

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Blindam as Firms Contra Crises Financeiras? Uma Análise da Crise Financeira de 2008

Resumo

Este artigo investiga o reflexo da crise financeira de 2008 nos retornos das empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa (GC) e do Mercado Tradicional (MT). A adesão às boas práticas de GC instituída pela Bovespa pressupõe, entre outras, uma administração transparente e confiável que propicia, além da diminuição da assimetria de informações, respeito aos pequenos acionistas, solução de conflitos e proteção aos investidores. Em troca, presume-se uma blindagem contra períodos de turbulência por meio de benefícios e vantagens como a valorização das ações. Utilizando a metodologia de estudo de eventos, esta pesquisa tem como objetivo comparar estatisticamente se as empresas que optaram pela adesão tiveram um desempenho superior baseado na média das variações dos preços das ações em comparação com as que não optaram pela adesão. Como principal conclusão, verificou-se que a adesão não resultou em blindagem contra a crise. A análise dos retornos demonstrou que as empresas dos níveis diferenciados tiveram desempenho inferior, contrariando pesquisas anteriores, o que nos fornece indícios de que fazer parte dos níveis diferenciados de GC não traz benefícios em períodos conturbados de crise.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Crise financeira de 2008. Estudo de eventos.

Abstract

This paper investigates the reflection of the financial crisis of 2008 in the returns of companies listed on different levels of Corporate Governance (CG) and the Traditional Market (TM). Adherence to good CG practices established by Bovespa requires, among others, a transparent management system that provides beyond the reduction of asymmetric information about the small shareholders, resolving conflicts and protecting investors. In exchange it is assumed a shield against pe-

Anete Alberton

Biguaçu-SC

Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da UNIVALI¹

anete@univali.br

Antônio Miguel Cavalheiro Moletta

Biguaçu-SC

Técnico em Contabilidade - CRC SC- 31105/0-5

Administrador de Empresas - CRA/SC 11373

Pós-graduação em Gestão Empresarial pela FGV²

Mestrando em Administração pela UNIVALI¹

miguel@whbrasilconsultoria.com.br

Rosilene Marcon

Biguaçu-SC

Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da UNIVALI¹

rmarcon@univali.br

riods of turbulence, through benefits and advantages as recovery actions. Using event study methodology, this research aims to compare statistically the companies that have opted for accession had a superior performance, based on the average of the variations of stock prices compared with those not opted for membership. As a main conclusion it was found that adherence did not result in shielding the crisis. The analysis of the returns showed that companies of different levels had lower contradicting previous research, which provides us with evidence that part of different levels of CG is no benefit in troubled times of crisis.

Key words: Corporate Governance. Financial crisis of 2008. Event study.

¹UNIVALI – Universidade do Vale do Itajaí – CEP: 88160-000 – Biguaçu – SC

² FGV – Fundação Getúlio Vargas – CEP: 89010-350 - Blumenau – SC

Artigo recebido em 20/10/2010 e aceito em 28/06/2011.

1. Introdução

A literatura científica sobre Governança Corporativa (GC) tem a cada dia ganhado mais espaço nos meios acadêmicos e empresariais. Diversos autores têm pesquisado o tema correlacionando transparência, assimetria de informações, custo de agência com custo de capital e valor das ações (JENSEN E MECKLING, 1976; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SIILEIFER e VISHNY, 2000; SILVEIRA, 2004; IQUIAPAZA, GRUBERGER E SANTOS, 2006; MENDES-DA-SILVA, MARTELANC, 2006; MARTINS, SILVA, NARDI, 2006; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2006; RABELO, ROGERS, RIBEIRO, MENDES-DA-SILVA, 2007; MAZER E NAKAO, 2008; MICHALISCHEN e PAIVA, 2009) buscando evidências científicas que confirmem as vantagens, atestem a relevância e a importância que a adoção das Boas Práticas de GC (BPGC) pode agregar às firmas.

Juntamente com afirmações, tanto da Bovespa quanto do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), os trabalhos sobre GC têm demonstrado que a adoção de boas práticas como, por exemplo, a solução de conflitos societários, transparência, redução da assimetria informacional (VERRECCHIA, 2001) e proteção aos investidores propiciam benefícios como a valorização das ações (LA PORTA *et al.*, 2000), redução do risco (RABELO *et al.*, 2007), melhor performance se comparadas com empresas não optantes (SROUR, 2005; ROGERS *et al.*, 2006), aumento na demanda por papéis destas empresas, valorizando os títulos de sua emissão, e consequentemente a redução do custo de capital (PEIXE, 2003).

Esses fatos, associados a uma exigência dos demandantes, sejam eles pequenos investidores, fundos de pensão, grandes investidores nacionais ou estrangeiros, entre outros, têm levado a uma maior preocupação das empresas com relação à governança baseada no pressuposto de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de GC. Gamez (REVISTA BOVESPA, 2006), na edição de abril/junho, em sua reportagem de capa cujo título é “O valor da governança corporativa”, propõe que, além de estar em alta no mundo corporativo, a GC agrega valor aos negócios e aos preços das ações, acrescentando que as transações com as ações listadas nos níveis diferenciados superaram as que ainda não aderiram e que os investidores estão dispostos a pagar por estas ações.

Um estudo da Publicação Anuário Análise citado por Carnier (REVISTA BOVESPA, 2007) revelou por meio da análise dos números de 294 empresas de capital aberto que os lucros das empresas que aderiram à GC tendem a superar “os das empresas menos atentas à transparência”. Segundo a publicação, a rentabilidade sobre o patrimônio foi de 14,6% no período de 12 meses, terminando em setembro de 2006, contra 4% das que não adotaram as boas práticas. Já para o investidor, a vantagem é a maior segurança e a oportunidade de comprar o que a Bovespa chama de “produto ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito a voto, que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.

Assumindo-se que a adoção de boas práticas propicia um melhor desempenho com relação à rentabilidade e ao valor das ações e o custo de capital, por exemplo, seja em períodos “normais” ou de baixa turbulência, seja após eventos como a adesão aos níveis de GC (CARVALHO, 2003; TAVARES FI-

LHO, 2006), ou no lançamento de ADRs, aumentando o valor da ação, reduzindo o custo de capital e aumentando a segurança contra expropriação, espera-se que, em períodos de crise, seja financeira, econômica, de confiança ou de crédito, a GC propicie uma espécie de blindagem que, se não aumenta o valor da ação, pelo menos o mantenha estável.

Srouf (2005), testando a eficácia dos contratos privados e a performance das firmas em períodos de crise – Crise Asiática (1997) e Crise de 11 de Setembro (2001) –, as quais ele chamou de choques de retorno, encontrou como resultado que as firmas que tenham mecanismos de proteção aos minoritários e maior transparência de informações obtiveram uma queda relativa menor em seus retornos, ressaltando que, durante a Crise de 11 de Setembro, período em que a Bovespa criou o N1GC (Agosto de 2001 como pré-requisito do Novo Mercado), as empresas que já tinham contratos privados obtiveram entre 6% e 7% de retorno relativo maior do que as demais.

Segundo Srouf (2005), pode-se afirmar pelos resultados desta pesquisa que melhores práticas de GC tendem a diminuir a volatilidade dos retornos da firma durante períodos de crise.

Carvalho (2003) analisou, entre outros, o efeito da migração para os níveis diferenciados no preço das ações. O trabalho consistiu em projetar os retornos que deveriam ser observados no momento da migração e compará-los com os retornos obtidos de fato e, como resultado, observou que a adoção é percebida e valorizada pelo mercado, uma vez que as empresas tiveram valorização perante as demais.

Entretanto, Aguiar *et al.* (2004), analisando empresas que migraram para o N1GC, constatou que não houve mudanças significativas na quantidade médias das ações, nem sofreram mudanças significativas no volume médio, e também não apresentaram valorização significativa no preço médio das ações, como era de se esperar. Resultado semelhante ao de Salmasi (2007), que, analisando se financiadores estariam menos expostos à expropriação de seu capital, o que facilitaria a comercialização de suas ações e o acesso ao mercado de capitais por empresas não financeiras que aderiram à GC, chegou à conclusão de que elas não tiveram impacto significativo no custo de capital próprio, ou seja, a adoção da GC não trouxe benefícios com relação ao custo de capital próprio.

Michalischen *et al.* (2009), analisando a valorização das ações das empresas que voluntariamente aderiram aos níveis diferenciados, chegou à conclusão de que, apesar de ter um retorno anormal positivo no momento do anúncio, na efetiva migração, o resultado não foi significativo.

Portanto, estudos publicados até então não colocam um ponto final no assunto, sugerindo que há muito para pesquisar; porém, salientam que a GC tem reflexos positivos no valor das ações, destacando que a premissa dos pesquisadores está em atestar que a boa GC produz demanda pelos investidores. o que resulta em custo de capital menor e valorização das ações.

Hui e Jing-Jing (2008), em seu estudo na China, acrescentam que empresas com GC deveriam ser menos propensas a sofrer com os custos de dificuldades financeiras que as empresas cuja gestão é inadequada. Teoricamente, uma boa GC previne as firmas contra dificuldades financeiras e também contra falência. (BEAVER, 1966; BRANCH, 2002; HUI E JING-JING, 2008), principalmente em períodos de crise como a financeira de 2008.

A crise financeira de 2008, que teve seu início em 2007, refletiu-se em 2008 e 2009, e ainda perdura, abalando o mercado financeiro, derrubando bolsas, acarretando uma onda de demissões pelo mundo e fechando bancos investidores nos Estados Unidos, muito semelhante à crise da década de 80 (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000) que, apesar de ocorrer por motivos diversos, veio para pôr à prova a eficácia e a eficiência da GC e dos CA. O Ibovespa, que é o mais importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro e que retrata o comportamento dos principais papéis negociados, chegou a cair 24,6%, no mês de outubro de 2008. Segundo a Bovespa (2009), os meses de julho a outubro de 2008 foram os piores, quando os bancos centrais, no mundo todo, entraram em ação injetando recursos, cortando juros e colocando mais liquidez no mercado.

A queda do Ibovespa provocada pela crise levantou algumas questões a serem pesquisadas e respondidas com relação à estabilidade do mercado acionário no Brasil e no mundo. Neste contexto e por estas razões, o intuito desta pesquisa é analisar o evento da crise financeira de 2008 comparando as empresas listadas nos níveis diferenciados de GC com as empresas listadas no MT através de *O método de estudo de eventos* (FAMA *et al.*, 1969; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Inicialmente, serão tratados o problema de pesquisa e o objetivo, os conceitos de GC relacionados à segurança patrimonial e ao valor para os acionistas, sua importância e reflexos nos resultados das empresas, bem como os aspectos relevantes da crise financeira de 2008 e o seu impacto nos mundos acionário e corporativo. Nas seções seguintes, apresenta-se a metodologia da pesquisa, a análise dos resultados e as conclusões e considerações finais.

2. Problema de Pesquisa e Objetivo

O objetivo deste artigo é demonstrar por meio de um estudo de eventos a análise do retorno nominal e anormal calculados pelo modelo ajustado ao mercado, sendo considerado o Ibovespa como mercado doméstico; e se as empresas optantes pelas boas práticas de GC tiveram desempenho melhor em relação às empresas do MT, o que se pressupõe uma blindagem contra a crise, procurando-se responder a pergunta: "Os níveis diferenciados de Governança Corporativa blindam as firmas contra crises financeiras?"

3. Fundamentação Teórica

3.1 Governança Corporativa

A GC se desenvolveu a partir do entendimento e da necessidade de se criar mecanismos de proteção e transparência das relações relacionadas à propriedade, como objeto da administração e da contabilidade, aos proprietários, aos grandes acionistas e principalmente em respeito aos pequenos acionistas. Ripert (1947 *apud* Branco, 2004, p. 1) esclarece este conceito relatando uma discussão no Senado estado-unidense em que o seguinte discurso, digno de nota, foi proferido por Lesaché:

"É por milhares que se contam os acionistas com pequeno número de ações cada um. Assim o haver do que se chama corretamente grandes bancos, grandes companhias, não constitui propriedades de alguns gordos magnatas, como ge-

ralmente se crê, mas, ao revés, propriedade de milhões de pequenos indivíduos que economizaram tostão por tostão para comprar uma ação e a quem nós temos o dever de proteger".

Esta é, entre outras, uma das mais importantes abordagens sobre GC.

Para Silveira (2002) e Silveira e Barros (2008), a GC pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. No argumento de diversos autores, é unânime que o objetivo principal de uma empresa é o retorno (SHIN; SOENEN, 1998; JENSEN, 2001; DELOOF, 2003; COPAT *et al.*, 2007; MESQUITA, 2008) e uma empresa que gera valor, consequentemente, gera desenvolvimento, diminui o desemprego e gera renda. Para Grün (2003), a GC é um motor de aceleração do desenvolvimento.

A segurança patrimonial e de valor para os acionistas são os pilares da GC e a adesão às boas práticas de GC pressupõe mais segurança e valor para as empresas. Para Carver e Oliver (2002), a GC tem duas qualificações importantes, como sendo o governo da propriedade em ação e o real valor tanto patrimonial quanto financeiro. Para os autores, tem-se no zelo pelas "boas" práticas determinadas pelo IBGC e pelas próprias corporações, baseadas nas políticas que derivam da finalidade e da natureza da autoridade do conselho, a integridade da propriedade e do seu devido retorno, assegurando aos acionistas o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva através do CA (IBGC, 2009). Para Lashgari (2004), espera-se que os Gestores Corporativos ajam em nome dos acionistas com o objetivo de obter um retorno sobre seus investimentos, e que pelo seu desempenho possam criar e adicionar valor como também destruir a riqueza patrimonial. Mazer e Nakao (2008) afirmam que a GC surgiu a partir da necessidade de controle empresarial, ou seja, controlar as ações da direção da empresa.

A GC objetiva administrar e minimizar os problemas de agência que envolve a separação entre propriedade e controle, pressupondo equilíbrio de poder entre os *stakeholders* (LA PORTA *et al.*, 1998; SILVEIRA *et al.*, 2003; Carvalho, 2003). Ela pode ser vista como uma força que regula o poder dos grupos de *stakeholders* (MACMILLAN; TAMPOE, 2000). A teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976) contribui para a discussão do assunto quando demonstra a existência de uma relação entre administradores e proprietários, onde os primeiros são remunerados pela maximização da riqueza dos segundos, e reforça a necessidade da separação entre propriedade e gestão, o que, entre outras vantagens, propicia o aumento da qualidade da GC.

Quando ocorre a maximização dos interesses dos administradores, chamamos de expropriação da riqueza dos acionistas, fato este ocorrido no caso da Enron, noticiado em julho de 2002 pela BBC Brasil. Segundo o Senado estado-unidense, "o conselho sabia e ignorou evidências de problemas financeiros" e, por meio de um relatório do próprio Senado, "o conselho falhou ao proteger os acionistas" e, ainda pior, "contribuiu para o colapso da empresa" (BBC BRASIL, 2007). Os recentes escândalos éticos e financeiros (Enron, Worldcom e a Imclone Systems) colocaram em cheque os papéis dos CA,

os lançamentos contábeis e as auditorias externas, motivando discussões sobre GC e a sua importância no arcabouço financeiro internacional. (MARTINS; RODRIGUES, 2005).

Para o IBGC (2009), a GC é um sistema de direção e monitoração que envolve os relacionamentos de todos os *stakeholders*, independente de quais sejam, e que tem na adoção das boas práticas de GC, por meio do Código das Melhores Práticas de GC, a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. As empresas que adotam as boas práticas de GC agregam vantagem para os acionistas e agregam valor para os investidores por meio da melhor qualidade das informações prestadas, e da redução das incertezas no processo de avaliação do investimento e do risco associado a ele.

O Código das Melhores Práticas de GC, editado pela Bovespa pela primeira vez em 1999, além de definir o que é GC, conceitua os princípios básicos da boa governança: transparência das informações, a administração deve cultivar o desejo de informar; equidade, baseada no tratamento justo e igualitário de todos os grupos, sem discriminação de minorias, partes interessadas (*stakeholders*), trabalhadores, clientes, fornecedores ou credores; prestação de contas, onde os administradores devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e responder integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seu mandato; e a responsabilidade corporativa, pela qual conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade).

Silveira *et al* (2008) acrescentam que a GC pode ser entendida como um determinante da estrutura de capital, onde as ações das empresas adeptas às boas práticas teriam um valor adicionado; enquanto que, em mercados não adeptos, os investidores aplicariam um desconto no valor das ações, de forma a garantir que estariam pagando por elas um valor justo.

O mercado acionário brasileiro possui hoje cinco segmentos: o Nível 1 (N1GC), o Nível 2 (N2GC), o Novo Mercado (NMGC), o Mercado Tradicional (MT) e o mais novo segmento, o “Bovespa Mais” (BOVESPA, 2009). Os Níveis 1 e 2 são níveis diferenciados de GC, implantados pela Bovespa em 2000 e que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias, principalmente aquelas que já detêm ações negociadas na bolsa. O NMGC é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas adicionais em relação ao que é exigido pela legislação e foi direcionado para empresas que desejam abrir seu capital, como ocorreu com a entrada do Banco do Brasil, quando 50 mil pessoas compraram os papéis. O MT é um nível em que não há qualquer preocupação adicional com a transparência, não tendo regras para o *free float* e permitindo a existência de ações ON e PN, contrariando o NMGC, que permite apenas ações ON. A divulgação das Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional e a adoção da Câmara de Arbitragem do mercado também são facultativas, o que lhe imputa problemas de transparência, que é um dos pontos cruciais da adoção das Boas Práticas de GC.

As empresas que aderem aos níveis diferenciados passam a ter uma série de compromissos e de prestação de informações de forma a facilitar o acompanhamento e a fiscalização dos atos dos CA e da GC que garantam igualdade e respeito a todos, sejam grandes ou pequenos investidores. Um dos compromissos assumidos e de extrema importância é a obrigatoriedade da adesão à “Câmara de Arbitragem da Bovespa”, que tem a incumbência de dirimir questões oriundas dos contratos dos níveis diferenciados (BOVESPA, 2009). A pré-condição pontual nos níveis diferenciados está na obrigatoriedade de lançar ações ordinárias (com direito a voto). É na premissa “uma ação, um voto” que está o centro da “Boa Governança Corporativa”, isto é, a geração de valor para os acionistas passa pela garantia de alinhamento entre controladores e minoritários, e é com essas características que se pressupõe uma blindagem contra crises financeiras.

3.2 A Crise Financeira de 2008

A crise financeira de 2008 teve a sua “bolha” estourada inicialmente nos Estados Unidos decorrente da falta de liquidez dos títulos do mercado imobiliário chamados “*subprimes*” (hipotecas de alto risco), crédito para quem não tem, que são títulos referentes à modalidade de empréstimos de segunda linha do país. Com taxas baixas para o mercado estado-unidense e com boas condições de financiamento, os bancos financiaram credores que não tinham capacidade para pagar confiando no aquecimento do mercado imobiliário, não levando em consideração o binômio risco-retorno (ASSAF NETO, 2003) e, em seguida, transformaram estes empréstimos hipotecários em papéis e negociaram com outras instituições financeiras.

Com o aumento dos juros, a “bolha” estourou e a situação, que poderia ser revertida, ficou ainda pior quando Alan Greenspan, presidente do FED até 2006, corroborado por Nouriel Roubini, o “doutor catástrofe”, alardearam que a crise era igual à crise de 1929, gerando uma recessão pela retirada de liquidez do mercado e a diminuição do consumo. Neste cenário a crise eclodiu. Segundo Nassar (REVISTA BOVESPA, 2007), fundos, investidores, compradores de residências e imobiliárias intermediárias quebraram, reduziram-se os lucros dos bancos, a crise ameaçou contaminar outras praças (na Europa), derrubou bolsas de valores mundo afora (exceto na China), levou insegurança e volatilidade aos mercados, tudo isso finalizando com a quebra de um dos maiores bancos financeiros estado-unidenses, o Lehman Brothers, em setembro de 2008, no ápice da crise.

A crise financeira de 2008 foi considerada de grandes proporções; porém, não foi nem de perto parecida com a crise de 1929, quando até bancos comerciais quebraram. Fato que até hoje não se percebeu como reflexo desta última crise. É mais uma crise de confiança do que de crédito propriamente dita, muito bem explicada por Stephen Kanitz (2009) e Bresser-Pereira (2009).

As dificuldades financeiras se alastraram em empresas brasileiras em função do *boom* no mercado estado-unidense que puxou as ações para baixo, decorrente principalmente da falta de liquidez, o que levou o governo a intervir no mercado injetando recursos, liberando crédito, diminuindo a carga tributária (leia-se IPI), não confiando na autorregulação e fazendo cair por terra o que Fahir *et al.* (2009) chamaram de princípio básico da autorregulação, ou seja, para evitar a ocorrência de

episódios que possam transformar-se em risco sistêmico, a GC e a gestão de riscos dos bancos evoluíram a tal ponto que suas decisões podem ser consideradas as mais próprias e eficientes.

Segundo Hui e Jing-Jing (2008), fica realmente difícil dar uma clara definição do que se conhece como dificuldades financeiras, sendo simplificado por Beaver (1966) e Branch (2002) quando afirmam que é comum medir dificuldades financeiras a partir de dois aspectos: desempenho operacional e valor de mercado de capitais.

Pode-se destacar ainda que a crise financeira demorou mais para afetar o mercado acionário brasileiro do que o mercado internacional. Enquanto que já em 2007 os índices Dow Jones e Nasdaq, os mais importantes da bolsa de Nova Iorque, já apresentavam perdas, o Ibovespa encerrava o ano com um ganho de 43,6%, com 63.886 pontos, mantendo este crescimento até maio, quando bateu todos os recordes chegando a 73.516 pontos em 20 de maio. A partir deste ponto, as perdas foram constantes até o final do ano, encerrando com perdas acumuladas de 41,22%, com 37.550. Passou a ter perdas maiores do que o Dow Jones e Nasdaq desde meados de agosto de 2008, só voltando a se recuperar nos primeiros meses de 2009 e chegando a setembro com um acúmulo de 63,8% e 61.517 pontos. Terminou 2009 com acúmulo de 82,5%, com 68.588 pontos.

4. Metodologia

Esta pesquisa é caracterizada como quantitativa e de caráter descritiva com o objetivo de obter conhecimentos empíricos atuais por meio da descrição de determinado universo (GIL, 1999) com base em procedimentos estatísticos com metodologia de estudo de eventos (FAMA *et al*, 1969). A metodologia de estudo de eventos é amplamente utilizada em finanças para medir o impacto de um evento econômico no valor da ação; neste caso específico, a crise financeira de 2008. Foi operacionalizada com o intuito de responder a seguinte questão: O valor das ações das empresas listadas no “novo mercado” e nos “níveis diferenciados” adeptos das boas práticas de GC tiveram variação significativa positiva em comparação com as empresas listadas no mercado tradicional nos períodos antes, durante e após a crise de 2008?

A partir da pergunta de pesquisa formulou-se a seguinte hipótese:

Hipóteses	Descrição	Autores
H0	H0 = As médias dos retornos nominais e anormais do MT foram iguais às médias dos Níveis Diferenciados GC.	Silveira (2002); Carvalho (2003); Aguiar et al (2004); Fama et al, (2005); Srouf (2005),
H1	H1 = As médias do MT nos períodos anteriores, durante e posterior ao evento são maiores do que as médias dos Níveis Diferenciados de 1GC no mesmo período analisado;	Silveira (2006); Michalischen <i>et al</i> . (2009),

4.1 Estrutura da Pesquisa

Para a verificação das hipóteses listadas acima, será utilizada a metodologia de estudo de eventos (FAMA *et al.*, 1969; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

O estudo de eventos, conforme Mackinlay (1997), tem muitas aplicações, desde em estudos contábeis, econômicos, financeiros até em estudos que medem o valor de uma empresa a partir de mudanças nas regulamentações ou eventos como a crise financeira objeto deste estudo. O estudo de eventos consiste na análise quanto à existência ou não de uma reação significativa anormal do mercado em relação a um determinado evento que, por hipótese, pode ter afetado cotações de uma ou mais empresas (MARCON, 2002).

Camargos e Barbosa (2003) recomendam o método de estudo de eventos sempre que se queira medir um impacto de um evento econômico no valor da firma e preconizam alguns passos que devem ser seguidos para conduzir tal pesquisa. O primeiro passo deve ser definir o evento de interesse. O segundo passo é o período do evento, também chamado de Janela de Evento (JE). O terceiro passo é determinar qual o critério a ser usado na inclusão ou exclusão de determinada empresa no estudo, seja por disponibilidade de dados, seja por características específicas. Para finalizar, deve-se calcular o retorno anormal, nominal, ou ambos. Para Campbell Lo e Mackinley (1997), o estudo de eventos é o método pelo qual é possível medir o efeito significativo de um evento econômico no valor de uma ação. Tal método é possível e eficaz em função da hipótese de que, em função da racionalidade de mercado, o efeito de um evento será refletido imediatamente nos preços dos ativos.

O evento considerado neste trabalho é a crise financeira de 2008, que teve seu início em março de 2007 com a crise do *subprime* e que atingiu o seu ponto máximo entre os meses de julho a outubro de 2008 quando o Ibovespa teve seu pior desempenho (BOVESPA, 2009). Neste contexto, foi definida a janela de evento com 18 semanas utilizando-se os fechamentos semanais do dia 4 de julho a 31 de outubro de 2008. Para os períodos anterior e posterior, foram utilizados os dados de 44 semanas (22 em cada série). Para período anterior ao evento, foram utilizando os dados dos fechamentos semanais do dia 1º de fevereiro a 27 de junho de 2008; para o período posterior ao evento, foram utilizando os dados dos fechamentos semanais do dia 7 de novembro de 2008 a 3 de abril de 2009.

O universo da pesquisa foram todas as empresas que compõem o índice de GC e o segmento do MT da Bovespa. A amostra foi composta por companhias abertas não financeiras, sendo 42 do MT, 17 do N1GC, e 91 do NMGC. Foram retiradas do estudo as empresas do setor financeiro e aquelas que não tinham pelo menos 18 dados disponíveis nos períodos anteriores e posteriores ao evento, e pelo menos 14 dados disponíveis no período da JE. Foi também excluído desta pesquisa o N2GC por apresentar apenas três empresas com dados suficientes. As empresas foram selecionadas pelo banco de dados do site da Bovespa e os dados secundários dos preços semanais foram coletados do banco de dados do Economática®.

4.2 Tratamento e Análise dos Dados

4.2.1 Cálculos dos retornos nominais

Para cálculo dos retornos nominais semanais para cada uma das empresas pertencentes à amostra, a seguinte fórmula foi utilizada:

$$R_{it} = \ln (P_t / P_{t-1})$$

Onde:

R_{it} é o retorno nominal da ação i , na semana t .

P_{it} é o preço de fechamento da ação i na semana t ajustado a todos os proventos ocorridos no período.

$P_{i,t-1}$ é o preço de fechamento da ação i na semana $t-1$ ajustado a todos os proventos ocorridos no período.

4.2.2 Cálculos dos retornos anormais ajustados ao mercado

Para cálculo dos retornos anormais semanais para cada uma das empresas pertencentes à amostra, a seguinte fórmula foi utilizada:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Onde:

RA_{it} é o retorno anormal da ação i no período t ;

R_{it} é o retorno nominal da ação i na semana t ;

R_{mt} é o retorno do portfólio de mercado (Ibovespa) no mesmo período.

Para Mackinlay (1997), retorno anormal é a diferença entre o retorno observado e o retorno nominal, sendo o retorno anormal definido como retorno esperado, estimado por algum modelo de apreçamento de ativos.

Optou-se por trabalhar com valores logarítmicos devido à necessidade de se estabilizar as médias e variância das séries de dados. A utilização da função \ln permite uma maior proximidade da distribuição dos retornos das ações à distribuição normal, resultando em valores mais robustos (MARCON, 2002).

5. Resultado da Pesquisa

Considerando a metodologia da coleta e análises dos dados, são analisados os resultados baseados nas hipóteses por meio de tabelas visando obter indícios do comportamento das médias dos preços das ações. Inicialmente, buscar-se-á constatar o efeito da crise dentro do próprio mercado e comparar as médias do mercado individual com a média do Ibovespa, para depois confrontar os resultados das médias do MT com N1GC e NMGC.

5.1 Resultado do Retorno Nominal

Constata-se na Tabela 1 que em todos os níveis houve uma redução do retorno nominal da média percentual do preço das ações, comparando-se os períodos antes e durante a crise. O cálculo do teste t corrobora esta informação, rejeitando a hipótese de que as médias antes e durante o evento são estatisticamente iguais, exceto o Ibovespa, em que não há diferença estatisticamente significativa, e também rejeitando a hipótese de que as médias durante o evento foram maiores do que o período anterior. Isto sinaliza que tanto o MT como os níveis diferenciados sofreram variação negativa decorrentes da crise, contrariando estudos sobre os níveis diferenciados (CARVALHO, 2003; FAMA *et al.*, 2005; SROUR, 2005) e encontrando semelhança com os estudos de Aguiar *et al.* (2004) e Michalishen *et al.* (2009), em que não foram encontrados benefícios de correntes da adesão aos níveis diferenciados no preço médio das ações. Conclui-se, portanto, que a crise afetou o resultado das empresas indiscriminadamente.

Com relação aos períodos anterior e posterior à crise nos níveis diferenciados e no Ibovespa, as hipóteses de que as médias são estatisticamente iguais é aceita, não havendo diferença significativa, voltando ao mesmo patamar anterior à crise, superando o Ibovespa, embora com uma leva alta, o que fornece indícios de que houve uma leve recuperação após o período crítico da crise. No caso do MT, observa-se que foi o nível de melhor desempenho, com alta na média dos preços das ações antes e depois da crise, o que é corroborado pelo teste t , que rejeita a hipótese de que as médias são estatisticamente iguais e de que as médias posteriores foram maiores que a anterior, fornecendo indícios que, mesmo sem adotar boas práticas de CG, foi o segmento que melhor se saiu após o período crítico da crise.

A Tabela 1 apresenta os resultados do teste t concernentes aos retornos nominais das médias dos fechamentos dos preços das ações do MT, N1GC e NMGC.

Conforme a Tabela 2, verifica-se, confirmado pelo teste t , que, se comparando as médias do MT com o N1GC nos três períodos do evento, não se encontram diferenças estatísticas significativas entre elas, o que nos fornece indícios de que fazer parte do N1GC não traz benefícios em períodos conturbados de crise, o que contraria pesquisas anteriores sobre a adoção aos níveis (FAMA *et al.*, 2005; CARVALHO, 2003; SROUR, 2005).

Tabela 1 - Média do Retorno Nominal dos Fechamentos dos Preços das Ações: MT, N1GC e N MGC – Teste t no período de 04 de Julho de 2008 a 3 de Abril de 2009.

Níveis	Retorno Nominal Semanal			ESTATÍSTICA t			
	Antes (n = 22)	Durante (n = 18)	Pós (n = 22)	Antes-Durante t	Antes-Pós p -value	Antes-Durante T	Antes-Pós p -value
MT	-0,003442	-0,029390	0,005829	5,847372	0,0000	-2,20349	0,027686
N1GC	0,004862	-0,036035	0,005744	6,195162	0,0000	-0,148908	0,881667
NMGC	0,000552	-0,046903	0,002134	13,79986	0,0000	-0,605297	0,545017
Ibovespa	0,006368	-0,045581	- 0,006701	1,684023	0,100597	0,532246	0,597737

Valores em negrito são significativos a 5% / Fonte: Dados da Pesquisa, 2009.

Na comparação do MT com o NMGC e com os resultados conjuntos do NMGC e do N1GC, o resultado do teste t apresentou, nos períodos anterior e posterior à crise, diferenças estatísticas não significativas, e que no período durante a crise as diferenças estatisticamente foram significativas. Na comparação com o NMGC, o MT teve desempenho superior, fornecendo indícios de que fazer parte do NMGC não traz benefícios em períodos conturbados de crise, resultado semelhante encontrado nos estudos de Aguiar *et al.* (2004) e Michalischen *et al.* (2009) com relação à adoção dos níveis diferenciados, contrariando estudo de Srour (2005).

A Tabela 2 apresenta os resultados do teste t comparativos do MT versus N1GC, MT versus NMGC e MT versus N1GC + NMGC.

5.2 Resultado do Retorno Anormal

Pode-se verificar a partir dos retornos anormais, calculados pelo modelo ajustado ao mercado, sendo considerado o Ibovespa como mercado doméstico, que os resultados da estatística t não são significativos ao nível de 5%, exceto no MT, cujo resultado apresenta diferenças significativas, rejeitando a hipótese nula e a hipótese de que a média durante o evento seria menor que a média posterior ao evento.

Verifica-se ainda que os retornos esperados são maiores para o período em torno do período considerado como o evento, e retornos muito similares quando comparado o período anterior com o pós-evento.

A Tabela 3 mostra o resultado com relação aos retornos anormais, calculados a partir do modelo ajustado ao mercado em relação ao Índice Bovespa (Ibovespa).

Pode se verificar a partir da comparação dos retornos anormais, calculados pelo modelo ajustado ao mercado, sendo considerado o Ibovespa como mercado doméstico, que os resultados da estatística t não são significativos ao nível de 5%, exceto na comparação, no período do evento, do MT com o NMGC e com o somatório do N1 mais o NM no período do evento.

Constata-se que apenas o NMGC durante o evento não acompanhou o resultado dos outros dois mercados, tendo um desempenho inferior, contrariando pesquisas anteriores (SROUR, 2005; FAMA *et al.*, 2005; CARVALHO, 2003); e que mesmo posterior à crise o resultado não tenha apresentado diferença significativa, podemos observar que o retorno foi negativo, enquanto que no MT e no N1GC tenha sido positivo, o que nos fornece indícios de que fazer parte do NMGC não traz benefícios em períodos conturbados de crise.

Tabela 2 - Resultado do teste t: Comparação Média do Retorno Nominal dos Fechamentos dos Preços das Ações: MT versus N1GC e NMGC no período de 4 de Julho de 2008 a 3 de Abril de 2009.

Comparações	Retorno Nominal Semanal					
	ESTATÍSTICA t					
	Antes (n = 22)		Durante (n = 18)		Pós (n = 22)	
	t	p-value	T	p-value	t	p-value
MT x N1GC	-1,79502	0,0729	0,957029	0,3388	0,014110	0,988744
MT x NMGC	-1,34782	0,1778	3,278170	0,0011	0,990539	0,321993
MT x (N1GC + NMGC)	-1,64411	0,100254	3,076736	0,0021	0,859552	0,390264

Valores em negrito são significativos a 5% / Fonte: Dados da Pesquisa, 2009.

Tabela 3 – Retornos Anormais Semanais Ajustados ao Ibovespa no período de 4 de Julho de 2008 a 3 de Abril de 2009.

Níveis de Mercado	Retorno do Período			ESTATÍSTICA t			
	Antes	Durante	Pós	Antes-Durante		Antes-Pós	
	(n = 22)	(n = 18)	(n = 22)	T	p-value	t	p-value
MT	-0,008720	0,013479	0,000891	-4,19508	0,000029	-1,80718	0,070909
N1GC	-0,003251	0,007994	0,005339	-1,72484	0,085058	-1,27751	0,201858
NMGC	-0,005951	-0,000728	-0,003645	-1,58358	0,113379	-0,847070	0,397008

Valores em negrito são significativos a 5% / Fonte: Dados da Pesquisa, 2009.

Tabela 4 – Retornos Anormais Semanais Ajustados ao Ibovespa comparando o MT com os Níveis Diferenciados de GC no período de 4 de Julho de 2008 a 3 de Abril de 2009.

Comparações	Retorno Anormal Semanal					
	ESTATÍSTICA t					
	Antes (n = 22)		Durante (n = 18)		Pós (n = 22)	
	T	p-value	t	p-value	t	p-value
MT x N1	-1,02261	0,3067	0,690222	0,4902	-0,577077	0,563994
MT x NM	-0,89054	0,3733	2,581633	0,0099	1,034819	0,300841
MT x (N1 + NM)	-1,064071	-0,2874	2,447878	0,0144	0,749092	0,453857

Valores em negrito são significativos a 5% / Fonte: Dados da Pesquisa, 2009.

6. Conclusões

O objetivo desta pesquisa foi verificar se a adoção das boas práticas de GC traz benefícios como uma blindagem à crise em comparação ao MT, como ocorre com o valor das ações, o acesso de recursos de terceiros e o custo de capital no momento da adesão já confirmado em diversos trabalhos. A preocupação decorre da necessidade de se ter claramente a evolução do mercado de ações no Brasil, principalmente com relação à GC e à adoção de boas práticas, onde se procura criar ambiente mais transparente, com mais informação e equidade entre todos os investidores, sejam eles majoritários ou minoritários.

Com base nas análises dos resultados, podemos concluir que o mercado brasileiro durante a crise não considerou relevante ou não enxergou o esforço das empresas que voluntariamente adotaram as boas práticas de GC, principalmente com relação ao NMGC, não estando disposto a pagar mais por ações destas empresas, o que contraria pesquisas e informações da Bovespa (FAMA *et al.*, 2005; CARVALHO, 2003).

A pesquisa não tem a pretensão de colocar um ponto final nem de se tornar um marco, mas de abrir caminho para outras pesquisas devido a limitações como fatores externos e de

difícil controle, que podem ter afetado o resultado pela definição do período, entre outros.

As possíveis explicações para esses indícios de que a GC durante a crise não produziu uma blindagem eficiente nas empresas que aderiram as boas práticas seriam:

- a) A GC não amadureceu na mente do investidor e, portanto, não é reconhecida como real valor e segurança nas empresas;
- b) Outros fatores ligados ao MT, como reputação, marcas, conhecimento do mercado, experiência da administração, podem ter interferido na escolha dos papéis na hora de investir, de manter ou trocar de investimento;
- c) A GC ainda não tem uma divulgação mais ampla que permita que todos os investidores, principalmente os pequenos, que ainda não têm acesso a informações advindas da academia ou da própria Bovespa, reconheçam o esforço das empresas que migraram para os níveis diferenciados de negociação de suas ações.
- d) O terrorismo alardeado por economista que têm acesso à mídia pode ter influenciado na percepção do investidor, fazendo-o parar de investir ou trocar de investimento num momento em que muitos tentavam acalmar o mercado, como os bancos centrais injetando recursos.

Referências

- AGUIAR, Andson Braga de.; CORRAR, Luiz João. e BATISTELLA, Flavio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. R. Adm., São Paulo. v. 39, n. 4. p. 338-347, out./nov./dez. 2004.
- ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003.
- BBC. Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/portuguese/economia/020707_enronep.shtml>. Acesso em: 18 set. 2008.
- BEAVER, W. Financial ratios as predictors of failure. Journal of Accounting Research, p. 71-111, 1966.
- BOVESPA. Governança Corporativa e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-.asp?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 jul. 2009.
- BRANCH, B. The costs of bankruptcy: a review. International Review of Financial Analysis, p. 39-57. 2002.
- BRANCO, Adriano Castelo. O conselho de administração nas sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Crise e recuperação da confiança. Revista de Economia Política, vol. 29, nº 1 (113), p. 133-149, jan./mar, 2009.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudo de Eventos: Teoria e operacionalização. Caderno de Pesquisa em Administração. São Paulo. v. 10. n.3, p.1-20, jul./set. 2003.
- CAMPBELL, J. Lo, A e MACKINLAY A.C The Econometrics of Financial Markets. Cap. 4, Princeton University Press, 1997.
- CARNIER, Theo. Novo Mercado: Mais um salto da governança. Revista Bovespa, ed. Abr-jun/2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/102/NovoMercado.shtml>>. Acesso em: 20 set. 2009.
- CARVALHO, A.G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. Revista de Administração, v. 37, n. 3. p. 19-32, jul./set. 2002.
- CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Texto preparado para a Bovespa, 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 ago. 2009.
- CARVER, John. OLIVER, Caroline. Conselhos de administração que geram valor: Dirigindo o desempenho da empresa a partir do conselho. São Paulo: Ed. Cultrix, 2002.
- FAMA, E. F.; FISCHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. The adjustment of stock prices to new information. International Economic Review, v. 10, n.1, p.1-21, Feb. 1969.
- FAMA, Rubens; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da e BARROS, Lucas Ayres B. de C. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. Revista Brasileira de Finanças, Vol. 4, No. 1, pp. 1-30. 2005.
- GAMEZ, Milton. O valor da Governança Corporativa. Revista Bovespa. Ed. Abr-jun/2006. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/98/Capa.shtml>>. Acesso em: 20 set. 2009.
- GIL, Antônio C. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999.
- GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.
- GRÜN, Roberto. Atores e Ações na Construção da GC Brasileira, Revista Brasileira de Ciências Sociais, Vol. 18, nº 52. jun. 2003.
- HUI, Huang; JING-JING, Zhao. Relationship between Corporate Governance and Financial Distress: An Empirical Study of Distressed Companies in China. International Journal of Management Vol. 25 No. 4 December 2008
- IQUIAPAZA, Robert A.; GRUBERGER, David J.; SANTOS, Isabela, T. A endogeneidade da estrutura de propriedade, governança corporativa e criação de valor na Bovespa no período 2002-2005. XXX EnANPAD, Salvador, Anais..., 2006 (em CD-ROM).

- JENSEN, Michael e MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-60, Oct. 1976.
- JENSEN, Michael C.. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance* v.14, n.3, Out. Fall, 2001. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671>. Acesso em 27/04/2008
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the World. *Journal of Finance*, v. liv., n. 2., Apr. 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Investor Protection and Corporate Governance . *Social Science Research Network*, June. 1999.
- LASHGARI, Malek. *Corporate Governance: Theory and Practice*. The Journal of American Academy of Business, Cambridge – September, 2004.
- LAZONICK, William and O`SULLIVAN, MARY. Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, Vol. 29, Number 1, February 2000.
- LOPES, José R. A., e MARTINS, Henrique C. Adesão às Práticas de Governança Corporativa e as Alterações no Custo de Capital de Terceiros: Um estudo das empresas listadas no “Novo Mercado” e “Níveis Diferenciados” da Bovespa, *Revista de Administração da FEAD-Minas – Edição Especial*, p. 53-74, outubro, 2007.
- MACKINLAY, A.C. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXV, P. 13-39, março, 1997.
- MACMILLAN, H.; TAMPOE, M. *Strategic management: process, content and implementation*. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- MARTINS, Henrique C.; RODRIGUES, Suzana B. Atributos e Papéis dos Conselhos de Administração das Empresas Brasileiras. *RAE Volume 45, Edição Especial*, 2005
- MARTINS, Henrique C.; HILDEBRAND, Diofo Fajardo Nunes e Ziviani, Fabrício. Governança Corporativa: um Estudo da Produção Científica da ANPAD no Período de 2000 a 2007. *EnANPAD*. Rio de Janeiro. Setembro, 2008;
- MARTINS, Vinícius A.; SILVA, Ricardo, L.M. da; NARDI, Paula, C.C. Governança corporativa e liquidez das ações. *XXX EnANPAD*, Salvador, Anais..., 2006 (em CD-ROM).
- MAZER, Lilian Perobon e NAKAO, Silvio Hiroshi. O Impacto do Nível de Transparência no Custo de Capital Próprio das Empresas do IBOVESPA. *XXXII Encontro da ANPAD*, Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.
- MENDES-DA-SILVA, Wesley; MARTELANC, Rubens F.R. Governança corporativa e decisões de estrutura de capital em empresas brasileiras listadas. *XXX EnANPAD*, Salvador, Anais..., 2006 (em CD-ROM).
- MICHALISCHEN, Fernanda; PAIVA, Eduardo V. dos Santos. Evidências de Migração de Empresas de Capital Aberto para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa: Um Estudo de Evento. *XXXIII Encontro ANPAD*, São Paulo, 19 a 23 de set. de 2009.
- NASSAR, J. R. Subprime: A gestão de patrimônio na crise. *Revista Bovespa*. Ed. Out-dez/2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/104/Subprime.shtml>>. Acesso em: 18 mai. 2009.
- PEIXE, Franciane Cristina Darós. Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. *Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, FEA/USP*, 2003.
- RABELO, Sérgio, S.T.; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem, C.S.; MENDES-DA-SILVA, Wesley. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. *XXI EnANPAD*, Rio de Janeiro, Anais..., 2007 (em CD-ROM).
- ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa; SECURATO, José Roberto. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. *3º Encontro da ANPAD 23 a 27 set. 2006*.
- SALMASI, S. Vidal. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. 2007. *Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade*.
- SHIN, Hyun-Han; SOENEN Luc. Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education – Fall/Winter, 1998*.
- SILVEIRA, A. D. M da, YOSHINAGA, C. E. BORBA, P. R. F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 12, n. 1, p.33-42, jan./mar., 2005.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da e BARROS, Lucas Ayres B. de C. FAMA, Rubens; *Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras*. *RAE*, Vol. 43, jul./set. 2003.
- SILVEIRA, Alexandre Di M. da. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. 2002. 165f. *Dissertação (Mestrado em Administração) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil*.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PEROBELLI, Fernanda F. C. e BARROS, Lucas Ayres B. de C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *RAC*, Vol. 12, nº 3, p. 753-788, jul./set. 2008.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da e BARROS, Lucas Ayres B. de C. determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd*. Edição 61 Vol. 14 nº 3 set/dez, 2008.
- SOARES, Carlos R. P. O impacto da GC sobre o comportamento do preço das ações no Brasil: O caso do papel e celulose, 2000 a 2003. *Dissertação de Mestrado – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz*, 2004.
- SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*. Vol.59 no.4 Rio de Janeiro Oct./Dec. 2005.
- TAVARES FILHO, F. Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: Uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança da Bovespa. 2006. *Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo*.
- VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. Holanda do Norte, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, Dez. 2001.
- WERNERFELT, Birger. A resource-based View of the firm. *Strategic Management Journal*. (pre-1986); Vol. 5. Pg. 171-180, ABI/ INFORMAL GLOBAL, Apr.-Jun, 1984.