

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS – UFMG
Faculdade de Ciências Econômicas – FACE
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração – CEPEAD
Curso de Especialização em Gestão Estratégica – CEGE
Área de concentração: Finanças

THIAGO RAMOS DE FREITAS

O IMPACTO DA ADESÃO AOS NOVOS PADRÕES DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA SOBRE O
VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS DO SETOR
ELÉTRICO BRASILEIRO: uma proposta de estudo

Belo Horizonte
2011

THIAGO RAMOS DE FREITAS

O IMPACTO DA ADESÃO AOS NOVOS PADRÕES DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA SOBRE O
VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS DO SETOR
ELÉTRICO BRASILEIRO: uma proposta de estudo

Trabalho de Conclusão de Curso – TCC
apresentado a Faculdade de Ciências
Econômicas – FACE da Universidade
Federal de Minas Gerais – UFMG como
requisito parcial à obtenção do título de
especialista em Gestão Estratégica

Área de concentração: Finanças

Orientador: Professor Dr. Antônio Dias
Pereira Filho

Belo Horizonte
2011

Dedico este Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), que é o segundo em minha vida acadêmica, a Jesus, pois foi Ele quem me abençoou com este curso de especialização desde o ingresso no mesmo até a sua conclusão, principalmente na elaboração deste trabalho! Sem o meu Redentor, isso não seria possível! Obrigado Rei dos reis!

Agradeço mais uma vez a Salles & Martins, em especial aos diretores Waner e Fernando, por mais uma vez entenderem minha situação e me ajudarem, principalmente num novo fato que necessitei! Sempre irei agradecer a minha amada família, pelo suporte de uma vida, porém desta vez, em especial a minha mãe, por seu imensurável carinho, pela constante necessidade que tem em me ajudar e por me amar! Obrigado Jesus por me abençoar em ser filho de Leonidia Ramos de Freitas! Jamais deixaria de agradecer ao orientador do meu TCC, Prof^o. Dr. Antônio Dias Pereira Filho, pelo total domínio do assunto que abordei, mas principalmente pela disponibilidade que tem com seus alunos e pela imensurável simpatia! Aos meus colegas de classe, Eder Paulino e Ulisses Bezerra, e claro, ao Alex Mendonça, que faz parte da minha vida a muito tempo, pela ajuda e por nossa união! A todas estas especiais pessoas, muitíssimo obrigado! Que Jesus abençoe a todos vocês, sempre! Salve o conhecimento!

RESUMO

A necessidade de mecanismos de controle da administração das empresas resultou numa abordagem difundida no mundo, que possui como objetivo central, maximizar o valor da empresa e a riqueza de seus proprietários (acionistas). A governança corporativa vem como uma forma de gestão focada nos proprietários (acionistas) das empresas com um claro objetivo financeiro. Esta nova forma de gestão atraiu a atenção de investidores e do mercado de ações. O IBGC publica o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa e a BOVESPA lança padrões diferenciados de GC de listagem voluntária, fomentando ainda mais a adesão às boas práticas de GC. Porém, o sistema de proteção legal no Brasil é de baixa intensidade, pois a legislação nacional é baseada no Direito Civil Francês e não garante a aplicação das leis, o que desencoraja o aumento do volume de investimentos no Brasil. O objetivo central deste Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) é analisar o impacto da adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro, como forma de uma proposta de estudo. Para isso, foram analisados 08 (oito) estudos anteriores que tiveram objetivos semelhantes. Cada estudo abordou uma metodologia diferente e variáveis distintas, mas com propósitos parecidos. A metodologia proposta para a efetivação da pesquisa é quantitativa, descritiva e explicativa; os dados analisados serão os econômico-financeiros das empresas que serão pesquisadas, os quais serão coletados na base de dados Economática; e a análise será realizada com base no estudo de evento. Mediante leitura dos trabalhos anteriores semelhantes ao objetivo definido, espera-se que os resultados da efetiva pesquisa sejam positivos e significantes, ou seja, que demonstre a existência de um impacto positivo da adesão aos novos padrões de GC da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas, corroborando com a conclusão da quase totalidade das pesquisas mencionadas neste trabalho.

Palavras-chave: Governança corporativa. Níveis diferenciados de GC da BOVESPA. Valor de mercado das empresas.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Linha de tempo do estudo de evento.....	47
Quadro 1 – Empresas do Setor Elétrico Listadas nos Níveis Diferenciados da BOVESPA em 2010.....	10
Quadro 2 – Síntese das Principais Características do Modelo de Governança Corporativa no Brasil.....	27
Quadro 3 – Distinções entre o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.....	30
Quadro 4 – Classificação da intensidade de proteção aos investidores e credores de acordo com a origem das leis.....	31
Quadro 5 – Síntese dos estudos sobre a problemática abordada.....	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Participação de Cada Fonte de Energia Sobre a Capacidade Instalada em 31/12/2009.....	13
Tabela 2 – Crescimento da Oferta e da Demanda de Energia Elétrica no Brasil.....	14

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 Apresentação	9
1.2 Tema, problema e justificativa	10
1.3 Objetivos	11
1.3.1 Objetivo geral	11
1.3.2 Objetivos específicos	11
1.4 Estrutura do trabalho	12
2 APRESENTAÇÃO DO SETOR PROPOSTO PARA O ESTUDO	13
3 REFERENCIAL TEÓRICO	15
3.1 As bases da governança corporativa	15
3.1.1 Elementos da Teoria da Agência	15
3.1.2 Elementos da Teoria dos Custos de Transação	17
3.2 A governança corporativa	18
3.2.1 Definição	18
3.2.2 Modelos de governança corporativa	20
3.2.2.1 Anglo-Saxão	20
3.2.2.2 Alemão	22
3.2.2.3 Japonês	22
3.2.2.4 Latino-Europeu	23
3.2.2.5 Latino-Americano	23
3.2.3 Melhores práticas de governança corporativa	24
3.3 Governança corporativa no Brasil	26
3.3.1 O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA	29
3.4 Governança corporativa e sistema de proteção legal	31
3.5 A Lei Sarbanes Oxley (SOX)	33
3.6 Governança corporativa e valor de mercado das empresas	34
4 METODOLOGIA	44
4.1 Tipo da pesquisa	44

4.2 Unidades de análise e observação.....	44
4.3 Instrumentos de coleta de dados.....	45
4.4 Tratamento dos dados	45
4.5 Técnicas de análise de dados	46
4.6 Resultados esperados	47
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

Os acionistas ou investidores, indivíduos detentores dos recursos financeiros das empresas, estarão sempre em busca de maiores retornos do capital investido por eles, principalmente em vista do risco assumido, que deve ser compatível ao retorno auferido. Diante disso, a constante pressão por parte dos mesmos para criação de mecanismos de controle mais eficientes de seus recursos é cada vez maior. A maximização do valor da empresa e da riqueza dos acionistas deve ser o foco da governança pretendida pelos detentores do capital.

É a partir daí que surgem as discussões a respeito da governança corporativa, que consiste, basicamente, num conjunto de mecanismos de operação e controle de diversas atividades da empresa que visa a obtenção de maiores retornos do capital investido, sendo este tipo de governança voltada para os interesses dos acionistas ou investidores (modelo dominante chamado *shareholder*), e que possui um objetivo claramente financeiro.

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), criou no ano 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa, sendo o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado, voltados para as empresas de capital aberto. Cada um dos níveis mencionados possui uma série de exigências a serem cumpridas pelas empresas que os aderirem, o que nos leva a questionar a real “eficiência financeira” de sua adesão.

As empresas que foram apontadas nesta proposta de estudo atuam no setor elétrico brasileiro e estão listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA. O quadro 1 demonstra estas empresas e em qual nível diferenciado se encontram. Elas totalizam 16 (dezesesseis).

Quadro 1
Empresas do Setor Elétrico Listadas nos Níveis Diferenciados da BOVESPA em 2010

Empresa	Nível Diferenciado da BOVESPA em que está listada
Centrais Elétricas Brasileiras S/A (Eletrobrás)	Nível 1
Cia Energética de São Paulo (CESP)	Nível 1
Cia Energética de Minas Gerais (CEMIG)	Nível 1
Cia Paranaense de Energia (COPEL)	Nível 1
Cia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista (CETEEP)	Nível 1
Centrais Elétricas de Santa Catarina S/A	Nível 2
Eletropaulo Metropolitana Elétrica de São Paulo S/A	Nível 2
Renova Energia S/A	Nível 2
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S/A	Nível 2
CPFL Energia S/A	Novo Mercado
Energias do Brasil S/A (EDP)	Novo Mercado
Equatorial Energia S/A	Novo Mercado
Light S/A	Novo Mercado
MPX Energia S/A	Novo Mercado
Redentor Energia S/A	Novo Mercado
Tractebel Energia S/A	Novo Mercado

Fonte: Adaptado de BOVESPA (2010)

Este Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) propõe estudar o impacto causado pela adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA sobre o valor de mercado de empresas do setor elétrico brasileiro.

1.2 Tema, problema e justificativa

Visto que a governança corporativa dominante é voltada para os interesses dos acionistas ou investidores, sinaliza-se que a adesão por empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA resulta no despertar do interesse de investidores em aplicar seus recursos financeiros em

organizações que possuam as condutas de boa governança exigidas em tais segmentos especiais de mercado. Este fato proporciona expectativas por parte dos acionistas destas empresas no aumento do capital de suas organizações.

Diante do exposto, a pergunta de pesquisa que norteou este trabalho foi: Qual o impacto da adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro?

A relevância deste trabalho está em demonstrar que a adesão as melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas pode ter uma relação direta com seu valor de mercado, possibilidade esta que pode servir de sinalização às demais organizações que pretendem aderir a estas práticas que a referente adesão pode vir a ser uma boa alternativa, do ponto de vista econômico.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

Analisar o impacto da adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro.

1.3.2 Objetivos específicos

- Definir e caracterizar governança corporativa;
- Conceituar e descrever o novo mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA;
 - Analisar a relação entre governança corporativa e valor da empresa;
 - Elaborar uma proposta de estudo empírico com vistas a analisar o impacto da adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro.

1.4 Estrutura do trabalho

Esta proposta de estudo compõe 5 (cinco) capítulos, sendo o primeiro referente a esta introdução do tema que se propõe abordar, composto do problema de pesquisa, da relevância do estudo proposto e dos objetivos traçados; o segundo capítulo apresenta o setor que se propõe estudar; já o terceiro, trata do referencial teórico, que consiste no embasamento teórico-científico sobre a área e tema abordados nesta proposta com o objetivo de fundamentar, respaldar o assunto tratado com conceitos de especialistas; o quarto capítulo refere-se à metodologia, esta que define o tipo da pesquisa, as unidades de análise, as unidades de observação e as técnicas que serão utilizadas para coletar, tratar e analisar os dados do trabalho proposto; e, por fim, o quinto capítulo que trata das considerações finais, que consiste nas conclusões sobre os resultados obtidos.

2 APRESENTAÇÃO DO SETOR PROPOSTO PARA O ESTUDO

Um dos mais importantes em geração de riqueza no Brasil e com grande participação no Produto Interno Bruto (PIB), o setor elétrico brasileiro cresce cada vez mais a fim de atender a grande demanda do país.

A capacidade total instalada em 31/12/2009 do sistema elétrico brasileiro era de 112.496 MW, segundo o Ministério de Minas e Energia (MME) (2010). A Tabela 1 demonstra a participação de cada fonte de energia sobre a capacidade total instalada.

Tabela 1
Participação de Cada Fonte de Energia Sobre a Capacidade Instalada em 31/12/2009

Fonte	Participação (%)
Hidráulica	71,7
Térmica	12,8
Nuclear	1,9
Fontes alternativas	7,4
Potência instalada	93,9
Importação contratada	6,1
Potência total com importação	100

Fonte: Adaptado de MME (2010)

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (2010), o Brasil possui uma população de 190.732.694 pessoas, devido resultado do Censo Demográfico 2010. Comparando este dado com o levantamento demográfico brasileiro anterior ocorrido em 2000, que apontou 169.799.170 pessoas, verifica-se que a população aumentou 12,3%, conforme o IBGE (2010). O aumento da população do Censo de 1990 para 2000 foi de 15,6%, segundo o IBGE (2010). Logo, a média de crescimento da população encontra-se em 13,95% a cada dez anos. Esse dado significa aumento da demanda de energia elétrica. De acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) (2008) a oferta de energia elétrica no Brasil não atende a demanda desde o ano de 2007. A Tabela 2 demonstra a projeção de oferta e demanda realizada para o período entre 2007 a 2011.

Tabela 2
Crescimento da Oferta e da Demanda de Energia Elétrica no Brasil

Ano	Crescimento da oferta (mil MW)	Crescimento da demanda (mil MW)	Crescimento do PIB (%)
2007	4,3	5,2	4,2
2008	3,2	5,2	4,2
2009	1,7	5,2	4,2
2010	2,3	5,2	4,2
2011	1,0	5,2	4,2
Total	12,5	26	-

Fonte: Adaptado de IPEA (2008)

Devido aos preocupantes dados exibidos, o governo federal prevê investimentos de R\$ 78,4 bilhões para o setor elétrico no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), segundo o IPEA (2008).

No futuro, algumas modificações precisarão acontecer na estrutura dos investimentos do setor, o que inclui a instalação de centrais termelétricas a gás natural, que exigem prazos de implementação e investimentos menores que as hidrelétricas, conforme a Aneel (2010). De acordo com a Aneel (2010) “Por outro lado, deverão ser ampliadas as importações de energia da Argentina, Venezuela e Bolívia; e a interligação elétrica entre o Sul e o Norte do Brasil, o que significa maiores investimentos em rede de transmissão.”

As principais oportunidades de negócios no mercado de energia elétrica nacional estão ligadas à oferta de novos empreendimentos de geração para exploração pela iniciativa privada e à construção de linhas de transmissão, bem como à privatização de ativos de sistemas de distribuição e de geração, sem deixar de mencionar a universalização do atendimento ao meio rural e às comunidades isoladas da região norte do país, conforme a Aneel (2010).

Ao longo das últimas duas décadas, o consumo de energia elétrica apresentou índices de expansão bem superiores ao Produto Interno Bruto (PIB), fruto do crescimento populacional concentrado nas zonas urbanas, do esforço de aumento da oferta de energia e da modernização da economia. (ANEEL, 2010)

Em 2030, segundo a Eletrobás (2010), o Brasil irá dispor de uma capacidade nominal instalada de 216,6 milhões de KW.

O exposto demonstra o motivo da escolha do setor elétrico brasileiro para esta proposta de estudo, que em suma, é a grande importância que tem para a economia brasileira e o grande potencial de crescimento que demonstra.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo irá abordar as principais situações que deram origem a governança corporativa, conceituar e caracterizar governança corporativa, relacionar governança corporativa com sistema de proteção legal, conceituar e caracterizar o novo mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e relacionar governança corporativa com valor de mercado das empresas.

3.1 As bases da governança corporativa

3.1.1 Elementos da Teoria da Agência

As firmas, na concepção neoclássica, eram vistas como uma caixa preta, ou seja, que desempenha um papel de produção (firma ponto ou firma autômata) onde entram insumos e saem produtos, a qual só era compreendida, ou melhor, as técnicas e ferramentas de gestão somente eram conhecidas pelo empreendedor-dirigente (proprietário), de acordo com Jensen e Meckling (1976, *apud* Mello 2007). Porém, ao passar do tempo, as empresas começaram a ser tidas como um nexo de contratos, pois as relações existentes nas rotinas das organizações não dependiam apenas do proprietário, mas sim também dos colaboradores, fornecedores e clientes. Diante disso nota-se que o antigo conceito da Teoria da Firma que aborda que a empresa se adapta ao seu ambiente, que sua racionalidade é perfeita, etc., passa por uma evolução, pois, de acordo com Pereira Filho,

A empresa torna-se assim um conjunto de indivíduos que interagem de forma permanente e cujas reações não são perfeitamente previsíveis. Nessa nova concepção de firma, as questões financeiras passam a ser apreciadas sob uma perspectiva organizacional que busca assegurar um caráter mais realista as análises, na medida em que diferentes interesses estão em jogo. (PEREIRA FILHO, 2009, v. 24782, p. 7)

A partir do momento em que as empresas separaram a propriedade do controle, surgiram as relações de agência, ou seja, envolvimento que se faziam necessários para administração da empresa entre o agente proprietário (propriedade) e o agente controlador (controle). A partir daí, surgiram os chamados conflitos de agência, sendo os principais: entre acionistas (proprietários) e dirigentes

(controladores), entre acionistas e instituições financeiras (credores), e entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Os conflitos entre acionistas (proprietários) e dirigentes (controladores), conflitos estes que geralmente sucedem em países anglo-saxões, ocorrem devido à assimetria de informações e a divergência de interesses entre os mencionados agentes. Os agentes proprietários têm como principal interesse o retorno do capital investido por eles, enquanto os principais interesses dos agentes controladores são sua remuneração e a estabilidade no emprego.

Já os conflitos entre acionistas e instituições financeiras (credores) acontecem no momento em que os acionistas tentam expropriar suas riquezas, o que conseqüentemente resulta no não pagamento de empréstimos realizados. As instituições financeiras buscam meios pelos quais minimizariam ou preferencialmente eliminariam as mencionadas perdas, segundo Pereira Filho (2009).

Os conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, típico do Brasil, ocorrem devido os minoritários serem excluídos nas tomadas de decisões importantes, o que resulta numa gestão conforme os interesses dos majoritários, de acordo com Mello (2007).

A conseqüência da existência destes conflitos são os chamados custos de agência, que, segundo Jensen e Meckling (1976, *apud* Mello 2007), consistem nos custos decorrentes da adoção de mecanismos de controle e incitação (incorridos pelo principal), os custos de reabilitação (incorridos pelo agente) e as perdas residuais sofridas pelo principal devido à divergência de interesses com o agente.

Estas situações formam a Teoria da Agência, que, conforme Pereira Filho (2009) ficou famosa mediante a publicação em 1976 da obra realizada por Jensen e Meckling. Jensen e Meckling (1976, *apud* Mello 2007, p. 49) conceituam a relação de agência da seguinte maneira: “[...] contrato entre o “principal” e o agente, na qual o primeiro delega ao segundo autoridade de decisão em seu nome.”

Ross, Westerfield e Jordan (1998, *apud* Mello, 2007, p. 49) sintetizam o problema da agência como “a possibilidade de haver conflito de interesse entre os proprietários e os administradores da empresa.”

Gitman (2001, *apud* Mello, 2007, p. 49) conceitua problema de agência como “a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa.”

Diante disso, a Teoria da Agência propõe mecanismos de controle a fim de mitigar os conflitos existentes, o que conseqüentemente reduziria os custos gerados por estes conflitos. Em suma, estes mecanismos são: internos – auditoria, regulamentos internos, sistemas de controle formal, conselho de administração, sistema de vigilância e sistema de compensação; externos – julgamento dos atores do mercado e mecanismos associados ao mercado de trabalho, de acordo com Pereira Filho (2010a).

3.1.2 Elementos da Teoria dos Custos de Transação

Em vista da empresa como um nó de contratos, e que existem problemas e custos nas relações contratuais entre os diversos componentes das empresas, surge a Teoria dos Custos de Transação, que, segundo Pereira Filho (2009), foi fundada essencialmente no trabalho de Coase (1937). Coase (1996, *apud* Martins, 2004) e Williamson (1988, 1996, *apud* Martins, 2004) determinam a Teoria dos Custos de Transação da seguinte forma:

A Teoria do Custo de Transação – TCE – parte da questão de quando as empresas (hierarquias) devem produzir as suas próprias necessidades, ou quando elas devem comprar do mercado de forma a diminuir o custo de transação. A diferença a menor do custo entre a produção na organização e a aquisição do mercado (o custo de transação) determina quando o mercado é usado para algumas transações, e a hierarquia interna da organização, para outras. (COASE, 1996, *apud* MARTINS, 2004, p. 84-85) (WILLIAMSON, 1998, 1996, *apud* MARTINS, 2004, p. 84-85)

O não cumprimento na totalidade de cada contrato existente entre proprietários (acionistas), controladores (dirigentes), colaboradores, fornecedores e clientes, geram os chamados custos de transação. Conforme Williamson (1985, *apud* PEREIRA FILHO, 2009, p. 7) existem dois elementos fundamentais nas transações, sendo os mesmos a dimensão comportamental e o aspecto ambiental. A dimensão comportamental refere-se ao indivíduo. Partindo do princípio da racionalidade limitada do indivíduo, ou seja, do ser humano não possuir conhecimento de tudo, de todas as coisas, o oportunismo entra em cena para tirar proveito de situações geralmente existentes nas transações, obviamente para

privilegiar os interesses do oportunista. Já o aspecto ambiental, aborda a especificidade dos ativos, a incerteza e a frequência das transações.

Williamson (1996, *apud* Peixe, 2003) aborda o seguinte sobre os custos de transação:

Os custos de transação são os custos de manter o sistema econômico em funcionamento. Podem ser pensados como os custos para contratar. Como o estudo da governança foca da identificação, explicação e mitigação de todas as formas de riscos contratuais, constitui-se em um dos principais instrumentos da Economia de Custos de Transação. (WILLIAMSON, 1996 *apud* PEIXE, 2003, p. 23)

Os mecanismos de controle para reduzir os custos de transação são: alinhar interesses para redução de comportamentos oportunistas, implementação de uma estrutura de governo adaptada e uma boa escolha da estrutura de capital da empresa.

Diante dos problemas apresentados que ocorrem nas organizações, visto que os proprietários sempre estarão em busca de maximizar o valor da empresa e de sua riqueza, surgem mecanismos de controle da gestão do agente controlador, que visam a minimizar todos os custos originados da Teoria da Agência e da Teoria dos Custos de Transação para maior retorno do capital dos acionistas. Estes mecanismos de controle originaram a denominada governança corporativa.

3.2 A governança corporativa

3.2.1 Definição

Um dos aspectos mais importantes da administração financeira, que remete à criação de valor para o acionista, diz respeito à governança corporativa.

A governança corporativa é um conjunto de práticas que agrega diversos valores as organizações que passam a utilizá-la em suas rotinas de trabalho, valores estes que são percebidos por todos os *stakeholders*.

Williamson (1996, *apud* Peixe 2003) conceitua governança corporativa como o meio pelo qual a ordem é atingida numa relação com prováveis conflitos que ameaçam anular ou atrapalhar oportunidades de efetivar ganhos mútuos.

A governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores, facilitando, assim, o acesso ao capital. (SILVA, 2006b, p.16)

Já de acordo com Hitt; Ireland; Hoskisson (2002, p.402) “a governança corporativa representa a relação entre os investidores que é utilizada para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho de organizações.”

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2010, v. 3, p. 6):

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. (IBGC, 2010, v. 3, p. 6)

Shleifer e Vishny (1997, *apud* Mello 2007) mencionam que a governança corporativa discute a forma na qual os credores de capital garantem o retorno de seu investimento.

Segundo Andrade; Rossetti (2007), existem várias diversidades que cercam as questões relacionadas à governança corporativa:

1. dimensões das empresas; 2. estruturas de propriedade; 3. fontes de financiamento predominantes – internas ou externas; 4. tipologia dos conflitos de agência e harmonização dos interesses em jogo; 5. tipologia das empresas quanto ao regime legal; 6. tipologia das empresas quanto à origem dos grupos controladores; 7. ascendência das empresas, que se modifica por fusões e aquisições; 8. abrangência geográfica de atuação das empresas; 9. traços culturais das nações em que as empresas operam; e 10. instituições legais e marcos regulatórios estabelecidos nas diferentes partes do mundo. (ANDRADE; ROSSETTI, 2007, p.137-138)

Existem diversos conceitos sobre governança corporativa definidos por vários autores e instituições, porém todos possuem coesão. Devido a este fato, Andrade; Rossetti (2007) reuniram estes diversos conceitos em 04 (quatro) grupos que observam a governança como:

Guardiã de direitos das partes com interesses em jogo nas empresas; Sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; Estrutura de poder que se observa no interior das corporações; Sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias. (ANDRADE; ROSSETTI, 2007, p.138)

Independente da definição usada, os conceitos desenvolvidos pelos pesquisadores da governança corporativa constantemente resultam nos seguintes grupos: internos e externos a empresa, de acordo com Gillan (2006, *apud* Mello 2007).

“A governança corporativa é um construto e, portanto, não pode ser explicada por um único conceito, mas por intermédio de construções teóricas que

envolvem vários campos do conhecimento.” Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, *apud* Mello, 2007, p. 48).

Existem vários modelos de governança corporativa praticados no mundo, sendo que, segundo Silva (2006b), todos esses modelos podem ser agrupados em 02 (dois), que seriam o focado nos acionistas e na alta administração, chamados de *shareholders* e o focado nos diversos agentes interessados nas atividades desenvolvidas pelas empresas, podendo ser a sociedade, governo, empregados, imprensa, novamente os acionistas e a alta administração, etc, denominados de *stakeholders*. Também de acordo com Silva (2006b), alguns dos interesses dos *shareholders* são: geração de riqueza para os acionistas; geração e manutenção dos valores da organização; perenidade da empresa; cumprimento das normas estatutárias; etc. Já os interesses dos vários *stakeholders* seriam: geração de empregos; pagamentos de impostos; disponibilização de demonstrações contábeis; etc. Porém, dentro dos mencionados modelos, segundo Silva (2006b), existem 02 (dois) tipos de governança. Os tipos de governança referentes ao modelo *shareholders* são: restrito – voltado para os interesses dos acionistas; avançado – voltado para os interesses da alta administração. Já se tratando dos tipos de governança referentes ao modelo *stakeholders*, existem: restrito – voltado para todos os agentes envolvidos nas atividades da empresa; avançado – voltado para todos os agentes envolvidos nas atividades da empresa, porém é mais direcionado para os agentes externos.

3.2.2 Modelos de governança corporativa

3.2.2.1 Anglo-Saxão

As características que predominam neste modelo de governança corporativa, de acordo com Andrade; Rossetti (2004), são a pulverização do controle acionário e a separação da propriedade e gestão. O conflito de agência foi o principal motivo que fez com que os Estados Unidos e o Reino Unido adotassem as boas práticas de governança corporativa. Entende-se por conflitos de agência os distintos interesses entre acionistas e a alta administração, já que os acionistas precisam confiar poder de decisão a alta administração e esta última toma decisões visando seu interesse próprio, como remuneração, estabilidade no emprego, etc.

Outro fator que proporcionou a adesão das boas práticas pelas regiões supracitadas foi que, o mau desempenho de companhias era notado por agentes externos, o que resultava na desvalorização das ações e, em casos extremos, a aquisições hostis. Outros controles externos são relevantes, como a estrutura regulatória de proteção aos acionistas, conforme Andrade; Rossetti (2004). “Sua fonte é o Direito Comum e entre os últimos institutos regulatórios destacam-se a lei *Sarbanes-Oxley* nos Estados Unidos e o *City Code* no Reino Unido” de acordo com Andrade; Rossetti (2004, p.148). Como contrapartida da pulverização de controle, a proteção obtida pelos acionistas vai da responsabilidade legal dos gestores pelas informações inseridas nas demonstrações contábeis ou financeiras, inclusive estando sujeitos a multas em caso de demonstrações maquiadas, até a adoção de padrões contábeis certificados, segundo Andrade; Rossetti (2004).

Vale ressaltar, de acordo com Andrade; Rossetti (2004), que estas penalidades severas impostas não são vistas como uma nova era definida graças a atividades empresariais, pois condutas rigorosas fazem parte da cultura anglo-saxônica devido à construção do capitalismo nestes países.

O “capital institucional” no Reino Unido tem ainda mais força que nos Estados Unidos. Suas participações nas companhias são maiores nos Estados Unidos e a regulação permite-lhes maior intervenção direta nas empresas, chegando até a exigir que desmontem as defesas armadas contra aquisições de controle, nos casos em que elas ferem os interesses dos acionistas. (ANDRADE; ROSSETTI, 2004 p.149)

“É, assim, um modelo fortemente orientado pelo mercado e também por ele monitorado” segundo Andrade; Rossetti (2004, p. 146).

O *Calpers*, um dos maiores fundos de pensão do mundo presente em 1.800 empresas e com US\$ 140 bilhões investidos em ações em 2003, mobilizou outras instituições atuantes no mercado e criou um Conselho de Investidores Institucionais, o influente *Council of Institutional Investors (CIL)*, de acordo com Andrade; Rossetti (2004), com objetivos bem definidos:

Estabelecer práticas de boa governança; propor alterações na legislação para resguardar os acionistas de ações expropriatórias ou de manobras contrárias aos seus interesses; atuar em lobbies para aprovação das alterações propostas; monitorar as corporações, expondo publicamente as que operam com custos de agência exorbitantes e com conselhos passivos; incorporar a avaliação dos processos de governança na constituição de suas carteiras de ações; concentrar seus votos nas assembleias gerais para renovação dos conselhos de administração. (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p.149)

O modelo anglo-saxão está inserido no grupo de modelos de governança corporativa definido como *shareholders*.

3.2.2.2 Alemão

Conforme Andrade; Rossetti (2004), os bancos sempre tiveram grande importância na governança corporativa alemã ao ponto de não terem limites legais para sua participação acionária nas empresas, desde que dividam para outras empresas não-financeiras grandes quantidades de ações.

Na Alemanha o capital acionário das companhias é concentrado e o financiamento predominante é de origem bancária. Os exigíveis de longo prazo são uma alternativa de alavancagem de negócios mais praticada que a emissão de ações para subscrição pública. O modelo de governança é predominantemente *bank oriented*, não *capital market oriented*. (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p.151)

Na Alemanha foram criados dois mercados distintos, de acordo com Andrade; Rossetti (2004), que são o Padrão Doméstico, que segue as regras tradicionais, e o Padrão *Prime*, que incorporou a regulamentação do *Neuer Markt* e assimilou as empresas listadas e outras que têm acesso aos mercados de capitais dos Estados Unidos e do Reino Unido, impondo as seguintes práticas:

Publicação de calendário corporativo anual; apresentação anual de resultados a analistas de mercado; informações contábeis de acordo com as normas do International Accounting Standards Committee (IASC); apenas uma classe de ações. (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 153)

Este modelo está inserido no grupo de modelos chamado como *stakeholders*.

3.2.2.3 Japonês

O modelo de governança corporativa japonês, segundo Andrade; Rossetti (2004), possui semelhanças com o modelo alemão, principalmente no que diz respeito ao importante papel dos bancos no controle das empresas, porém difere quando limita as participações acionárias destes bancos em apenas 5%. Apesar desta limitação, existe um fator de concentração de poder típico do modelo japonês jamais visto nos modelos ocidentais, denominado de *keiretsus*, que significa aglomerados de negócios. As empresas que formam estes aglomerados detêm ações das demais até o limite de 5% imposto pelo modelo japonês, porém, como a participação não é apenas em uma empresa, no somatório elas chegam as vezes em 30%.

Conforme Andrade; Rossetti (2004), as forças internas de controle predominam no modelo japonês, onde a propriedade e a gestão resultam sobrepostas, não ocorrendo os conflitos típicos de agência nem seus custos.

Em 1998, realizou-se o *Corporate Governance Fórum of Japan*, de acordo com Andrade; Rossetti (2004), no qual deu origem ao primeiro código de boas práticas de governança do Japão, que foi revisto em 2001.

Entre as recomendações do código assinalam-se: Mais transparência nas informações ao mercado; redução do tamanho dos conselhos de administração; maior poder de análise aos auditores; adoção de padrões mundiais de governança, em aspectos como a presença de *outsiders* nos conselhos, remoção de barreiras a *take-overs*, redução de conflitos de expropriação resultantes de participações cruzadas e sistemas de direito de voto baseado no princípio “uma ação, um voto”. (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p.156)

O modelo japonês está inserido no grupo de modelos *stakeholders*.

3.2.2.4 Latino-Europeu

A França foi a pioneira, em 1995 com o Relatório Viénot, e há ênfase crescente nas práticas de governança corporativa nos quatro países do grupo (França, Espanha, Itália e Portugal) principalmente devido as edições de códigos de boas práticas que ocorreram em todos eles, segundo Andrade; Rossetti (2004).

As recomendações dos diversos códigos tendem a seguir os *Principles of Governance Corporate* da OCDE, de acordo com Andrade; Rossetti (2004), onde os focos são: constituição de modelos eficazes, direitos de minoritários, remuneração dos gestores e responsabilidade corporativa.

Neste modelo, a propriedade e o controle acionário são concentrados, onde em alguns países o acionista majoritário detêm mais de 50 % das ações, resultando em uma gestão determinada pelo acionista majoritário, conforme Andrade; Rossetti (2004).

Este modelo está inserido no grupo de modelos *stakeholders*.

3.2.2.5 Latino-Americano

Segundo Andrade; Rossetti (2004), o financiamento predominante é por exigíveis a longo prazo, onde os mercados de capitais são pouco expressivos e é reduzido o número de companhias abertas.

Já a propriedade e o controle acionário de acordo com Andrade; Rossetti (2004), predomina o concentrado, sendo que os conflitos existentes são ocorridos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

A governança corporativa na América-Latina é embrionária, porém em rápida evolução, sendo criados institutos para o desenvolvimento da governança e conseqüentemente a elaboração de códigos de boas práticas.

O modelo latino americano está inserido no grupo de modelos *stakeholders*.

3.2.3 Melhores práticas de governança corporativa

Foram elaboradas no Brasil e no mundo inúmeras normas e documentos sobre as denominadas Melhores Práticas de Governança Corporativa, normas e documentos estes desenvolvidos por Governos Federais (Código *Hampel*, Lei *Sarbanes-Oxley*, nova Lei das S.A.), órgãos multilaterais (OECD), órgãos reguladores nacionais (Comissão de Valores Mobiliários – CVM), bolsas de valores (BOVESPA), investidores institucionais (*Calpers*, *Tiaa-Cref*, Previ e Petros), empresas (General Motors e Petrobrás), órgão de fomento (BNDES) e entidades sem fins lucrativos (IBGC), segundo Silva (2006a).

Conforme Silva (2006a), no Brasil, a consolidação de todas as normas seguiram a estrutura do Código do IBGC.

Atualmente, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa criado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC está em sua 3ª (terceira) edição, publicada em 2004. Os principais objetivos do código são, aprimorar o desempenho das empresas, facilitar a oferta pública ou privada de suas ações, cooperar para sua perenidade e favorecer ao crescimento do valor da sociedade, conforme o IBGC (2010), indicando, desta forma, caminhos para sociedades civis, limitadas e de capital aberto ou fechado. O IBGC desenvolveu o código inspirado em 04 (quatro) princípios básicos: transparência; equidade; prestação de contas (*accountability*) e; responsabilidade corporativa, segundo o IBGC (2010). O código em questão está estruturado da seguinte forma, de acordo com IBGC (2010):

- Propriedade – Capítulo que abrange conceitos de quem são os proprietários das empresas, registro de sócios, reunião de sócios, aquisição de controle, conselho de família, etc.;
- Conselho de Administração – Aborda diversos conceitos, competências e responsabilidades do conselho. Este é o capítulo mais detalhado e extenso do código, fato este que comprova a importância atribuída e a seriedade necessária do Conselho de Administração das organizações;
- Gestão – Este capítulo contempla as competências e responsabilidades do Executivo Principal (CEO), relacionamento com os *stakeholders*, transparência e objetividade de informações divulgadas pelo CEO e pela Diretoria, relatórios anuais, remuneração da Diretoria, etc.;
- Auditoria Independente – Contêm as recomendações do auditor independente, contratação dos auditores, parecer e recomendação dos auditores, etc.;
- Conselho Fiscal – O capítulo abrange a composição do Conselho Fiscal, relacionamento do conselho com os sócios, auditores independentes e auditoria interna, remuneração e parecer do conselho, etc., e;
- Conduta e Conflito de Interesses – Código de Conduta, afastamento das discussões e deliberações, etc., são o conteúdo deste e último capítulo.

Boa governança é um termo bastante utilizado e uma prática almejada por todas as empresas que possuem o modelo dominante de governança que é a governança corporativa. A boa governança visa assegurar o maior retorno possível do capital investido. Conforme Nakayasu (2006, p. 7), “[...] as práticas de uma boa governança corporativa despontam como importante forma de assegurar o retorno dos investimentos aos acionistas.”

3.3 Governança corporativa no Brasil

Em resposta a necessidade das empresas em aperfeiçoar sua gestão e aos movimentos de governança corporativa no mundo, o Brasil desperta para a adoção das boas práticas de governança corporativa, visto que a competição entre as empresas cresce cada vez mais, conforme o IBGC (2010).

Diante desta nova ótica, segundo o IBGC (2010), algumas situações e posturas foram adaptadas, como acionistas minoritários passivos exigindo seu direito a voto; concentração de propriedade para dispersão do controle acionário, este iniciado com as privatizações; maior transparência na gestão; investidores institucionais demonstrando maior interesse pela forma de gestão das empresas investidas; etc.

De acordo com o IBGC (2010), em 1995, é criado no Brasil o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que no futuro chamará Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

É aprovada, em 1997, a lei n.º 9.457, a qual anula o *Tag Along* de 100% para ações ordinárias. A nova lei reforma a Lei das Sociedades Anônimas n.º 6.404/76, porém é interpretada como algo maléfico para os acionistas minoritários, conforme o IBGC (2010).

A modificação na estrutura societária das empresas e o aumento de investimentos estrangeiros reforçou a necessidade das companhias brasileiras a adequação a normas estrangeiras, fato este que tornou a governança corporativa como prioridade. Em resposta a atual demanda a adesão as práticas de governança corporativa, o IBGC publica em 1999 o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, denominado Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, segundo o IBGC (2010). No mesmo ano a CVM publicou a instrução 299 sobre ofertas públicas e rodízio de auditorias.

No ano 2000, a BOVESPA lança segmentos especiais de governança corporativa para listagem das empresas que aderiram as práticas de governança corporativa. O intuito é captar novos investidores e aumentar o valor de mercado das companhias, de acordo com a BOVESPA (2010). Estes segmentos foram denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Já no ano de 2001, a BOVESPA cria o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), que tem como objetivo mensurar o desempenho de uma carteira composta por ações de companhias que demonstrem bons níveis de governança corporativa. No mesmo ano, mais uma lei reforma a Lei das Sociedades Anônimas, no caso a lei n.º 10.303, que reforça o mercado de capitais contra crimes, conforme o IBGC (2010).

Segundo o IBGC (2010), no ano seguinte, a CVM lança sua cartilha sobre governança corporativa, intitulada de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, e mais duas instruções sobre o assunto, a 358 e a 361. Estes atos, se tratando de uma autarquia federal, reforçam ainda mais a importância da adesão a governança corporativa por parte das empresas.

A CVM, no ano de 2003, publica a instrução 381, que aborda serviços oferecidos pela auditoria, de acordo com o IBGC (2010).

A lei n.º 11.638 publicada em 2007, reforma a Lei das Sociedades Anônimas, neste caso abordando assuntos sobre elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, conforme Pereira Filho (2010b).

No ano de 2009, a CVM lança a instrução 408 que revoga, delibera e altera várias situações, mas que possui como uma das principais mudanças o aumento das informações divulgadas pelas empresas, segundo o IBGC (2010). No mesmo ano é decretada a lei n.º 11.941, que reforma a Lei das Sociedades Anônimas alterando a legislação tributária federal referente ao parcelamento ordinário de débitos tributários, de acordo com Pereira Filho (2010b).

Apesar do aprofundamento dos debates sobre governança e da crescente pressão para adoção das boas práticas de Governança Corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão. (IBGC, 2010).

O Quadro 2 sintetiza o modelo de governança corporativa praticado no Brasil.

Quadro 2

Síntese das Principais Características do Modelo de Governança Corporativa no Brasil

Característica	Ocorrência predominante	Descrição
Financiamento predominante	<i>Debt</i> e geração de caixa	O mercado de capitais é ainda pouco expressivo. Do total das companhias abertas registradas (cerca de 620), 56,5% são listadas em bolsa. A relação abertas / listadas é discretamente decrescente, como também o número de novas emissões de capital. Em 2006, o valor de mercado das companhias listadas era de 66,9% do PIB: no mundo ultrapassava 105,5%. Predominam os exigíveis de longo prazo (<i>debt</i>) e a geração própria de caixa.

		Grandes empresas têm acessado fontes externas em <i>equity</i> (ADRs).
Propriedade e controle acionário	Alta concentração	A propriedade acionária é concentrada. Na maior parte das companhias, os três maiores acionistas detêm mais de 80% do capital volante e o maior mais de 50%. Predominam empresas familiares (47% das abertas). Com as privatizações, constituíram-se consórcios. As empresas que não tem um acionista controlador ou grupo fechado de controle são menos de 10%. E mais de 80% tem estruturas piramidais de controle.
Conflitos de agência	Majoritários-minoritários	O conflito predominante é entre majoritários e minoritários. Pela concentração da propriedade e sobreposição com a gestão, são menos expressivos os conflitos de agência acionistas-gestão. Mas apenas 20% das empresas consideram sistematicamente os interesses dos minoritários.
Proteção legal a minoritários	Fraca	A lei admite o lançamento de 50% do capital em ações preferenciais. É garantida a distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido e igualdade com os controladores na distribuição da fatia restante do lucro. O mecanismo de <i>tag along</i> não é estendido às ações preferenciais. E mesmo as ações ordinárias fora do bloco de controle recebem 80% do valor pago nos casos de aquisições.
Liquidez da participação acionária	Especulativa e oscilante	A alta liquidez das companhias é afetada pela predominância da posse de blocos de ações de controle. É baixo o nível do free-float. Baixa também a proporção das companhias listadas com alta negociabilidade. O valor médio mensal das negociações em relação ao valor de mercado das companhias é 3,5%; no mundo, em média ponderada, é três vezes maior; 12%.
Propriedade e gestão	Sobreposição	Como decorrência da alta concentração da propriedade acionária, é também alto o grau de envolvimento dos controladores na gestão. Considera-se baixo em menos de 20% das empresas. Há clareza quanto a separação das funções do conselho e da direção. Mas mesmo nas listadas em bolsa é alta a unificação de funções (37% das empresas).
Conselhos de administração	Baixa eficácia	Obrigatórios por lei para as companhias abertas, eram raros os casos de conselho de alta eficácia até final do século XX. Razões: acumulação de presidências conselho direção, baixa heterogeneidade dos membros (ocorrência de conselhos minimalistas), poucos conselheiros independentes e pequeno envolvimento em questões críticas. Levantamentos recentes (biênio 2004-2005) têm sugerido mudanças em todos esses aspectos. Há evidências de tendência para maior efetividade.
Forças de controle mais atuantes	Internas	É crescente a pressão de forças externas de controle: mudanças (mas pouco profundas) na Lei das SAs, níveis diferenciados para listagem em bolsa, ativismo dos fundos de pensão e outros grupos institucionais, edição de código de boa governança pelo IBGC. Mas prevalecem as forças internas, fundamentalmente associáveis as concentrações da propriedade acionária e à rigidez das estruturas estabelecidas de poder.
Governança corporativa	Em evolução	As características estruturais do mundo corporativo no país ainda mantêm os padrões da governança algo afastados das melhores práticas. Mas há evoluções, resultantes de pressões externas e internas sobre o modelo vigente. Razões: privatizações, via consórcios de aquisição; processos sucessórios; fusões; presença crescente de investidores estrangeiros e institucionais no mercado; profissionalismo dos fundos de <i>private equity</i> , listagens diferenciadas nas bolsas; e ativismo da mídia.
Abrangência dos modelos de governança	Em transição	O modelo predominante é <i>shareholders oriented</i> , movido pela concentração do capital e suportado pelas demandas dos investidores externos. É expressivo o número de empresas que emitem balanços de alcance externo (social e ambiental). Mas a

		cultura empresarial dominante é ainda refratária a modelos de múltiplos interesses, estrategicamente orientados também para outras partes interessadas.
--	--	---

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2007)

3.3.1 O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA

O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA são segmentos especiais de listagem criados no ano de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA com o objetivo de criarem um novo ambiente de negociação que atraísse novos investidores e colaborasse com o aumento do valor das empresas, conforme a BOVESPA (2010). Ao se listarem em qualquer destes segmentos, as empresas assumem compromissos referentes a prestação de informações que facilitem o acompanhamento e a fiscalização dos atos da empresa e à adoção de regras societárias que se baseiem na equidade de direitos entre os sócios.

A melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia, tornado-se seus sócios. (BOVESPA, 2010, p. 2)

A redução do risco pode proporcionar um grande benefício às organizações listadas em algum destes segmentos, sendo este o aumento da precificação das ações. Este benefício fomenta as organizações a emitirem mais ações, além de incentivar a abertura de capital por parte de outras empresas, de acordo com a BOVESPA (2010).

A adesão a qualquer dos segmentos em questão é voluntária, porém a mesma apenas se concretiza mediante assinatura do contrato de listagem, sendo de um lado a organização e do outro a BOVESPA, se comprometendo a empresa, desta forma, a cumprir todas as exigências do mesmo. Mediante assinatura do mencionado contrato, a BOVESPA fiscaliza as empresas com o intuito de verificar se estas estão cumprindo com o que aborda o contrato, estando as organizações sujeitas a punições caso não executem rigorosamente o que contemplam os contratos, de acordo com a BOVESPA (2010).

A base de fundamentação destes 03 (três) segmentos é semelhante, porém as distinções entre elas são significativamente avaliadas pelas empresas que pretendem se listar ou transferir de segmento. O Quadro 3 demonstra as diferenças entre os segmentos em questão.

Quadro 3
Distinções entre o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2

	<i>Novo Mercado</i>	<i>Nível 1</i>	<i>Nível 2</i>
Percentual Mínimo de Ações (<i>Free Float</i>)	No mínimo de 25% de <i>free float</i>	No mínimo de 25% de <i>free float</i>	No mínimo de 25% de <i>free float</i>
Características das Ações Emitidas	Permite a existência de somente ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	Facultativo	US GAAP ou IFRS
Concessões de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON e 80% para ações PN
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Facultativo	Obrigatório

Fonte: Adaptado de BOVESPA (2010)

O segmento denominado de Novo Mercado, segundo a BOVESPA (2010), tem como público alvo as empresas que tenham interesse em abrir capital, não existindo restrição referente a negócio e porte da organização que deseje se listar, e empresas que possuam apenas ações ordinárias ou tenham interesse em converter suas ações em ordinárias.

Conforme a BOVESPA (2010), a grande maioria das empresas que estão abrindo capital, estão se listando no Novo Mercado, além da maior parte das migrações de listagem serem com destino a este segmento.

Já os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 são destinados a empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

3.4 Governança corporativa e sistema de proteção legal

O sistema de proteção legal é uma série de leis e regras criadas pelo poder legislativo de cada país, e que deve garantir a aplicação destas, a fim de administrar e proteger as relações do país como um todo, o que inclui as atividades comerciais.

De acordo com Okimura (2003), a relação que a governança corporativa tem com o sistema de proteção legal se dá da seguinte maneira:

[...] a proteção legal (ou a falta) determinaria os diferentes modelos de governança corporativa existentes nos diferentes países e que seria um fator determinante para o desenvolvimento do mercado de capitais e de seus agentes – e dessa forma influenciaria a estruturação dos mecanismos de financiamento das empresas. (OKIMURA, 2003, p. 27)

A existência de diversas formas de estrutura de governança corporativa no mundo, deve-se ao fato da existência de diferentes intensidades de proteção legal aos investidores e aos credores, segundo La Porta *et al* (1998, *apud* Nakayasu, 2006).

Diante do fato que cada país desenvolve o seu próprio sistema de proteção legal, obviamente um difere do outro, o que faz determinar que a intensidade de proteção de cada sistema também seja distinta. O Quadro 4 demonstra o exposto.

Quadro 4
Classificação da intensidade de proteção aos investidores e credores de acordo com a origem das leis

	Proteção dos Acionistas	Proteção dos Credores	Garantia de Aplicação das Leis
Forte proteção	Direito Comum	Direito Comum	Direito Civil Escandinavo
Intermediária proteção	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
Intermediária proteção	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito Comum
Fraca proteção	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês

Fonte: Adaptado de Okimura (2003) e Silveira (2002).

Os países de ambiente legal com origem no direito Comum, como os Estados Unidos e o Reino Unido, teriam melhor proteção legal para os investidores – e consequentemente mercado de capitais mais desenvolvidos – enquanto que os países de ambiente legal com origem do

direito Civil Francês, como no caso do Brasil, teriam pior proteção aos investidores. (OKIMURA, 2003, p. 27)

A consequência de choques econômicos em países com sistema de proteção legal com baixa intensidade de proteção são intensas variações de crédito, o que resulta em grandes perdas em choques econômicos negativos e em grandes ganhos em choques econômicos positivos, de acordo com Cicogna (2007). Diante disso, nota-se o grande risco em investir em países de ambiente legal com origem no direito Civil Francês, situação esta que demonstra ser um dos principais fatores de análise de investimento em países estrangeiros.

Segundo Cicogna (2007, p. 26), “[...] países com sistema legal de origem civil francês tendem a ter maior volatilidade no momento de crédito do que aqueles que adotaram o sistema de *Common Law*.”

Grandes empresas em países com baixa intensidade de proteção legal aos acionistas possuem dificuldade para obtenção externa de recursos, conforme La Porta *et al* (2000b, *apud* Silveira 2002).

La Porta *et al* (1999, *apud* Nakayasu 2006), demonstra em sua pesquisa que quanto menor a intensidade de proteção aos acionistas, menor será a valorização de suas ações.

Deduz-se que dispor de uma melhor proteção legal está associado a melhores avaliações no valor dos ativos da companhia, com mercados financeiros mais desenvolvidos e valorizados. Isso decorre do fato de a proteção, por intermédio de mecanismos legais, proporcionar ao investidor mais segurança, traduzida por risco reduzido de expropriação de riqueza, levando a pagar um prêmio para o ativo sobre proteção. (NAKAYASU, 2006, p. 24)

Uma alternativa para a criação de um sistema de proteção legal forte e atuante, segundo Silveira (2002), seria:

[...] o Estado pode atuar de forma decisiva no aprimoramento da estrutura de governança corporativa das empresas, alterando o ambiente institucional pelo aumento da proteção legal aos investidores e pelo fomento do desenvolvimento do mercado de capitais. (SILVEIRA, 2002, p. 30)

Do ponto de vista da proteção legal, os modelos de governança das empresas se comportariam como uma reação ao ambiente em que se encontram, conforme Okimura (2003).

A concentração acionária ou a dispersão da propriedade e a predominância de conflitos entre administradores e acionistas ou entre acionistas controladores e não controladores seria decorrente do nível de proteção legal existente no ambiente da empresa. (OKIMURA, 2003, p. 27-28)

A concentração de propriedade (maioria de ações) nas mãos de um acionista, fato este que o determina como acionista controlador, parece ser uma resposta do mercado de capitais em países de baixa proteção legal aos investidores, pois é uma alternativa para minimizar a probabilidade de expropriação por parte dos administradores em detrimento a acionistas, segundo Okimura (2003).

Diante da fragilidade do sistema de proteção legal na maioria dos países do mundo, a Lei *Sarbanes Oxley* (SOX) irá contribuir para estas ineficiências, porém mais especificamente para resolver problemas de manipulação contábil ocorridos nos Estados Unidos.

3.5 A Lei *Sarbanes Oxley* (SOX)

A Lei *Sarbanes Oxley* (SOX) foi promulgada em 2002 devido as fraudes contábeis ocorridas nos Estados Unidos em grandes empresas. A mesma surgiu para atender uma problemática da governança corporativa, que era a inexistência de lei com foco em governança. A lei prevê uma série de mecanismos de controle com o objetivo de tornar mais confiável e transparente as informações contábeis divulgadas por empresas que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE).

As empresas que se submeteram a Lei Sox tiveram que adotar as boas práticas de governança corporativa, fato este que gerou maior confiança nos *stakeholders* destas empresas, principalmente os investidores, pois estes últimos vêm na governança corporativa um diferencial para tomada de decisões de investimento, segundo Silva *et al* (2007).

A Lei SOX busca a eficiência das informações no mercado de capitais, já que os investidores utilizam estas informações para avaliar o melhor direcionamento referente ao investimento, assim o investidor terá condições de avaliar o risco que estará correndo e qual a sua chance de retorno. (BORGERTH, 2007, *apud* SILVA *et al*, 2007, p. 11-12).

Borgheth (2007, *apud* Silva *et al* 2007, p.10) relata que o objetivo final da lei é “restabelecer o nível de confiança nas informações geradas pelas empresas e, assim, consolidar a teoria dos mercados eficientes, que norteia o funcionamento do mercado de títulos e valores mobiliários”.

Desta forma, segundo Silva *et al* (2007), os investidores que possuem o mínimo de capacidade administrativa tem condições de avaliar as informações obtidas no mercado, observando assim todas as variações que podem vir a ocorrer no preço das ações.

3.6 Governança corporativa e valor de mercado das empresas

Dito que a governança corporativa possui uma série de mecanismos de controle e que tem um objetivo claramente financeiro voltado para os acionistas, espera-se que a maximização do valor das empresas e da riqueza dos acionistas cresça cada vez mais, o que nos faz pensar que existe uma maior tendência de novos investidores aplicarem seu capital em empresas que possuem governança corporativa e até mesmo dos atuais acionistas aumentarem seus recursos financeiros investidos nestas organizações, o que sinaliza um aumento do valor de mercado das empresas que possuem governança corporativa.

Vários estudos sobre governança corporativa e valor das empresas foram e continuam sendo realizados em todo o mundo. Inclusive, a maioria destes estudos busca relacionar governança corporativa, valor e desempenho das empresas, segundo Mello (2007).

Silva (2002) pesquisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade sobre o valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos de 225 (duzentos e vinte e cinco) empresas brasileiras no ano 2000, de acordo com Silva (2002).

A metodologia utilizada na pesquisa foi a aplicação de dois cálculos estatísticos, a saber: teste paramétrico de comparação de medidas, a fim de analisar se existe distinção entre o valor de mercado, a alavancagem financeira e *payout* das empresas em estudo; e a regressão linear múltipla entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes, conforme Silva (2002). As variáveis independentes foram: dois tipos de composição acionária, sendo a direta e a indireta. De acordo com Silva (2002, p. 70), “[...] se um acionista é controlador da companhia A, que, por sua vez, é controladora da companhia B, podemos dizer que o acionista é controlador direto da companhia A e controlador indireto da companhia B.”; e duas formas de concentração de propriedade, que, conforme Silva (2002, p. 70) são “[...]”

uma medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa e outra medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto da empresa.” As variáveis dependentes foram: valor de mercado, alavancagem financeira e *payout*. Os dados e as informações necessárias para elaboração desta pesquisa foram coletados no banco de dados do Infoinvest (*Bowne Global Solutions*), na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e no banco de dados do Economática, de acordo com Silva (2002).

Mediante análise dos resultados, o autor concluiu que existe relação entre a estrutura de controle e propriedade e o valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras, corroborando com as teorias existentes sobre o assunto abordado, segundo Silva (2002).

Também sobre o mesmo tema, Silveira (2002) analisou se o valor de mercado e o desempenho de empresas brasileiras possuem relação com a estrutura de governança corporativa. O autor analisou 594 (quinhentos e noventa e quatro) empresas brasileiras negociadas na BOVESPA entre 1998 e 2000.

A metodologia empregada pelo autor foi a utilização da estatística de regressão múltipla de tipo seção transversal entre as variáveis dependentes de valor da companhia e desempenho da companhia e as variáveis independentes de governança corporativa, segundo Silveira (2002). As variáveis dependentes referentes ao valor das empresas foram: Q de Tobin ($\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas} / \text{Valor de Reposição dos Ativos}$); e Valor da Empresa sobre o Ativo Total. As variáveis dependentes referentes ao desempenho das empresas foram: Retorno sobre Ativo do Lucro Operacional Próprio; Retorno sobre Ativo do Lucro Operacional; Retorno sobre Patrimônio Líquido do Lucro Operacional Próprio; Retorno sobre Patrimônio Líquido do Lucro Operacional; e Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização sobre o Ativo Total. Já as variáveis independentes foram: Diretor Executivo como Presidente do Conselho; tamanho do Conselho de Administração; e independência do Conselho de Administração, conforme Silveira (2002). A fim de anular a influência sobre o relacionamento entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes, Silveira (2002) empregou variáveis de controle, que são: Setor de Atuação; Liquidez da Ação; Percentual de Ações Ordinárias do(s) Acionista(s) Controlador(es); Percentual de Ações Ordinárias dos Participantes do Acordo de Acionista; Ativo Total (valor publicado do respectivo ano); Dívida Total sobre Ativo Total; e Receita Operacional. Os dados utilizados pelo

autor foram coletados nos sistemas de informação Econômica, *Bloomberg* e Comissão de Valores Imobiliários (CVM).

Após analisar os resultados obtidos de acordo com a operacionalização mencionada, o autor identificou uma evolução estatística significativa, principalmente nas variáveis de valor das empresas, de 1998 a 2000, o que sinaliza uma percepção crescente do mercado em relação a adesão a melhor estrutura de governança denominada e aconselhada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de acordo com Silveira (2002).

Diante disso, a conclusão do autor foi que a relação entre governança corporativa e valor de mercado das companhias brasileiras é distinta da relação entre GC e o desempenho das empresas. A relação mais forte se deu com o valor de mercado, segundo Silveira (2002).

Não é exagero afirmar que as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas, embora não se possa afirmar com convicção que tenham desempenho superior. O tamanho do conselho apresenta uma relação certamente não linear com valor e desempenho, sendo mais forte com desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam um melhor desempenho financeiro. A independência do conselho, conforme definida operacionalmente, não parece importante. (SILVEIRA, 2002, p. 134)

Ainda sobre a mesma temática, Carvalho (2003) avaliou o efeito da adesão as melhores práticas de governança corporativa sobre preço, liquidez e volatilidade das 22 (vinte e duas) empresas brasileiras que migraram aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2002, conforme Carvalho (2003).

A metodologia empregada pelo autor foi o estudo de evento aplicado nas variáveis que foram estudadas, sendo elas preço, liquidez e volatilidade das ações, por meio da definição da janela do evento, num período antes e após a publicação da migração das empresas para os níveis diferenciados de GC, utilizando os índices de mercado IBOVESPA e IBX, de acordo com Carvalho (2003).

Após a análise dos resultados obtidos, o autor concluiu que a migração para os níveis diferenciados de GC da BOVESPA impacta positivamente as variáveis estudadas, gerando retornos anormais positivos, o que determinou aumento no volume de negociação, aumento na liquidez e redução da sensibilidade do preço das ações, segundo Carvalho (2003).

Outro estudo que trata do tema é o de Soares (2003), que verificou o desempenho das companhias de celulose e papel mediante sua adesão ao nível diferenciado de governança corporativa da BOVESPA Nível 1 bem como o desempenho do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Foram estudadas cinco empresas brasileiras entre os anos 2000 e 2003, conforme Soares (2003).

A metodologia utilizada pelo autor foi: comparar o desempenho dos índices que serão mencionados a seguir; confrontar o desempenho das ações das empresas em estudo antes e depois da listagem no Nível 1; comparar o desempenho das ações das empresas em estudo que são listadas no Nível 1 com o desempenho das ações de duas empresas que não são listadas, mas que possuem ações negociadas na BOVESPA; e verificar se as alterações nas taxas de crescimento das companhias aconteceram devido à adesão ao nível diferenciado. Os índices analisados, segundo Soares (2003), foram: Índice BOVESPA (IBOVESPA), que demonstra a média do mercado acionário brasileiro; Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), por demonstrar uma carteira formada somente por empresas listadas nos níveis diferenciados; índice Brasil (IBX), por representar uma carteira formada pelas companhias mais negociadas na BOVESPA; e o Índice do Setor de Energia Elétrica (IEE), por demonstrar a média dos valores das ações das empresas do setor elétrico listadas na BOVESPA, bem como por ser um índice muito utilizado para comparação de índices e ações. Os valores dos índices bem como das ações das companhias estudadas, foram coletados na agência de notícias *Bloomberg*, de acordo com Soares (2003).

De posse dos dados mencionados, o autor realizou, além da análise qualitativa, testes econométricos e estatísticos, que foram: teste de raiz unitária; teste de co-integração; cálculo da taxa geométrica de crescimento; ajustamento de uma poligonal; e regressões. O autor utilizou o *software* E-views 4.1 para realização das regressões e o aplicativo Excel para calcular as estatísticas e desenvolver gráficos.

Mediante análise dos resultados obtidos, o autor concluiu que existiu uma relação positiva entre as variáveis mencionadas, resultando num crescimento no valor das ações de todas as empresas analisadas. Entretanto, Soares (2003)

destaca que, o resultado de seu estudo pode ter sido definido devido ao número de observações não ter sido suficiente para captar a mudança.

Também sobre o mesmo tema, Vieira e Mendes (2004, p. 1) analisaram “[...] os impactos da democratização das sociedades, com a participação mais ativa dos acionistas e a descentralização das decisões com o aumento da autonomia das diretorias, no mercado brasileiro e suas empresas.”

Os autores realizaram uma comparação dos principais índices não setoriais da BOVESPA (IBrX-50, IBrX-100 e IBOVESPA) com o desempenho do IGC no período compreendido entre 2001 e 2004.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2010), o índice IBrX-50 mensura o “[...] retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BMFBOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis a negociação.”

Já o IBrX-100, segundo a BM&FBOVESPA (2010), “[...] é um fundo de índice que busca retornos de investimentos que correspondam de forma geral à performance, antes de taxas e despesas, do Índice.”

O IBOVESPA, conforme a BM&FBOVESPA (2010), retrata “[...] o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA e também de sua tradição.” De acordo com a BM&FBOVESPA (2010), o IBOVESPA “[...] é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro.”

Finalmente, o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), segundo a BM&FBOVESPA (2010), “[...] tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.”

As comparações realizadas pelos autores foram: variação acumulada dos índices; relação entre o valor da ação e o lucro líquido por ação; e a volatilidade e liquidez das carteiras, conforme Vieira e Mendes (2004).

Mediante análise dos resultados, os autores não puderam tirar conclusões robustas, principalmente devido a pequena amostra utilizada, de acordo com Vieira e Mendes (2004). Porém, com base nos resultados das comparações realizadas na variação acumulada dos índices e na relação entre o valor da ação e o lucro líquido por ação, pode-se dizer que existe uma possibilidade de uma relação positiva entre a prática da governança corporativa e o valor de mercado das empresas.

Outro estudo que trata do tema é o de Silveira, Barros e Famá (2005), que pesquisa a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor das empresas nacionais. Os autores selecionaram 154 (cento e cinquenta e quatro) companhias brasileiras no ano de 2002 para sua pesquisa.

O método de estudo utilizado pelos autores foi por meio de um conjunto de abordagens econométricas diferentes, a saber: regressões isoladas com mínimos quadrados ordinários, regressões isoladas com variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas, conforme Silveira, Barros e Famá (2005). As variáveis utilizadas foram: variáveis de mensuração do valor de mercado, sendo Q de Tobin e Múltiplo Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido; e variáveis de controle, sendo estrutura de propriedade; estrutura de capital; liquidez; índice de *payout*; rentabilidade; oportunidades de crescimento; porte da empresa; natureza da operação; setor de atuação; identidade do acionista controlador; emissão de ADRs; e adesão aos níveis de GC da BOVESPA, de acordo com Silveira, Barros e Famá (2005). A fim de mensurar a qualidade da governança corporativa, os autores utilizam o índice proposto por Silveira *et al* (2004a, *apud* Silveira, Barros e Famá, 2005) intitulado IGOV, que consiste num questionário de 20 (vinte) perguntas binárias e objetivas.

Mediante análise dos resultados de todos os procedimentos utilizados, os autores constataram a existência de uma relação positiva e significativa entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas.

Ainda sobre a mesma temática, Nakayasu (2006) pesquisou se os preços das ações das empresas brasileiras possuem relação com a adesão aos níveis diferenciados da BOVESPA. O autor analisou trinta e uma empresas brasileiras no período de 2001 a 2006.

O método de estudo empregado pelo autor foi o estudo de evento com base numa regressão linear simples entre os retornos das ações e os retornos da carteira de mercado (IBOVESPA). Foi elaborada uma análise da eficiência informacional do mercado na forma semiforte.

Nakayasu (2006) testou se existiram retornos anormais nas ações das companhias durante a janela do evento, sendo este teste baseado em duas amostras distintas, sendo a data do anúncio em jornais que as empresas aderiram aos níveis diferenciados de GC da BOVESPA e a data da adesão aos níveis diferenciados de GC da BOVESPA. A fim de detectar algum fator que influenciasse

no retorno das ações, foi elaborado um modelo multivariado com dados em painel e *cross-section*, conforme Nakayasu (2006). Os testes foram validados pela utilização dos valores críticos da distribuição normal (Z), já que a premissa foi que a distribuição dos retornos das ações se dá por meio de uma normal, segundo Nakayasu (2006).

Os quocientes obtidos demonstraram um resultado interessante. Referente à data do anúncio, os quocientes obtidos demonstraram relevantes retornos anormais médios acumulados, o que significa dizer uma constatada relação positiva entre adesão aos níveis diferenciados de GC da BOVESPA e valor de mercado das empresas, de acordo com Nakayasu (2006). Porém, se tratando da data da adesão, foram obtidos quocientes irrelevantes nos retornos anormais médios acumulados na janela do evento.

Diante disso, o autor concluiu que as práticas de governança corporativa do Nível 1 da BOVESPA, dentro de um contexto de eficiência informacional de mercado na forma semiforte, geraram retornos anormais às ações das empresas pesquisadas.

Outro estudo que trata do tema é o de Mello (2007), que analisou se existe relação entre o desempenho das ações das empresas brasileiras do setor elétrico e a adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados da BOVESPA. Seu estudo foi realizado com base em oito companhias brasileiras no período entre 2001 e 2007.

A metodologia empregada refere-se à aplicação de dois testes estatísticos nas variáveis dependentes (desempenho das empresas) e nas variáveis de comparação, para em seguida comparar o desempenho das empresas com estas últimas variáveis, conforme Mello (2007). Os testes estatísticos foram: teste de significância de *Mann-Whitney*, mais conhecido como *Teste U*, que segundo Stevenson (2001, *apud* Mello 2007) é utilizado para verificar se duas amostras independentes provêm de populações com médias iguais; e o coeficiente de correlação de Pearson que, conforme Stevenson (2001, *apud* Mello 2007), mensura o grau e a direção (positiva ou negativa) da correlação entre as variáveis. As variáveis dependentes utilizadas foram os seguintes indicadores do mercado coletados na base de dados Económica: preço das ações (PA), que informa o preço da ação ao final de cada mês; preço / valor patrimonial (PPL), que demonstra a relação entre o valor de uma ação e seu respectivo valor patrimonial por ação;

price sales ratio (PSR), que indica a relação entre o preço de uma ação e a receita líquida operacional por ação; e EV / EBIT (EE), que resgata o resultado da divisão do EV (valor de mercado de uma ação mais a dívida total líquida e a participação dos acionistas minoritários) e o lucro operacional (EBIT), segundo Mello (2007). Já as variáveis de comparação foram: índice BOVESPA (IBOVESPA) que, segundo Mello (2007, p. 60) demonstra “[...] a participação percentual do movimento em reais de uma ação nos últimos doze meses, em relação ao movimento geral da bolsa para o mesmo período.” E o Índice do Setor de Energia Elétrica (IEE), que mensura o desempenho das ações do setor de energia elétrica, de acordo com Mello (2007).

Após a análise realizada nas empresas listadas no Nível 1, Mello (2007) constatou quocientes relevantes para apenas 01 (uma) empresa em estudo. Já no Nível 2, nenhuma empresa demonstrou resultados significativos. No Novo Mercado apenas 01 (uma) empresa obteve quocientes relevantes. Diante disso, o autor concluiu que os resultados obtidos não forneceram suporte suficiente para a teoria de que a adesão ao novo mercado e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA teve influência relevante no desempenho das ações das empresas. Inclusive, em algumas situações de seu estudo foi constatada piora de alguns indicadores. Porém, ressaltou que talvez as variáveis utilizadas não sejam as mais precisas para analisar este fenômeno tão complexo. Além disso, o autor da pesquisa menciona que as empresas poderiam estar em fase de adaptação quanto às exigências da BOVESPA.

O Quadro 5 sintetiza a análise dos trabalhos mencionados anteriormente.

Quadro 5

Síntese dos estudos sobre a problemática abordada

Autor	Objetivo geral	Contexto / Período	Metodologia	Resultado
Silva (2002)	Analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade sobre o valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras	Empresas brasileiras / 2000 a 2000	Teste paramétrico de comparação de medidas e regressão linear múltipla entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes	Existe relação entre a estrutura de controle e propriedade e o valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras
Silveira (2002)	Avaliar se o valor de mercado e o	Empresas brasileiras /	Estatística de regressão	A relação entre valor e GC é

	desempenho de empresas brasileiras possuem relação com a estrutura de GC	1998 e 2000	múltipla do tipo transversal entre as variáveis dependentes e independentes	distinta da relação entre desempenho e GC, porém mais forte com valor de mercado das companhias brasileiras
Carvalho (2003)	Avaliar o efeito da adesão as melhores práticas de GC sobre preço, liquidez e volatilidade das ações das empresas	Empresas brasileiras / 2001 a 2002	Estudo de evento aplicado ao preço, liquidez e volatilidade das ações das empresas antes e depois da migração para os níveis diferenciados de GC da BOVESPA	O impacto da migração para os níveis diferenciados de GC da BOVESPA é positivo para as 03 (três) variáveis estudadas
Soares (2003)	Estudar o desempenho do valor das ações das empresas de celulose e papel que aderiram ao Nível 1 de GC	Empresas brasileiras / 2000 a 2003	Aplicação de testes econométricos e estatísticos em índices do mercado acionário e no valor das ações de empresas listadas e de empresas não listadas para comparação	O valor de todas as ações das empresas listadas no Nível 1 de GC aumentou mediante a adesão ao nível.
Vieira e Mendes (2004)	Analisar os impactos da democratização das sociedades, com a participação mais ativa dos acionistas e a descentralização das decisões com o aumento da autonomia das diretorias, no mercado brasileiro e suas empresas	Empresas brasileiras / 2001 a 2004	Comparação dos índices IBrX-50, IBrX-100 e IBOVESPA com o desempenho do IGC em relação a variação acumulada dos índices; relação entre o valor da ação e o lucro líquido por ação; e a volatilidade e liquidez das carteiras	Não puderam tirar conclusões robustas, principalmente devido a pequena amostra utilizada, porém existe possibilidade de uma relação positiva entre a prática da governança corporativa e o valor de mercado das empresas
Silveira, Barros e Famá (2005)	Pesquisar a influência da qualidade governança corporativa sobre o valor das empresas	Empresas brasileiras / 2002	Abordagens econométricas, tais como regressões isoladas com mínimos quadrados ordinários, regressões isoladas com variáveis instrumentais e	Existe relação positiva e significativa entre qualidade da governança corporativa e valor de mercado das empresas

			sistemas de equações simultâneas sobre diversas variáveis	
Nakayasu (2006)	Verificar se os preços das ações de empresas brasileiras possuem relação com a adesão destas empresas aos níveis diferenciados de GC	Empresas brasileiras / 2001 a 2006	Estudo de evento com base numa regressão linear simples entre os retornos das ações e os retornos da carteira de mercado numa janela de evento antes da adesão e depois	No contexto de eficiência informacional de mercado na forma semiforte, a adesão ao Nível 1 de GC possui relação positiva com o valor das ações das companhias
Mello (2007)	Analisar a existência da relação entre desempenho das ações das empresas do setor elétrico e a adesão aos níveis diferenciados de GC	Empresas brasileiras / 2001 a 2007	Aplicação de dois testes estatísticos nas variáveis dependentes e de comparação para confrontar os resultados entre as duas variáveis	Não existiu relação relevante no desempenho das ações das empresas com a adesão aos níveis diferenciados da BOVESPA

Fonte: Elaboração própria.

Diante dos estudos avaliados, nota-se que a relação existente entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e o valor de mercado das empresas, na maioria dos casos, é positiva do ponto de vista financeiro. Ou seja, ao aderir aos níveis de GC o valor de mercado das empresas tende a aumentar.

4 METODOLOGIA

4.1 Tipo da pesquisa

A natureza da pesquisa desta proposta de estudo é quantitativa devido aos dados que serão utilizados.

A pesquisa quantitativa tem como objetivo a eficiência dos dados, a precisão dos resultados, o que evita interpretações errôneas, segundo Gressler (2004).

A abordagem quantitativa caracteriza-se pela formulação de hipóteses, definições operacionais das variáveis, quantificação nas modalidades de coleta dos dados e informações, utilização de tratamentos estatísticos. A realidade é constituída de fatos que podem ser observados. Os critérios da cientificidade são a verificação, a demonstração, os testes e a lógica matemática. (GRESSLER, 2004, p. 43)

Esta pesquisa é descritiva pelo fato de descrever a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e valor de mercado das empresas.

Segundo Gil (1991, p. 46), a pesquisa descritiva “[...] tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.”

Podemos dizer ainda que a pesquisa deste trabalho é explicativa devido a mesma explicar os motivos pelos quais pode-se existir relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e valor de mercado das empresas.

Vergara (2000, p. 47) define que o objetivo da pesquisa explicativa é “[...] esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno.”

4.2 Unidades de análise e observação

As unidades de análise desta proposta de estudo são as empresas brasileiras do setor elétrico que estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. As mesmas estão indicadas no capítulo introdutório deste trabalho.

Já as unidades de observação são os dados econômico-financeiros das mencionadas empresas. Os dados que serão observados, ou seja, as variáveis, que inclusive estão relatadas no item 4.4 deste capítulo, são referentes ao período entre 2006 e 2010, compreendendo um total de 05 (cinco) exercícios das companhias.

4.3 Instrumentos de coleta de dados

Os dados deste estudo são provenientes de pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e levantamento.

A pesquisa bibliográfica é a consulta a obras já finalizadas e publicadas por seus autores, conforme Gil (1991).

De acordo com Gil (1991, p. 48), a pesquisa bibliográfica “[...] é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos.”

Já a pesquisa documental refere-se a investigação realizada em:

“[...] documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas: registros, anais, regulamentos, circulares, ofícios, memorandos, balancetes, comunicações informais, filmes, microfilmes, fotografias, videoteipe, informações em disquete, diários, cartas pessoais e outros. (VERGARA, 2000, p. 48)

O levantamento, basicamente, refere-se a coleta de informações em uma determinada fonte acerca do problema em estudo. Em seguida, após análise quantitativa, pode-se concluir a partir dos dados coletados, segundo Gil (1991). No caso desta proposta de estudo, os dados econômico-financeiro das empresas serão levantados na base de dados Económica.

4.4 Tratamento dos dados

Os dados serão tratados num estudo de evento antes e depois da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA por parte das empresas que serão estudadas, partindo-se de uma regressão linear simples entre as variáveis dependentes (retornos das ações) e as variáveis independentes ou

explicativas (retornos da carteira de mercado – IBOVESPA), assim como realizado por Nakayasu (2006).

Segundo MacKinlay (1997, *apud* Nakayasu 2006), estudo de evento é a mensuração do impacto de determinado evento no valor de mercado das empresas, com base em dados econômico-financeiros. Conforme Nakayasu (2006, p. 47), “[...] sua utilidade é proveniente do fato de que os efeitos de um evento serão refletidos imediatamente nos preços das ações, dada a racionalidade do mercado em absorver a notícia.”

De acordo com MacKinlay (1997, *apud* Nakayasu, 2006, p. 48) e com Campbell, Lo e MacKinlay (1997, *apud* Nakayasu, 2006, p. 48), o estudo de evento, basicamente,

“[...] compreende sete etapas fundamentais: definição do evento; critérios de seleção da amostra; mensuração dos retornos normais e anormais; procedimentos de estimação; procedimentos de teste; resultados empíricos; interpretação e conclusões.” (MACKINLAY, 1997, *apud* NAKAYASU, 2006, p. 48 e CAMPBELL, LO e MACKINLAY 1997, *apud* NAKAYASU, 2006, p. 48)

Análise de regressão ocupa-se do estudo da dependência de uma variável, a variável dependente, em relação a uma ou mais variáveis, as variáveis explicativas, com o objetivo de estimar e/ou prever a média (da população) ou o valor médio da dependente em termos dos valores conhecidos ou fixos (em amostragem repetida) das explicativas. (GUJARATI, 2000, p. 4)

4.5 Técnicas de análise de dados

Em meio aos dias que serão definidos para análise, tem-se a necessidade da definição da janela de estimação, janela do evento e janela de comparação. A janela de estimação é um determinado período antes da janela do evento, sendo esta última referente a um período em que consta a data efetiva do evento. Já a janela de comparação, compreende um certo período após o evento, segundo Nakayasu (2006). Serão definidos 50 (cinquenta) dias antes e 10 (dez) dias depois do evento (adesão aos níveis diferenciados de GC da BOVESPA), sendo o dia 0 (zero) a data do evento. A janela de estimação (L1) compreenderá os dias -50 e -6; a janela do evento (L2) será composta pelo período entre os dias -5 e 5; e a janela de comparação (L3) será constituída pelo período entre os dias 6 e 10.

A Figura 1 ilustra a linha de tempo do estudo de evento que será realizado.

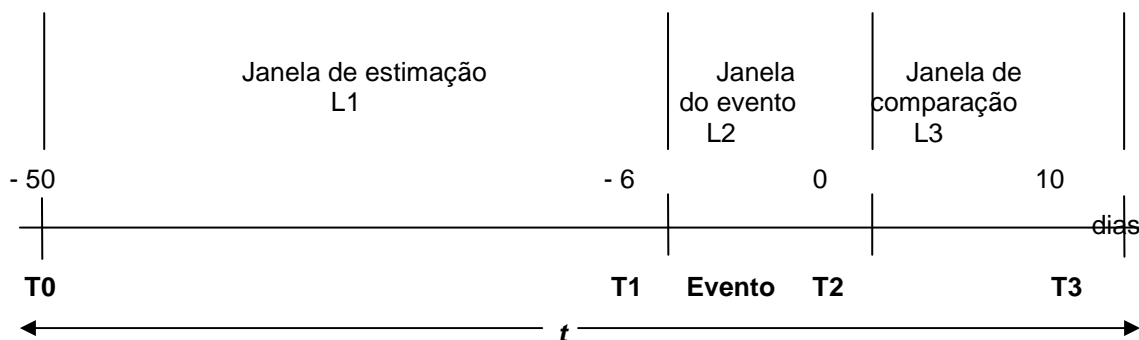


Figura 1 – Linha de tempo do estudo de evento
 Fonte: Adaptado de Nakayasu (2006)

Em seguida, será aplicada uma regressão linear simples entre as variáveis dependentes (retornos das ações) e as variáveis independentes (retornos do mercado) no período da janela de estimação. Logo após, serão calculados os retornos anormais das ações durante a janela do evento. Em seguida será obtido o retorno anormal médio e definidas as hipóteses da pesquisa. A hipótese nula (H_0) será: A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA por parte das empresas do setor elétrico, não gera retornos anormais aos preços das ações destas companhias. A hipótese alternativa (H_1) será: A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA por parte das empresas do setor elétrico, gera retornos anormais aos preços das ações destas companhias. Por fim, será calculado o retorno anormal médio acumulado padronizado, o qual será comparado aos valores críticos da distribuição normal (Z), referente a um nível de significância de 10%.

Diante dos quocientes obtidos, a hipótese nula (H_0) será aceita ou rejeitada, situação esta que será seguida de conclusões e considerações finais.

4.6 Resultados esperados

Espera-se que mediante a efetivação deste estudo proposto sejam encontrados retornos anormais positivos e significativos, ou seja, que exista um impacto positivo da adesão aos novos padrões de GC da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas, corroborando com a conclusão da quase totalidade das pesquisas mencionadas neste trabalho.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa é um tema que tem sido abordado em muitos trabalhos de pesquisa dada a importância do assunto. Com seus diversos mecanismos de controle, a GC visa garantir a eficiência administrativa da empresa, para que, conseqüentemente, maximize o valor da empresa e a riqueza dos proprietários (acionistas). Tomando a atenção de executivos e principalmente de proprietários, a GC, basicamente, é uma estratégia focada principalmente nos ganhos dos proprietários, situação esta que despertou interesse em investidores e no mercado de ações. Diante deste interesse despertado, a maioria dos trabalhos que envolvem governança corporativa objetivam verificar se existe um maior retorno por parte das empresas que praticam a governança corporativa.

Esta proposta de estudo analisou pesquisas realizadas que tiveram o objetivo de verificar a existência de maiores ganhos por parte das empresas que adotaram as boas práticas de governança corporativa. Este trabalho pretende também fomentar a efetivação deste estudo assim como a elaboração de outros, porém com variáveis distintas e metodologias diferentes a fim deste vasto tema ser mais explorado e resultados ainda mais robustos serem encontrados.

Mediante leitura das pesquisas que foram abordadas nesta proposta de estudo, as quais utilizaram variadas metodologias e diversas variáveis, principalmente após análise das conclusões dos diversos autores, nota-se que a quase totalidade das pesquisas confirmaram ou sinalizam um aumento no valor das ações das empresas após adoção das boas práticas de governança corporativa. Diante desta informação, espera-se que mediante a efetivação deste estudo proposto sejam encontrados retornos anormais positivos e significativos, ou seja, que existe um impacto positivo da adesão aos novos padrões de GC da BOVESPA sobre o valor de mercado das empresas, corroborando com a conclusão da quase totalidade das pesquisas mencionadas neste trabalho.

Vale ressaltar que, mesmo diante de vários trabalhos publicados sobre governança corporativa, da BOVESPA lançar listagens voluntárias de padrões de GC e do IBGC fomentar o tema no Brasil, a governança corporativa no país só não é tão valorizada e adotada como nos países anglo-saxões devido a falta de garantia da aplicação das leis nacionais, visto que o sistema de proteção legal do Brasil é

fraco por se basear no Direito Civil Francês, fato este que, inclusive, implica diretamente no desenvolvimento do mercado de capitais. Caso nosso sistema de proteção legal fosse de forte intensidade, sinaliza-se que existiriam maiores investimentos no Brasil, tanto por parte de investidores externos a empresa (nacionais ou estrangeiros) quanto por parte dos já proprietários das companhias, visto que os investidores estariam mais seguros em investir num país que os protegeriam legalmente a favor de seus direitos como proprietários (acionistas) contra qualquer situação que viesse a ocorrer.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEEL agência nacional de energia elétrica. Desenvolvido por: Governo federal. Demonstra informações diversas sobre a energia elétrica do Brasil. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em: 15 nov. 2010. Site.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

BM&FBOVESPA. Desenvolvido por: BM&FBOVESPA, 2010. Apresenta informações sobre a administração da bolsa de valores e balcão organizado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 03 nov. 2010. Site.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. In: SEMINÁRIO DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA DA PUC RIO, 2003, Rio de Janeiro, RJ. P. 29. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2003/MIGRACAO.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2010.

CICOGNA, Maria Paula Vieira. **Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais**. 2007. 160 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&Lang=pt-br>. Acesso em: 08 nov. 2010.

ELETROBRAS. Desenvolvido por: Eletrobras. Apresenta informações das atividades da empresa e de notícias do setor elétrico. Disponível em: <<http://www.elektrobras.com>>. Acesso em: 15 nov. 2010. Site.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

GRESSLER, Lori Alice. **Introdução à pesquisa: projetos e relatórios**. 2. ed. São Paulo: Loyola, 2004.

HITT, Michael A.; HOSKISSON, Robert E.; IRELAND, R. Duane. **Administração estratégica**. São Paulo: Thomson, 2002.

IBGE instituto brasileiro de geografia e estatística. Desenvolvido por: Governo federal. Demonstra informações das atividades do órgão federal. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia_visualiza.php?id_noticia=1766&id_pagina=1>. Acesso em: 06 dez. 2010. Site.

INSTITUTO brasileiro de governança corporativa. Desenvolvido por: IBGC, 2010. Apresenta informações sobre governança corporativa no Brasil e sobre a instituição. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 17 out. 2010. Site.

MARTINS, Henrique Cordeiro. **Governança corporativa em cenário de mudanças**: evidências empíricas das alterações dos atributos, papéis e responsabilidades do conselho de administração das empresas brasileiras. 2004. 256 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004. Disponível em: <http://www.cepead.face.ufmg.br/index.php?option=com_wrapper&view=wrapper&Itemid=209>. Acesso em: 03 nov. 2010.

MELLO, Othon Pereira de. **Governança corporativa versus desempenho das ações**: um estudo das empresas do setor elétrico no âmbito da Bovespa. 2007. 109 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte, 2007.

Ministério de minas e energia. Desenvolvido por: Governo federal. Demonstra informações sobre as atividades do órgão federal. Disponível em: <http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/noticias/2010/PDE2019_03Maio2010.pdf>. Acesso em: 06 dez. 2010. Site.

NAKAYASU, Gilberto Noboru. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no brasil**. 2006. 134 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&Lang=pt-br>. Acesso em: 08 nov. 2010.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no brasil**. 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&Lang=pt-br>. Acesso em: 08 nov. 2010.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. **Novo mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas de nível 1 de governança corporativa. 2003. 98 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&Lang=pt-br>. Acesso em: 03 nov. 2010.

PEREIRA FILHO, Antônio Dias. Teoria da agência. **Jornal Estado de Minas**, Belo Horizonte, 10 nov. 2009. V. 24782, p. 7-7.

PEREIRA FILHO, Antônio Dias. **As bases da governança corporativa**: teoria da agência e teoria dos custos de transação. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, 2010a. 12 f. Contém conceitos para aulas teóricas de governança corporativa. Apostila.

PEREIRA FILHO, Antônio Dias. **Governança corporativa**. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, 2010b. 13 f. Contém conceitos para aulas teóricas de governança corporativa. Apostila.

SILVA, Alex Sandro Rodrigues da *et al.* A lei sarbanes oxley e seus efeitos nas transparências para os investidores brasileiros em empresas s/a. São Paulo, p. 1-16, dez. 2007. Disponível em: <http://www.praticacontabil.com/contadorperito/Lei_Sarbanes_Oxley_e_seus_efeitos.pdf>. Acesso em: 06 nov. 2010.

SILVA, André L. C. da. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. 128 f. Tese (Doutorado) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2002. Disponível em: <http://www2.coppead.ufrj.br/port/index.php?option=com_docman&Itemid=204&task=cat_view&gid=45&dir=ASC&order=date&limit=10&limitstart=10>. Acesso em: 18 nov. 2010.

SILVA, André L. C. da. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006a.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração e novo modelo de gestão para redução do custo de capital e geração de valor ao negócio**. São Paulo: Atlas, 2006b.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&Lang=pt-br>. Acesso em: 08 nov. 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. **Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil**. Revista Brasileira de Finanças, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2005. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1153/366>>. Acesso em: 18 nov. 2010.

SOARES, Carlos Roberto Pena. **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003**. 2003. 97 f. Dissertação (Mestrado) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2003. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&Lang=pt-br>. Acesso em: 08 nov. 2010.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/>

Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2205.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2010.