

A CORRELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS NEGOCIADAS NA BOVESPA

Márcio Pitzer¹

Antônio Carlos Magalhães da Silva²

RESUMO

Este trabalho procurou analisar se a correlação entre a boa governança e o valor de mercado poderia ser identificada através de uma abordagem quantitativa. A compreensão dos impactos da governança no valor das ações é importante para entender os motivadores de sua implementação, seja por retornos financeiros sobre os investimentos feitos, seja por necessidades regulamentais. Este conhecimento é especialmente valioso para os acionistas minoritários que não têm interferência direta nas ações tomadas pelos executivos que comandam as empresas e/ou nas estratégias definidas pelos acionistas controladores. Conforme os resultados obtidos nas três diferentes abordagens proposta, não foi possível identificar nenhuma correlação entre os níveis de governança e o valor de mercado das empresas. Tal resultado só reforça a necessidade da existência de leis e normas que garantam a implementação de boas práticas de governança, garantindo a proteção do capital dos acionistas e diminuindo os problemas de conflito de agência.

¹ Mestre em Administração de Empresas pela Universidade Estácio de Sá –UNESA (2011); Gerente de Auditoria com especialização nas áreas de tecnologia, finanças e administração; E-mail: pitzer.marcio@gmail.com

² Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2005) e mestre em Administração pela Coppead/UFRJ (2000); Analista Sênior do Banco Central do Brasil e professor do programa de Pós-Graduação em Administração e Desenvolvimento Empresarial na Universidade Estácio de Sá (UNESA).

PALAVRAS-CHAVE: AVALIAÇÃO DE RISCO. GOVERNANÇA CORPORATIVA. MÉTODOS QUANTITATIVOS. TEORIA DE AGÊNCIA

INTRODUÇÃO

O termo Governança Corporativa é utilizado de forma abrangente e tem como um de seus fundamentos reger a relação entre as diversas partes envolvidas (acionistas, executivos, conselho de administração, etc.), garantindo transparência e proteção aos agentes que não estão envolvidos diretamente nas ações e decisões diárias das empresas.

Como observado por Brandão (2004, p. 30) “Governança Corporativa é um constructo composto por variáveis de diversos campos de conhecimento como economia, finanças, contabilidade, teoria organizacional, direito, sociologia, ética, comunicação e teoria da informação”. Esta variedade de influências ocasionou a geração de abordagens diferentes para compreensão e detalhamento do constructo governança corporativa o que pode ocasionar resultados diferentes e algumas vezes até divergentes quando se tenta estudar a relação da governança com o valor de mercado das empresas. Estas diferenças serão explicitadas ao longo deste artigo.

No Brasil a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA definiu regras que classificam as empresas em diferentes categorias (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) conforme estas adotam uma série de práticas que acarretam em melhores práticas de Governança Corporativa. Estas definições nortearam este estudo, permitindo desta forma utilizar o conceito de governança aceito e preconizado no mercado brasileiro sem entrar no mérito de que modelo é mais aplicável.

Outro ponto relevante, além das diferentes abordagens na definição de Governança Corporativa, são as motivações para sua implantação. Uma forma de visão são os motivadores legais e regulamentares, estes não precisam de maiores explicações, uma vez que se não forem implantados haverá sanções legais. Outra perspectiva é de manter a transparência com o mercado de forma espontânea, tendo como principal ponto a obrigação de assegurar o mesmo nível de informações

com todos os investidores. A diferença deste motivador para o que será relatado a seguir é que não se espera uma contrapartida deste investimento, a não ser o cumprimento do dever de informar e prestar contas das realizações corporativas. A terceira ponto que pode ser um forte motivador às empresas é a obtenção de retorno pela implementação dos controles diferenciados ou de níveis melhores de governança. Este retorno pode ser em maior liquidez das ações, uma melhor avaliação de mercado, um preço maior das ações com relação aos seus concorrentes, entre outros. Este último motivador está explícito na definição de governança adotada pelo IBGC.

Com base no exposto anteriormente, este trabalho procurou analisar se as empresas brasileiras de capital aberto com níveis diferenciados de Governança Corporativa classificados pela BOVESPA possuem maior valorização de suas ações no mercado à vista da Bovespa do que as que não possuem. Como resultado adicional, o trabalho procura verificar: se o valor das ações das empresas varia positivamente quanto maior for o nível de governança que esta possui, tendo em vista os três níveis de governança estabelecidos pela Bovespa, bem como se a adesão a níveis diferenciados de governança altera o valor das ações das empresas negociadas no mercado à vista da Bovespa no segmento de Energia Elétrica e nas empresas que compõem o Índice do Setor Industrial.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

1.1 Conceitos sobre Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2011) define Governança Corporativa como:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Já La Porta et al (1999b) definem Governança Corporativa como o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos e expropriações realizadas pelos internos. Sendo que expropriações podem ser de várias formas. Vale ressaltar que esta definição é influenciada pelo modelo financeiro, mas existem outras abordagens que diferenciam a forma de enxergar a governança.

Hawley e Williams (1996), Brandão (2004) e Álvares, Giacometti e Gusso (2008) citam que a literatura identifica quatro modelos teóricos sobre governança corporativa: financeiro, públicos relevantes, procuradoria e político.

Como ressaltado por Brandão (2004) o modelo financeiro tem como pressuposto uma visão contratual da firma, isto é, ela é vista como o nexus pelo qual os contratos são firmados em virtude da existência de custo de transação. Complementarmente Hawley e Williams (2000) afirmam que o problema principal da governança corporativa no modelo do nexus de contratos é a gestão dos diversos contratos explícitos e implícitos que definem a firma.

Conforme observado por Lameira et al (2007), as pesquisas relacionadas à governança começaram a ter como foco principal o conflito entre agente (administrador) e principal (acionista), e entre a divisão entre poder e controle. Leal, Ferreira e Silva (2002) relatam que esta divergência de interesses é denominada conflitos de agência, que nas empresas se estabelecem a partir da delegação das competências para tomadas de decisão dos agentes, quando os administradores, por terem objetivos pessoais divergentes da maximização da riqueza do principal, o acionista, passam a decidir em prol de seus interesses particulares em detrimento do melhor benefício daqueles.

Considerando a empresa como um conjunto de contratos explícitos e implícitos que determinam seu relacionamento com os diversos interessados, Jensen e Meckling (1976) elaboraram a fundamentação que dá sustentação ao modelo financeiro. Utilizando a relação de agência formulada por Berle e Means (1932) os autores desenvolveram a relação de agência e estabeleceram os custos de agência que prejudicam o valor de mercado das empresas em detrimento de benefícios a seus gestores e administradores.

Hawley e Williams (2000 apud BRANDÃO 2004) ressaltam que a governança no modelo financeiro abrange:

negligência gerencial, caracterizada quando administradores obtêm salários e condições de trabalho além de um patamar de referência de mercado(eventualmente, difícil de ser definido) ou aquém de um bom desempenho esperado; 2. má conduta gerencial, quando administradores atuam efetivamente contra os interesses dos proprietários.

Clarkson (1995) preconiza o modelo dos públicos relevantes, definindo públicos relevantes como pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direito ou interesse em uma corporação e em suas atividades passadas, presentes e futuras. Ainda segundo Clarkson (1995), a corporação pode ser definida como um sistema de grupos de públicos relevantes primários e um conjunto complexo de relacionamentos entre grupos com diferentes direitos, objetivos, expectativas e responsabilidades.

Como observado por Álvares, Giacometti e Gusso (2008, p.15):

A questão essencial parece ser o reconhecimento da necessidade de inclusão da perspectiva de outros públicos que não apenas os acionistas, como relevantes para a sobrevivência da organização em longo prazo. A legitimação de reivindicações oriundas de outras lógicas, que não apenas a econômica, e a revisão dos princípios éticos e morais que pautam as relações empresariais constituem, hoje, temas relevantes na agenda da sociedade moderna.

Segundo Donaldson e Davis (1994) os gerentes são bons representantes das empresas e trabalham de forma diligente para obter elevados retornos para a empresa e os acionistas. Esta visão é oposta ao modelo financeiro que tem com o conceito central o conflito de agência, ou seja, os interesses algumas vezes divergentes e conflitantes dos acionistas e dos gestores. Sobre esta visão Brandão (2004, p. 67) destaca:

a competência executiva está positivamente correlacionada com a rentabilidade e o sucesso da organização; 2. os administradores das corporações trabalham em busca de lucros e retornos para o capital dos proprietários; 3. os administradores são responsáveis pela

maximização da riqueza dos acionistas; 4. conselheiros e diretores são procuradores dos proprietários.

Pound (1995) propõe o modelo de corporação gerenciado onde os gestores são responsáveis pela liderança e pelas decisões. O conselho tem a função de contratar os gestores sêniores, monitorá-los e demiti-los caso não performem. Os acionistas somente tem o papel de dissolver o conselho se a corporação não performar como esperado.

Por último o modelo político que foi definido por Brandão (2004, p. 64) como enfatizando os seguintes aspectos:

O contexto institucional e as políticas públicas influenciam na alocação de poder entre proprietários, administradores e demais públicos relevantes (stakeholders); 2. Os investidores respondem às disposições legais e regulatórias e às mudanças nas regras do jogo.

Considerando os diferentes modelos apresentados, mesmo sendo modelo financeiro majoritariamente utilizado, diversos estudos nacionais e internacionais sobre governança foram realizados. Estes estudos consideram de formas diferentes e algumas vezes fragmentadas o constructo governança e por consequência chegam a resultados diferentes e até contraditórios conforme relatado a seguir.

1.2 Estudos internacionais sobre Governança Corporativa

Coffee (2002) analisando o impacto das empresas listadas em bolsas de mais de um país (*cross-list*) na Governança Corporativa internacional concluiu que muitas firmas desejam melhorar sua governança para ganhar acesso ao capital estrangeiro e facilitar estratégias de aquisição e fusões. Coffee (2002) afirma que ainda são ambíguos os motivos da valorização de empresas listadas em várias bolsas, sendo as causas mais prováveis relacionadas à melhoria da governança, representadas por leis mais severas em diversos mercados, promessa de melhoria nas divulgações de informações, maior cobertura de analistas, entre outros. As conclusões de Coffee (2002) são corroboradas pelas análises de Lang, Lins e Miller

(2003) que verificaram que empresas estrangeiras listadas na bolsa americana têm sua cobertura de análise ampliada e suas previsões são mais acuradas. Os autores verificaram também que as empresas que tinham sua cobertura de análise ampliada e maior acuracidade nas previsões tinham maior valor de mercado.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) criaram um índice de governança baseado no balanceamento do poder entre os executivos que comandam as empresas analisadas e seus acionistas e analisaram sua relação deste índice com o desempenho das companhias. Segundo este estudo, nos anos 90, uma estratégia de investimento em ações que considerasse investir nas empresas com maior direito aos acionais e vender as com os piores direitos teria ganhos anormais de 8,5% por ano. Os autores identificaram uma relação significativa entre valor e governança, considerando o aspecto de independência dos executivos e acionistas.

Black, Jang e Kim (2003) identificaram evidências de que a Governança Corporativa é um importante fator para explicar o valor de mercado das empresas na Coréia em um estudo com um índice com 531 companhias listadas na bolsa da Coréia, contando principalmente com respostas a um questionário específico de coleta elaborado por eles.

Black (2001) verificou uma forte correlação entre valor de mercado e o nível de Governança Corporativa em empresas russas. O autor ressalta ainda que o que é verdadeiro para Empresas russas é provavelmente verdade, talvez em menor medida, para empresas de outros países.

Klapper e Love (2002) verificaram que a Governança Corporativa é ainda mais importante para empresas situadas em países com baixa proteção para os acionistas e sistema judicial deficiente. Em seu estudo com 495 empresas situadas em 25 países emergentes Klapper e Love (2002) concluíram que melhores práticas de governança são fortemente relacionadas à melhor performance e melhor avaliação de mercado. Verificaram ainda que o nível de governança está relacionado a variáveis relativas à diminuição de problemas referentes à assimetria de informação e imperfeições contratuais. Estas conclusões são corroboradas por Durnev e Kim (2003) que analisaram 859 empresas de 27 países e demonstraram que as melhores práticas de governança são mais necessárias em países com fraco

ambiente legal e que estas boas práticas de governança acarretam em valores de mercado mais altos.

Bai et al (2003) analisaram o prêmio computado ao valor de mercado das empresas com melhor governança em comparação com as de pior governança no mercado chinês. Baseado no índice criado pelos autores, os 20% de empresa com maior governança têm seu valor de mercado entre 41% e 67% maior que os 20% de companhias com menor governança.

Conforme relatado acima diversas pesquisas mostram a influência positiva da implementação de boas práticas de governança no valor das empresas. Entretanto, Ahmed et AL (2008) observaram que diferentes pesquisas realizadas sobre o estabelecimento de relações entre os vários aspectos de Governança Corporativa e desempenho da empresa produziram resultados divergentes.

Bhagat e Black (1999) analisaram a independência dos conselhos de administração das empresas e sua relação com o desempenho das empresas, concluindo que as observações realizadas sugeririam a possibilidade de uma relação negativa entre independência e desempenho. Vale ressaltar que a independência neste estudo foi utilizada como uma medida de boa governança, assim como fez parte dos estudos de Klapper e Love (2002), Durnev e Kim (2003) e Silveira (2004).

Moore e Porter (2007) verificaram a relação entre o desempenho das empresas e a governança destas utilizando o *Corporate Governance Quotient* (CGQ). Este estudo não identificou relação entre o regime de governança adotado e a variação na performance das empresas analisadas.

Agrawal e Knoeber (1996) analisaram os mecanismos usados para reduzir os problemas de agência entre executivos e acionistas, utilizando como amostra 400 empresas americanas, concluindo que pode ser enganosa a relação entre os mecanismos de governança isoladamente e a performance das empresas.

Já Demsetz e Lehn (1985) analisaram se as estruturas de propriedade de 511 empresas americanas estavam correlacionadas com o aumento de valor destas, concluindo que não foram identificadas relações significativas entre a concentração de propriedade e o lucro contábil apresentado.

1.3 Estudos sobre Governança Corporativa no Brasil

Conforme observado por Azevedo (2002 apud OLIVEIRA; PEREIRA; MENDES, 2006), o Brasil criou um modelo de Governança Corporativa e construiu padrões sob medida para a sua necessidade, onde o principal foco é o combate ao controle concentrado do capital e, por consequência a proteção aos acionistas minoritários que ficam fragilizados na presença de acionistas controladores.

Valadares e Leal (2000) relatam que o maior acionista nas empresas brasileiras possui, em média, 58% do capital com direito a voto, já os três maiores acionistas possuem 78% deste capital e, se for considerado os cinco maiores, o controle do capital com direito a voto sobe para 82%. Sobre esta concentração do capital La Porta *et al.* (1999a) afirmam que é consequência direta da pouca proteção legal aos acionistas minoritários. La Porta *et al.* (1999a) comentam ainda que a referida concentração em mercados com pouca proteção poderia ser benéfica, pois os acionistas controladores têm um grande incentivo para monitorar os executivos e garantir a maximização dos lucros. Entretanto, Silveira (2002) diz que os benefícios descritos acima de se ter um grande acionista controlador são reduzidos em grande parte no Brasil, tendo em vista que a grande concentração do capital votante não quer dizer a detenção da maioria das ações. Ainda segundo Silveira (2002, p. 32), “as empresas utilizam a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas)”.

Segundo Carmo (2006), os investidores estrangeiros e os institucionais pressionaram as companhias para o aperfeiçoamento das práticas de governança. Assim, em resposta a uma diminuição do número de empresas com ações negociadas em Bolsa no Brasil e uma crescente demanda por melhores padrões de governança das empresas, no ano de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) iniciou um movimento para melhoria da Governança Corporativa das empresas.

Diante do quadro de enfraquecimento do nosso mercado de capitais, a BOVESPA buscou diagnosticar causas e encontrar caminhos para a sua superação.

Esta foi a motivação e a origem do Novo Mercado, anunciado em dezembro de 2000 como um segmento especial de listagem dentro da BOVESPA. Segundo BOVESPA (2011), este segmento é destinado à negociação de ações de empresas que adotem, voluntariamente, diversas práticas de Governança Corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação.

Pode-se observar que já na definição de governança adotada pelo IBGC (2011) fica explícito que um dos objetivos é aumentar o valor da sociedade. Conforme observado por Silveira (2004), as discussões sobre Governança Corporativa partem da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Entretanto, analisando estudos sobre o tema verifica-se que suas conclusões divergem quanto a real influência da governança no desempenho das empresas.

Dentre os estudos cuja conclusão é de que níveis diferenciados de governança influenciam de alguma forma no valor de mercado das empresas destacamos: Quental (2007), Nakayasu (2006), Rogers; Ribeiro e Sousa (2005), Soares (2003) e Silveira (2002).

Quental (2007) analisou o impacto da adesão e do anúncio de adesão aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa sobre o retorno, a liquidez e a volatilidade das ações, concluindo que encontrou evidência de que a adesão aos níveis de governança possui impacto positivo sobre os retornos e a liquidez e reduz a volatilidade das ações.

Soares (2003) analisou e comparou o desempenho das ações de empresas de celulose e papel listadas na BOVESPA, identificando que empresas que aderiram a um nível diferenciado de governança (Aracruz, Klabin, Ripasa, Suzano e VCP) mostraram desempenho superior às que não aderiram (Bahia Sul e Irani).

Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) analisaram o desempenho de 6 carteiras (IGC, IBOV, IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100) quanto ao retorno, ao risco e ao retorno ajustado ao risco, concluindo que apesar da pouca significância estatística, o IGC apresentou uma boa performance em relação às outras carteiras, principalmente em relação ao IBOV.

Nakayasu (2006) analisou por meio de um estudo de eventos as ações de empresas brasileiras que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa, concluindo que a adoção de práticas diferenciadas geraram retornos anormais nas ações das empresas.

Silveira (2002) analisou se existe uma relação significativa entre Governança Corporativa, valor das empresas e desempenho nas companhias abertas brasileiras, concluindo que a relação entre governança e valor é significativa, ou seja, quanto maior a governança maior o valor da empresa. Esta relação foi especialmente significativa para empresas que têm pessoas distintas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho. O tamanho do conselho apresentou uma relação maior com o desempenho, sugerindo, segundo o estudo, que empresas com um número intermediário de conselheiros têm um desempenho financeiro melhor.

Em outra direção é possível verificar estudos que não puderam identificar variações positivas significativas para empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa, dos quais se destacam: Batistella *et al.* (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Pedreira e Santos (2006), Costa e Camargos (2006) e Macedo, Mello e Tavares Filho (2006).

Batistella *et al.* (2004) realizou um estudo de evento com propósito de verificar se o anúncio da entrada em algum segmento do Novo Mercado da Bovespa é imediatamente refletido pelo mercado acionário, mostrando que os investidores têm preferências por empresas com diferenciadas práticas de Governança Corporativa. Em sua conclusão Batistella *et al.* (2004) afirmou que a entrada em segmentos do Novo Mercado da Bovespa não proporcionou um retorno extraordinário no período analisado.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) procuraram identificar se ocorreram variações significativas em determinadas variáveis após estas aderirem ao Nível 1 de governança da Bovespa, concluindo que para nenhuma das empresas que compuseram a amostra houve variação significativa em uma das variáveis propostas.

Pedreira e Santos (2006) analisaram o valor das ações de 3 grandes bancos (Bradesco, Itaú e Unibanco) para verificar se refletiram uma valorização após

adoção das novas prática e regulamentos da Bovespa, verificando que não foram apresentadas evidências de que a adoção das práticas de Governança Corporativas pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, agregaram valor às ações destes.

Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) analisaram se existiram alterações no risco das ações que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa. Foram calculados o risco das ações nos dois anos anteriores a entrada no Nível 1 e os dois anos subsequentes em uma amostra de 25 empresas. Os autores não identificaram alterações significativas no risco das ações das companhias que aderiram ao nível 1 de Governança Corporativa.

Costa e Camargos (2006) analisaram o comportamento dos retornos anormais de 10 empresas com nível diferenciado de Governança Corporativa da Bovespa, ocorridos entre 2001 e 2003, buscando verificar se houve diferenciação destes retornos nos períodos anteriores e posteriores a adesão, concluindo que as empresas analisadas não proporcionaram criação de riquezas para os acionistas.

2 METODOLOGIA

Os dados secundários foram coletados por intermédio de séries históricas, ajustadas por proventos, referentes às negociações diárias realizadas com as ações de empresas negociadas no mercado à vista nos anos de 2009 e 2010 e obtidas através do sistema de informações da Economática e da Bloomberg.

A partir da obtenção da série foram aplicados os seguintes filtros para obtenção da amostra: ações negociadas fora do mercado a vista; ações que iniciaram sua negociação no período da amostra; ações dos subsetores sem representatividade para os dois conjuntos, ou seja, o subsetor deveria possuir, pelo menos, duas ações com e duas ações sem níveis diferenciados de Governança Corporativa; índice de liquidez inferior a 0,0001%, utilizando-se a fórmula abaixo para cálculo. Para cada empresa a ação que apresentou a maior liquidez foi considerada na amostra, no caso de empresas que possuem mais de um tipo de ação sendo negociada no mercado.

$$LQ = 100 \times \left(\frac{p}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{v}{V}\right)} \text{ onde:}$$

- LQ – Índice de liquidez da ação;
- p – número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado;
- P – número total de dias do período analisado;
- n – número de negócios com a ação no período analisado;
- N – número de negócios com todas as ações no período analisado;
- v – volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado;
- V – volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

Após a aplicação destes filtros foram obtidas 184 empresas, sendo 83 sem níveis diferenciados de governança e 101 com níveis diferenciados que foram utilizados como base amostral para os testes especificados a seguir.

2.1 Teste 1: Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa

Para comparação dos grupos foram calculados os retornos anormais ou extraordinários (RA) para cada ação que compõem os grupos com e sem governança diferenciada. Conforme visto nos trabalhos de Soares, Rostagno e Soares (2002), Batistella *et al.* (2004), Takamatsu e Lamounier (2006), Camargos e Barbosa (2006) e Costa e Camargos (2006) o RA pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} / X_t) \quad \text{onde:}$$

- RA_{it} = Retorno anormal de uma ação i no tempo t.
- R_{it} = Retorno real da ação i na data t.
- $E(R_{it} / X_t)$ = Retorno normal esperado da ação i na data t, dado o retorno de X na mesma data t, sendo X a informação condicionante para o modelo de performance normal.

Neste teste o IBOV foi utilizado como valor de X.

Para aplicação da fórmula acima se faz necessário o cálculo do retorno normal esperado da ação. Para estimar então o valor do retorno normal da ação foi utilizado o modelo ajustado ao risco de mercado, onde os coeficientes α_i e β_i foram obtidos a partir do método dos mínimos quadrados. Assim, os retornos normais foram obtidos pela seguinte fórmula: $E(R_{it} / X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ onde:

- $E(R_{it} / X_t)$ = Retorno normal esperado da ação i na data t
- α_i = Coeficiente de intercepto para a ação i
- β_i = Coeficiente de declividade para a ação i
- R_{mt} = Retorno da carteira de mercado na data t
- ε_{it} = Erro para o ativo i na data t .

Para cálculo dos retornos das ações Takamatsu e Lamounier (2006, p. 6), sugere a utilização da fórmula logarítmica a seguir.

$$R_{it} = \text{Ln} \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right) \text{ onde:}$$

- R_{it} = Retorno do ativo i na data t , transformado pelo Ln.
- P_{it} = Cotação nominal de fechamento do ativo i na data t .
- $P_{i,t-1}$ = Cotação nominal de fechamento do ativo i na data $t-1$.

Para cálculo do retorno das ações, Camargos e Barbosa (2003) sugerem a adoção da fórmula abaixo que despreza os dias sem negociação, utilizando, assim, as taxas de retorno efetivamente observadas, com adaptações dos processos de estimação e dos testes estatísticos.

$$R_{i,nt} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,nt}}{P_{i,n(t-nt)}} \right) \text{ onde:}$$

- $P_{i,nt}$ = é a cotação da ação da empresa i , no dia t posterior ao intervalo i , ocorrido desde a negociação anterior;
- $P_{i,n(t-nt)}$ = é a cotação da ação da empresa i , no dia t anterior ao intervalo i , ocorrido desde a negociação anterior;
- nt = é o intervalo de tempo decorrido desde a negociação anterior

Após calcular os retornos anormais estes foram acumulados no período analisado, utilizando a fórmula *Cumulative Abnormal Return* (CAR) conforme detalhado por Soares, Rostagno e Soares (2002), Batistella *et al.* (2004), Camargos e Barbosa (2006) e Costa e Camargos (2006).

$$CAR(t_1, t_n) = \sum_{t=1}^{t=n} RA_{it} \quad \text{onde:}$$

- $CAR(t_1, t_n)$ = retorno anormal acumulado do ativo i
- t_1 = primeiro dia da amostra
- t_n = último dia da amostra

Conforme proposto por Costa e Camargos (2006) o teste de criação de riqueza para os acionistas, ou seja, de retornos anormais positivos para as ações foi realizado por meio da comparação de médias dos retornos anormais acumulados no período analisado utilizando-se o Teste t de Student com nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0,05$).

2.2 Teste 2: Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa

Para este teste foram utilizados os passos descritos anteriormente, sendo a comparação dos três diferentes grupos de governança foi realizado utilizando-se a ANOVA one-way.

2.3 Teste 3: Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa

Como teste adicional, foram utilizadas as amostras de empresas do segmento de Energia Elétrica e das que compõem o no Índice do Setor Industrial. Neste teste foi aplicada a metodologia de estudo de eventos que, segundo Batistella *et al.* (2004, p. 6), “se resume na tentativa de mensurar impactos nos preços de títulos em função de eventos ocorridos”.

A metodologia de cálculo do retorno anormal para este teste difere da utilizada nos demais testes deste trabalho. Optou-se pela fórmula sugerida no trabalho de Costa e Camargos (2006) descrita abaixo:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{t+1}}{P_{t0}}\right) - \ln\left(\frac{I_{t+1}}{I_{t0}}\right) \quad \text{onde:}$$

- P_{t0} = é a cotação da ação em uma data base;
- P_{t+1} = é a cotação da ação no mercado em um dia t posterior;
- I_{t0} = é a cotação do índice de mercado em uma data base;
- I_{t+1} = é a cotação do índice de mercado em um dia t posterior;

Após calcular os retornos estes serão acumulados no tempo e por título utilizando a técnica de agregação de retornos anormais já explicitadas nos testes anteriores.

Para aplicação do método de estudo de ventos o item fundamental é definir as janelas de eventos a serem analisadas para aplicação dos métodos de cálculo vistos anteriormente. Neste estudo foi definida como data zero a entrada da ação nos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Com isso, a janela do evento será constituída de 120 dias de negociações posteriores a esta data, conforme mencionado em Mackinlay (1997, p. 15). Após definida a janela de evento, é necessário definir a janela de estimação, ou seja, o período de tempo antes da ocorrência do evento para ser utilizado para comparação. Conforme observado por Batistella *et al.* (2004), a fim de evitar efeitos advindos de informações da entrada nos níveis diferenciados da Bovespa da ação antes da efetiva migração, utilizou-se 30 dias entre a efetiva entrada e o início da janela de estimação. Com isso, a janela de estimação será de 120 dias de negociação anteriores ao período de 30 dias estabelecidos.

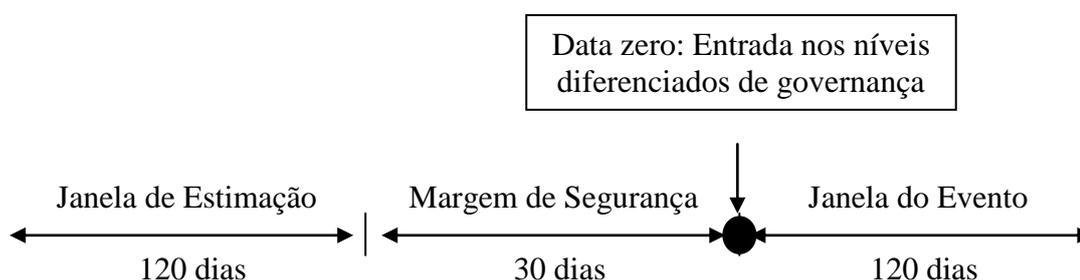


Figura 1 - Esquema geral de janelas

Conforme sugerido por Costa e Camargos (2006), após os cálculos de retornos anormais nas janelas de estimação e do evento, foi utilizado o teste t de Student para comparar a média da variável CAR (t_1 , t_2) em ambas as janelas.

3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

3.1 Teste 1 – Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa

Os retornos anormais acumulados foram calculados conforme detalhado na metodologia e agrupados em dois grupos, sendo um com um dos níveis diferenciados de Governança Corporativa e outro sem esta classificação. O teste consistiu na análise da média dos retornos anormais destes dois grupos utilizando-se o teste T. O pressuposto para aplicação do teste T é que a amostra selecionada possui uma distribuição normal e é homogênea.

Através do teste de Kolmogorov-Smirnov foi confirmada a distribuição normal da amostra, uma vez que o valor calculado (p-value) de 0,119 é maior que o valor de α (0,05), não sendo rejeitada a hipótese nula de normalidade. Foi aplicado ainda o teste de Levene para verificar a homogeneidade da variância da amostra. O valor calculado foi de 0,057, sendo maior que o valor de α (0,05) a hipótese nula não pode ser rejeitada, tendo a amostra uma distribuição homogênea. Comparou-se a média de retorno dos grupos com e sem governança diferenciada através do teste T com nível de significância de 95%, obtendo um valor calculado de 0,904. Com isso, não é possível rejeitar a hipótese de que as médias de retornos anormais dos dois grupos são iguais.

Os resultados deste teste demonstraram que as amostras de ações de empresas com e sem governança tiveram retornos anormais estatisticamente iguais nos anos de 2009 e 2010, ou seja, o nível diferenciado de governança não foi um diferencial na geração dos retornos para os acionistas. Este resultado corrobora os

identificados por Bhagat e Black (1999), Moore e Porter (2007), Agrawal e Knoeber (1996), Demsetz e Lehn (1985), Batistella et al. (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Pedreira e Santos (2006), Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Nobilli (2006).

Vale ressaltar que este teste considerou como nível diferenciado de governança qualquer uma das 3 classificações da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). O teste a seguir analisará os retornos diferenciando estes níveis.

3.2 Teste 2: Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa

Este teste é um complemento do anterior e utilizou os mesmos retornos anormais acumulados demonstrados anteriormente, sendo 3 grupos de ações diferenciados pelo seu nível na Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). O objetivo foi comparar utilizando a ferramenta ANOVA se diferentes níveis de governança proporcionaram retornos anormais diferenciados.

Através do teste de Kolmogorov-Smirnov foi confirmada a distribuição normal da amostra, uma vez que o valor calculado (p-value) de 0,898 é maior que o valor de α (0,05), não sendo rejeitada a hipótese nula de normalidade. Adicionalmente foi aplicado o teste de Levene para verificar a homogeneidade das variâncias que permitirá a utilização do teste ANOVA one-way. Como o valor calculado foi de 0,836 a hipótese nula não pode ser rejeitada, tendo a amostra uma distribuição homogênea. Na comparação dos três grupos de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) obteve-se um valor calculado de 0,560 sendo a hipótese nula confirmada, ou seja, a média dos retornos anormais dos grupos analisados são estatisticamente iguais.

Com base nos resultados acima, é possível afirmar que as médias dos retornos das três amostras são iguais. Este resultado reforça o identificado no teste anterior de que a diferenciação nos níveis de governança não é um fator que influencia o valor das ações da empresa. Entretanto, conforme observado por Moore e Porter (2007), diversos fatores podem influenciar conjuntamente o valor da

uma empresa e o pesquisador não possui controle sobre todos estes fatores. Para tentar minimizar este problema o teste 3 analisará empresas dos segmentos de Energia e do setor Industrial antes e depois de terem aderido aos níveis diferenciados de governança da Bovespa.

3.3 Teste 3: Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa

Este teste está dividido em duas partes, a primeira que trata das ações do setor de Energia e a segunda de ações que compunham o índice do setor Industrial. Apesar de diferirem no segmento, o objetivo final é o mesmo em ambos os casos, identificar se existe diferença significativa entre a valorização das ações após a adoção de níveis diferenciados de governança estabelecidos pela Bovespa.

Energia

Este teste utilizou a metodologia de estudos de eventos, conforme descrito anteriormente. Com isso, foram acumulados os retornos anormais de uma amostra das empresas que compunham o índice de Energia utilizando como base as datas abaixo:

Ação	Janela de Estimação	Data do Evento	Janela do Evento
CLSC6	27/01/2002 a 27/05/2002	26/06/2002	26/06/2002 a 24/10/2002
CMIG4	20/05/2001 a 17/09/2001	17/10/2001	17/10/2001 a 14/02/2002
CPLE6	09/12/2007 a 07/04/2008	07/05/2008	07/05/2008 a 04/09/2008
ELET3	02/05/2006 a 30/08/2006	29/09/2006	29/09/2006 a 27/01/2007
TRPL4	21/04/2002 a 19/08/2002	18/09/2002	18/09/2002 a 16/01/2003
TBLE3	19/06/2005 a 17/10/2005	16/11/2005	16/11/2005 a 16/03/2006

Tabela 1 – Janelas de estimação e evento - Energia

Fonte: Elaborado pelo autor

Para cada ação e dentro das janelas de estimação e evento foram acumulados os retornos anormais identificados no período.

A distribuição normal dos retornos acumulados obtidos foi verificada através do teste de Kolmogorov-Smirnov cujo resultado de 0,449 de significância atesta a

referida normalidade. A homogeneidade das variâncias da amostra também foi verificada através do teste de Levene, onde obteve-se um valor calculado de 0,605 (p-value), confirmando a sua homoscedasticidade.

Após as confirmações detalhadas anteriormente realizou-se a comparação das médias das duas amostras, tendo como resultado um valor calculado de 0,315 com nível de significância de 95%, ou seja, não é possível rejeitar a hipótese nula de que as médias dos retornos anormais dos dois grupos são iguais.

Mais uma vez o resultado obtido para o setor de Energia confirma os resultados já identificados neste trabalho nos testes 1 e 2 as conclusões obtidas nos trabalhos de Batistella et al. (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Pedreira e Santos (2006), Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Nobilli (2006).

Indústria

Este teste utilizou exatamente a mesma metodologia apresentada anteriormente para o segmento de Energia. A única observação é que neste teste não foi possível utilizar o índice próprio do setor (INDX), uma vez que as janelas de evento e estimação foram anteriores ao início de cálculo do referido índice. Com isso, utilizou-se o IBOV como parâmetro para os cálculos. Apesar disso, na identificação do setor foram utilizadas as ações que compunham o índice como explicitado no item Seleção e de Coleta de Dados deste trabalho.

Ação	Janela de Estimação	Data do Evento	Janela do Evento
BRKM5	16/09/2002 a 14/01/2003	13/02/2003	13/02/2003 a 13/06/2003
CNFB4	22/07/2003 a 19/11/2003	19/12/2003	19/12/2003 a 17/04/2004
EMBR3	06/01/2006 a 06/05/2006	05/06/2006	05/06/2006 a 03/10/2006
GGBR4	27/01/2001 a 27/05/2001	26/06/2001	26/06/2001 a 24/10/2001
GOAU4	27/01/2003 a 27/05/2003	26/06/2003	26/06/2003 a 24/10/2003
HGTX3	17/12/2006 a 16/04/2007	16/05/2007	16/05/2007 a 13/09/2007
KLBN4	13/07/2002 a 10/11/2002	10/12/2002	10/12/2002 a 09/04/2003
MYPK3	26/10/2007 a 23/02/2008	24/03/2008	24/03/2008 a 22/07/2008
PMAM3	06/07/2007 a 03/11/2007	03/12/2007	03/12/2007 a 01/04/2008
POMO4	06/04/2002 a 04/08/2002	03/09/2002	03/09/2002 a 01/01/2003
SUZB5	09/12/2002 a 08/04/2003	08/05/2003	08/05/2003 a 05/09/2003

Ação	Janela de Estimação	Data do Evento	Janela do Evento
UNIP6	27/06/2004 a 25/10/2004	24/11/2004	24/11/2004 a 24/03/2005
USIM5	14/05/2007 a 11/09/2007	11/10/2007	11/10/2007 a 08/02/2008
WEGE3	23/01/2007 a 23/05/2007	22/06/2007	22/06/2007 a 20/10/2007
RAPT4	27/01/2001 a 27/05/2001	26/06/2001	26/06/2001 a 24/10/2001

Tabela 2 – Janelas de estimação e evento - Indústria

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como no segmento de Energia, para cada ação dentro das janelas de estimação e evento foram acumulados os retornos anormais identificados no período.

A distribuição normal dos retornos acumulados obtidos acima foi verificada através do teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo resultado de 0,916 de significância atesta a referida normalidade. Além disso, aplicou-se o teste de Levene para verificar a homogeneidade das variâncias da amostra com um valor calculado de 0,637 (p-value), confirmando a sua homoscedasticidade.

Por fim realizou-se a comparação das médias das duas amostras através do teste T, tendo como resultado um valor calculado de 0,781 com nível de significância de 95%. Com este resultado não é possível rejeitar a hipótese nula de que as médias dos retornos anormais dos dois grupos são iguais também para o segmento da indústria.

Como observado mesmo quando a análise se restringe a setores específicos e as mesmas empresas antes e depois de adotarem práticas diferenciadas de governança não foi possível identificar correlação entre a valorização das ações e a adoção das referidas práticas.

CONCLUSÕES

O estudo não tinha como objetivo analisar a adequação dos diferentes níveis de governança preconizados pela BOVESPA. Considerando que abordagens diversas são possíveis na definição do constructo governança, adotou-se como referência um padrão reconhecido no mercado Brasileiro. Considerando o padrão

adotado, em todos os testes realizados não foi possível identificar nenhuma relação entre os níveis de Governança Corporativa e os retornos apresentados pelas ações na amostra analisada, considerando que os níveis estabelecidos pela BOVESPA são pressupostos de governança.

Os resultados obtidos neste trabalho podem levar a conclusões errôneas de que a implementação de boas práticas de governança não são recomendáveis. Pelo contrário, a adoção de boas práticas de transparência e governança são essenciais para manutenção da confiança no mercado de capitais e seu conseqüente crescimento e robustez. Entretanto, os motivadores para que tais práticas sejam implementadas devem ser observadas com cautela por todos os envolvidos no processo.

Este trabalho buscou através de uma abordagem quantitativa e estruturada verificar se adoção de práticas diferenciadas geraria retorno para a empresa, sendo por si só um motivador de sua adoção. Ao verificar que tal relação não pode ser comprovada, surge a necessidade de implementações motivadas por obrigações legais, estruturais ou exigidas das partes que podem ser prejudicadas pela falta de adoção de práticas diferenciadas, dentre elas podemos nominar os acionistas minoritários.

Vale ressaltar que as abordagens sugeridas para garantir a implementação de boas práticas são de pouca valia sem a construção de um mecanismo eficaz de controle e fiscalização. Esta última atividade esta deve permear todos os níveis da organização, seja nos Comitês de Auditoria e Conselhos Fiscais das empresas, na fiscalização direta pelos acionistas minoritários, nas auditorias externas contratadas para verificação das demonstrações contábeis, seja elas nos órgãos governamentais ou instituições reguladoras.

THE INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE STOCK VALUE OF BRAZILIAN COMPANIES

ABSTRACT

This thesis examines whether this correlation between good governance and market value can be identified and measured using a quantitative approach. To comprehend the impact of governance on stock value, it is important to understand the drivers of the implementation of governance, whether by financial returns on investment or by regulatory needs and control requirements. This knowledge is especially valuable for minority shareholders who have no direct influence on the actions taken by the executives or strategies set by the controlling shareholders. According to the results obtained in the three different approaches proposed in this paper, we were unable to identify any correlation between levels of governance and stock value. This result reinforces the need for the existence of laws and regulations to ensure the implementation of good governance practices, ensuring the protection of shareholders' capital and reducing the agency problem.

KEYWORDS: CORPORATE GOVERNANCE. QUANTITATIVE METHODS. RISK ASSESSMENT. THEORY OF AGENCY

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. **Journal of Financial e Quantitative Analysis**, 31 (3), pp. 377-398, 1996.

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de Governança Corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 39, n. 4, pp. 338-347, 2004.

AHMED, H. K.; ALAM, M. J.; JAFAR, S. A.; ZAMAN, S. H.A. Conceptual Review on Corporate Governance and its Effect on Firm's Performance: Bangladesh Perspective. **American International University – Bangladesh: Working Paper N. AIUB – BUS - ECON-2008-10**, 2008.

ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. **Governança Corporativa um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2008.

BAI, C.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, F. M.; ZHANG, J. **Corporate Governance and Market Valuation in China**. William Davidson, Working Paper N. 564, 2003.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e Governança Corporativa: um estudo de eventos. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade**, 4. São Paulo: FEA-USP, 2004.

BERLE, A.; Jr., MEANS, G. The modern corporation and private property. New York: **MacMillan publishing company**, 1932.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **Business Lawyer**, 54. pp.921- 963, 1999.

BLACK, B. The Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data. **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 149, pp . 2131-2150, 2001.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Affect Firm Value? Working Paper, 327, **Stanford Law School**, 2003.

BOVESPA. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. 2012. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado_09051011.pdf

BRANDÃO, M. M. **Governança Corporativa e a Influência dos Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas**. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Minas Gerais: 2004.

CAMARGOS, M. A; BARBOSA, F.V. Estudo de eventos: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo: v. 10, n. 3, 2003.

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 dos Programas de Pós-Graduação em Administração**, 30. Salvador: 2006.

CARMO, L. U. **Instrumento para fortalecer o retorno dos acionistas**. 2006. São Paulo: Revista Bovespa. Disponível: www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/99/Tendencias01.shtml.

CLARKSON, M. B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate performance. **Academy of Management Review**. Mississippi State: v. 20, p. 92-117, 1995.

COFFEE, J. C. Racing Towards the Top?: **The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance**. Working Paper N. 205, 2002.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. REGE, **Revista de Gestão USP**, São Paulo: v. 13, n.1, 1 trim, 2006.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, 93 (6), pp.1155-1177, 1985.

DONALDSON, L.; DAVIS, J. H. **Boards and company performance – research challenges the conventional wisdom**. Corporate Governance: An International Review, v. 2, n. 3, 1994.

DURNEV, A.; KIM, E. H. **To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation**. Working Paper - Social Science Research Network, 2003.

GOMPERS, P.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, 118(1), pp. 107-155, 2003.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. Corporate Governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism. **Saint Mary's College**. California, EUA, 1996.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. The rise of fiduciary capitalism – how institutional investors can make corporate America more democratic. Philadelphia: **University of Pennsylvania Press**, 2000.

IBGC. **Linha do Tempo – Governança no Mundo**. 2011. Disponível: <<http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>>.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, 3, pp.305-360, 1976.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. **Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets**. The World Bank Development Research Group. World Bank Working Paper 2818, 2002.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**. V. 106, pp. 1113-1115, 1998.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. **Journal of Finance**, 2000.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**. Vol. LIV, N. 2, 1999a.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor Protection and Corporate Governance. **Harvard University and University of Chicago First Draft**, 1999b.

LAMEIRA, V. J.; NESSJÚNIOR, W. L.; SOARES, T. D. L. V. A. M. Governança Corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP**. Adm. São Paulo: v.42, n.1, pp. 64-73, 2007.

LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER D. P. ADRs, Analysts and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? **Journal of Accounting Research**, 2003.

LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V. A.C.; SILVA, A. L. C. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: e-Papers, 2002.

MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARESFILHO, F. Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade**, 6. São Paulo: FEA-USP, 2006.

MACKINLAY, A. C. Event-studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, XXXV, pp. 13-39, 1997.

MOORE, S.; PORTER, E. **An Examination of the Relationship between Corporate Governance Regime and Corporate Performance**. Preparing to presentation in Financial Management Association in Orlando, Florida: 2007.

NAKAYASU, G. N. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de Governança Corporativa no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo: 2006.

OLIVEIRA, M. V. F.; PEREIRA, S. E.; MENDES, F. Governança Corporativa e o Valor das Empresas - Uma Relação de Causa e Efeito das Empresas Listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. **Instituto Brasileiro de Relação com Investidores**, 2006.

PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade**, 6. São Paulo: FEA-USP, 2006.

POUND, J. The promise of the governed corporation. Boston: **Harvard Business Review**, n. 61, p. 89-98, march-april, 1995.

QUENTAL, G. A. J. **Investigação dos Impactos da Adesão de Empresas Brasileiras aos Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo**. Dissertação de Mestrado – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro: 2007.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S; SOUSA, A. F. Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa. REGE, **Revista de Gestão USP**, São Paulo: v. 12, n. 4, 4 trim, 2005.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa**. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo: 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil**. Tese de Doutorado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo: 2004.

SOARES, C. R. P. **O Impacto da Governança Corporativa sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O caso do Papel e Celulose, 2000 a 2003**. Dissertação de Mestrado-Universidade de São Paulo, Piracicaba: 2003.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: **Encontro Nacional dos Programas de Pós**, 2002.

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M. Anúncios de prejuízos e reações dos retornos na Bovespa. In: **IX SEMEAD - Seminários em Administração**. FEA-USP, São Paulo: Anais do IX SEMEAD, 2006.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **ABANTE** Vol. 3, pp. 29-56, 2000.