHINI, M.; WACHHOLZ, C.; MOREIRA, L. J. O Impacto da Prática de Governança Corporativa na Eficácia Organizacional: o caso do banco Bradesco S/A. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais do XXX ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2006. 1 CD.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

CARDOSO, R. L.; AQUINO, A. C. B.; ALMEIDA, J. E. F.; NEVES, A. J. B. Acumulação Discricionária, Liquidez e Governança Corporativa divulgada no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Políticas de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de Executivos, Desenho Econômico e Governança Corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais do XXX ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2006. 1 CD.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança nas Empresas na BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M. Evidenciação Estratégica das Empresas: Itens de Maior Divulgação nos Relatórios da Administração das Empresas Participantes dos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 24, 2006, Gramado. **Anais do XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica**. Gramado: ANPAD, 2006. 1 CD.

GONÇALVES, R. S.; WEFFORT, E. F. J.; GONÇALVES, A. O. Social Disclosure das Empresas Listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

IQUIAPAZZA, R. A.; GRUBERGER, D. J.; SANTOS, I. T. A Endogeneidade da Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa e Criação de Valor na Bovespa no período 2002-2005. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI**

ENANPAD. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

KAZMIER, L. J. **Estatística Aplicada à Economia e Administração**. São Paulo: McGraw-Hill, 1982.

KITAGAWA, C. H.; RIBEIRO, M. S. Governança Corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OECD na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

KITAGAWA, C. H.; GODOY, C. R.; ALBUQUERQUE, A. A.; CARVALHO, F. L. Estudo Empírico sobre o Comportamento do Custo de Capital Próprio das Empresas listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança Corporativa e Liquidez das Ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais do XXX ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2006. 1 CD.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003

NARDI, P. C. C.; SILVA, R. L. M.; RIBEIRO, E. M. S.; NAKAO, S. H. Mecanismos de Governança Corporativa e a Relação com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

NEVES, A. J. B.; SILVA, V. G.; ALMEIDA, J. E. F.; GOLDNER, F. A Relação entre Performance e as Estruturas de Governança Corporativa das Firms listadas na BOVESPA: estudo empírico baseado no posicionamento estratégico. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-eletrônica**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, 2007.

PEREIRA DA SILVA, J. **Análise Financeira de Empresas**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SILVA, W. M. Performance das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais do XXX ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2006. 1 CD.

ROGERS, P.; SOUSA, A. F.; RIBEIRO, K. C. S. Variáveis Influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: análise comparativa do IGC e do IBOVESPA. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, 2005, São Paulo. Anais do V EBFIN. São Paulo: SBFIN, 2005. 1 CD.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. D. M. Board Interlocking no Brasil: participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.

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

SILVA, W. M.; FAMÁ, R.; MARTELANC, R. Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais do XXX ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2006. 1 CD.

SILVEIRA, A. D. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 43, n. 3, p. 51-64, 2003.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.