

ÁREA TEMÁTICA: GOVERNANÇA CORPORATIVA

GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO E VALOR DE MERCADO NO CONTEXTO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

AUTORES

ROBERTO DO NASCIMENTO FERREIRA

Universidade Federal de São João del-Rei
robertof@ufsj.edu.br

PATRÍCIA ALMEIDA ASHLEY

Universidade Federal de São João del-Rei
patricia@ufsj.edu.br

ANA CRISTINA MIRANDA RODRIGUES

Universidade Federal de Viçosa
rodrigues_81@hotmail.com

ANTÔNIO CARLOS DOS SANTOS

Universidade Federal de Lavras
acsantos@ufla.br

Resumo

A partir da investigação da relação entre práticas de governança corporativa, desempenho e valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto, pretende-se analisar a validade dos argumentos na literatura do campo da governança corporativa que apontam no sentido de uma relação positiva entre a adoção de práticas de boa governança, otimização do desempenho de uma companhia e melhoria do valor de mercado, ao proteger seus *stakeholders* e fazendo com que todos os fornecedores de recursos obtenham ganhos a partir dos resultados alcançados. Neste sentido, foram utilizados resultados de pesquisas cujos objetivos gerais foram relacionar governança corporativa, influência do conselho de administração e valor de mercado de empresas com ações listadas na Bovespa. A conclusão baseou-se na comparação desses resultados. Em linhas gerais, houve indicativos de relação positiva entre as variáveis prática de governança corporativa satisfatória e valor de mercado das empresas, considerando que a maior aceitação por parte do investidor é o valor de mercado das ações adquiridas.

Palavras-chave: governança corporativa; desempenho; valor de mercado.

Abstract

Investigating the relationship between the practices of corporate governance, the performance and market value of Brazilian public companies, this work intends to analyze the validity of the arguments within the literature regarding corporate governance. Protecting their stakeholders and providing profits to all resource suppliers through the intended results, a positive relationship was found between the adoption of good corporate governance practices, optimization of a company's performance and enhancement of the market value.

For this purpose, results of studies were utilized whose general aims were to relate corporate governance, board influence and the market value of companies with listed stocks in Bovespa. The conclusion was based on the comparison of these results. In general terms there were indications of positive relationships between the variables - satisfactory practices of corporate governance and market value of the companies - keeping in mind that what is most acceptable to the investor is the market value of acquired stocks.

Key-words: corporate governance, performance, market value

1 - Introdução

Embora não seja um tema relativamente novo, a governança corporativa vem se transformando em uma preocupação para mercados desenvolvidos e emergentes. No Brasil, o debate sobre governança corporativa vem se intensificando devido à reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais. Estão sendo discutidas as relações entre acionistas e administradores, entre acionistas majoritários e minoritários.

Silva (2002) argumenta que, por se tratar de um tema bastante abrangente, embora possa ocorrer em diversas dimensões, a análise pode ser centrada na estrutura de controle e de propriedade das empresas. Primeiro, porque essa estrutura apresenta o grau de diversificação de risco dos acionistas. Outro ponto importante, ressalta o autor, é que ela demonstra um potencial problema de agência na direção da firma. Pode haver um problema de agência entre a administração e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um agente que pode influenciar o controle de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

Okimura (2003) acrescenta o fato de que o poder de controle que um acionista controlador detém cria a possibilidade de utilização de recursos da empresa, por esse controlador, em benefício próprio - como regalias, salários excessivos a si mesmos ou a parentes, subinvestimentos realizados, favorecimentos em contratos e transações, dentre outros - enquanto os outros acionistas deverão responder parcialmente pelos custos das operações. Esse problema de expropriação apresenta-se mais acentuado quando os mesmos acionistas controladores estão presentes na administração da empresa, principalmente em mercados onde há emissão de ações sem direito a voto, quando esses acionistas possuem mais direito de controle do que direito sobre o fluxo de caixa.

Outro aspecto que vem sendo considerado nos estudos sobre governança se relaciona ao acesso a fontes de capital. A disponibilidade de capital para financiamento depende da eficiência de alocação dos recursos dos investidores, sendo que estes apresentam confiança não apenas pela viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas também pela obtenção dos frutos decorrentes do investimento realizado. Tal fato se deve à possibilidade de rentabilidade do negócio e também à existência de risco de os resultados não retornarem para os fornecedores do capital.

A partir da investigação de pesquisas que tratam do contexto de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto, o artigo apresenta uma consolidação dos resultados encontrados em oito pesquisas acadêmicas. Desta forma, busca-se apresentar uma análise conjunta da literatura científica contemporânea que trate especificamente do contexto da estrutura societária das empresas de capital aberto no Brasil, visando a contribuir para a construção de um referencial teórico adequado para futuras pesquisas no contexto brasileiro no campo da governança corporativa e sua relação com o desempenho e valor de mercado.

2 – Problema de pesquisa e objetivo

Mesmo considerando que a discussão sobre governança corporativa é recente no Brasil, diversas pesquisas têm sido realizadas com o objetivo de relacionar o desempenho e o valor das empresas com as (boas) práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, o objetivo deste trabalho foi o de levantar os resultados de pesquisas realizadas no Brasil, com a finalidade de mostrar se, de fato, essa relação é percebida. De acordo com Marconi & Lakatos (2005), para a escolha de um tema de pesquisa devem ser observados critérios de originalidade, relevância, viabilidade, exequibilidade e oportunidade.

A relevância e a originalidade estão em analisar trabalhos originados de diferentes instituições, o que pode trazer visões acadêmicas divergentes sobre o tema.

Em relação à exequibilidade e oportunidade, o estudo envolverá trabalhos abrangendo um período de três anos, além do envolvimento e familiaridade dos autores com pesquisas desta natureza.

3 – Governança Corporativa

A transparência das ações das organizações tem se tornado um diferencial nas relações das empresas com o mercado. Escândalos, como os ocorridos com as empresas *WorldCom*, *Enron* e *Parmalat* são exemplos negativos de práticas administrativas e de relacionamento com todo o público interessado. Este mesmo público, os *stakeholders* (acionistas minoritários, acionistas majoritários, empregados, clientes, fornecedores, consumidores, governo, sociedade), têm adotado uma postura de vigilância e de cobrança, do comportamento ético, da transparência e do comprometimento social e ambiental das empresas.

O movimento pela governança corporativa teve seu início em meados da década de 1980 nos EUA. Os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, em detrimento aos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra e depois se estendendo pelo resto da Europa (Ribeiro Neto e Famá, 2003).

No Brasil, essa corrente é mais recente. Começou a partir de 1999, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e do primeiro Código Brasileiro da Melhores Práticas de Governança Corporativa. Também, a reforma da lei das sociedades anônimas, em 2001, promoveu um considerável avanço nos padrões de governança na legislação brasileira.

A discussão sobre governança corporativa torna-se importante, quando se analisa a relação da empresa com todo o universo que a cerca. Para Zylbersztajn (2003, p.8): “governar organizações implica em cultivar a transparência, informar os múltiplos principais e crescentemente respeitar os direitos dos *stakeholders*, aqueles que apesar de não serem acionistas, são afetados pelas ações e estratégias das organizações”.

O conceito de governança corporativa abrange a forma de governar a empresa, entendendo e tornando mais eficiente todos os seus processos internos e externos. Assim, o objetivo fundamental na adoção de práticas de boa governança é o de melhorar a performance da companhia e fazer com que esses ganhos sejam usufruídos por todos os grupos envolvidos (Relações com Investidores, 2002).

A discussão sobre governança corporativa se relaciona ao que se chama de problemas de agência. Em seu conceito amplo o problema de agência está relacionado na separação entre propriedade e controle nas organizações, onde quem decide não é propriamente o proprietário (Zylberztajn, 2003). Desta forma, este problema aparece quando uma parte, denominada principal - acionista, proprietário - depende das decisões tomadas por outra parte, denominada agente - aquele que administra a empresa.

As decisões do agente deveriam ocorrer sempre em benefício do principal. Entretanto, em situações em que os interesses sejam conflitantes, há margem para um comportamento oportunista por parte do agente (Zylberztajn, 2003; Carvalho, 2002). Segundo Carvalho (2002), esta forma de se ver o problema de agência, conflito entre administradores - agentes - e acionistas - principais, aplica-se a países como os Estados Unidos e Grã-Bretanha, onde boa governança empresarial significaria a adoção de mecanismos que forçassem os agentes a protegerem os interesses dos acionistas. Assim, os mecanismos de governança visam diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência (Ribeiro Neto e Famá, 2003)

Porém, como citado por Carvalho (2003), estudos recentes mostram que, na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da

empresa e aponta seus administradores. Neste ponto, desvirtua-se o paradigma de governança corporativa, onde o que deve ser evitado são os acionistas controladores expropriarem os minoritários. Esta situação pode ser tratada como um conceito mais restrito do problema de agência, sendo esta a que predomina no Brasil.

As características do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil contribuem para a existência de problemas de agência desta natureza. Concentração do controle e existência de ações sem direito a voto constituem um incentivo à expropriação dos minoritários. Para promover o mercado de capitais, no início dos anos 1970, o governo criou uma legislação para incentivar o mercado, época em que predominavam empresas familiares. Estas apresentavam capacidade limitada de investimento, e a emissão de ações acarretaria risco de perda de controle das consistindo em um limite à oferta de ações. A solução encontrada foi autorizar o limite de ações preferenciais - sem direito a voto - para 66%. Isso propiciou a manutenção do controle com apenas 17% do capital. A previsão legal de se pagar dividendos aos preferencialistas em valor 10% superior ao pago ao controlador, agravou mais o problema, pois tornou atraente qualquer outra forma de se tirar recursos da empresa, que não sejam dividendos (Carvalho, 2002; Almeida e Almeida, 2001; Almeida, 2001).

Pode-se dizer, então, que os problemas de agência que ocorrem na maioria das empresas brasileiras estão ligados à relação entre acionistas controladores e minoritários. A atual discussão sobre governança corporativa deve caminhar no sentido de se buscar soluções para os problemas advindos desta relação. Segundo Zylbersztajn (2003), a literatura e a prática sobre governança corporativa buscam resolver o tema central que está relacionado ao problema de ação coletiva de acionistas dispersos com graus variados de capacidade para exercer controle sobre decisões da diretoria e em especial do *Chief Executive Officer* - CEO.

Almeida e Almeida (2001) e Almeida (2001) ampliam o conceito de agência, ao afirmarem que se, tradicionalmente, a governança corporativa se preocupou em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas, está cada vez mais evidente que conflitos de interesses ocorram entre uma gama mais ampla de agentes, os *stakeholders*.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos. Para eles, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes passam a ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência em seu desempenho. O objetivo é o aumento do valor da companhia.

Silveira, Barros e Famá (2003) afirmam que a governança corporativa visa aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos, no qual se inclui o Conselho de Administração. Os autores ainda citam que, dentre as práticas de governança mais recomendadas pelos “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, destaca-se a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, que pode ser alcançada por meio de uma estrutura de governança com pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, maior participação possível de membros independentes no conselho e um conselho com número adequado de membros.

O debate sobre governança corporativa surgiu no Brasil nos últimos anos da década passada e atualmente avança muito rápido. Apesar da rapidez, o Brasil criou um modelo próprio de governança corporativa e construiu padrões sob medida para a sua necessidade, dedicando-se a combater o principal inimigo: o controle concentrado do capital. A fórmula da boa governança no Brasil passou a ter como principal elemento a proteção ao acionista minoritário (Azevedo, 2002).

Uma ação importante nesse sentido foi a criação do Novo Mercado da Bovespa. É destinado à negociação de ações de empresas que adotem, voluntariamente, práticas de

governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação. Aderindo a esta listagem, a empresa passa a seguir um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas e a adoção de uma política de divulgação de informações, comparável às dos mercados mais desenvolvidos do mundo (Santana, 2001). Segundo Carvalho (2002, p.27) “o Novo Mercado funciona como um selo de qualidade cujo valor reside nas obrigações assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos”.

Juntamente com o Novo Mercado, que possui regras bastante restritivas, a Bovespa criou outros dois níveis de governança. O Nível 1 procura garantir maior transparência na divulgação de informações e o Nível 2 exige, das empresas, a adesão a todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, porém, com a possibilidade de manutenção das ações preferenciais (Santana, 2001 e Carvalho, 2002). Segundo Santana (2001), a premissa básica do Novo Mercado é que a redução da percepção de risco de um mercado, por parte dos investidores, influencia positivamente a valorização e a liquidez das ações. Uma precificação mais adequada estimula aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as companhias e contribuindo para aproximar os interesses de empreendedores e investidores. Estão listadas nos três níveis de governança 116 empresas.

O Índice de Governança Corporativa – IGC, índice de referência do mercado de ações, que em sua composição só fazem parte as ações das empresas que aderiram ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados é um exemplo de retornos melhores em função da adoção dos critérios de governança corporativa. Ele teve performance mais favorável que a do Ibovespa desde seu lançamento em 26 de junho de 2001. Nos últimos 36 meses o rendimento acumulado foi superior em cerca de 100% ao do Ibovespa, demonstrando que os investidores estão fazendo opção por empresas que tenham melhor governança com uma maior precificação das ações.

Pesquisa realizada em 2000 pela *McKinsey & Co.* constatou que os acionistas apóiam a governança corporativa e a grande maioria dos investidores se dispõe pagar um ágio para investir em empresas com melhor governança. Na pesquisa 80% dos entrevistados disseram que pagariam um preço mais alto por empresas americanas e européias com fortes padrões de governança. Para empresas latino-americanas esse número se eleva para 83% e para empresas asiáticas, 89%. Outra informação interessante é quanto ao efetivo valor adicional que os investidores estariam dispostos a pagar por empresas mais bem governadas. Para empresas latino-americanas e asiáticas, o prêmio seria de 20% a 27%; para empresas da Europa continental de 18% a 22%; e 18% por empresas americanas e britânicas (Sargent, 2002).

4 – Metodologia

Visto que o objetivo desta pesquisa foi conhecer como estão sendo desenvolvidas as pesquisas no contexto brasileiro no campo da governança corporativa, esta pesquisa apresenta um caráter exploratório. Com este intuito, o trabalho considera resultados de artigos, dissertações e teses, não havendo restrição para os períodos analisados. De acordo com Malhotra (2001), as pesquisas exploratórias têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito, obter dados adicionais antes que se possa desenvolver uma abordagem ou a construir hipóteses. E também pela possibilidade de assumir características tanto qualitativas, quanto quantitativas.

A pesquisa bibliográfica, ou de fontes secundárias externas, teve como principais fontes as publicações em livros, teses e internet, utilizadas, no momento inicial, para identificar a relevância da pesquisa e os trabalhos publicados sobre o tema (Malhotra, 2001). O conjunto de publicações foi utilizado, conforme Marconi & Lakatos (2005), em oito fases: 1) escolha do tema; 2) elaboração de um plano de trabalho; 3) identificação das principais publicações sobre o assunto; 4) localização das fontes e aquisição do material; 5) compilação dos dados

por capítulos a serem elaborados; 6) fichamento dos pontos a serem utilizados em cada material coletado; 7) análise e interpretação dos resultados; e 8) redação do trabalho.

5 – Análise dos resultados

5.1 – Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações

Almeida e Almeida (2001) conduziram pesquisa no setor de telecomunicações brasileiro, cujo objetivo foi buscar identificar até que ponto determinadas práticas de governança corporativa estão sendo adotadas pelas empresas brasileiras e quais são as percepções dos seus gestores com relação ao uso destas práticas de governança corporativa como ferramenta de criação de valor para os acionistas. O trabalho foi elaborado durante o primeiro semestre de 2001 e buscou estas respostas a partir de questionários estruturados endereçados aos membros dos conselhos de administração e executivos de topo das principais empresas do setor com ações listadas na BOVESPA.

Os resultados encontrados na pesquisa fundamentaram a aplicabilidade e a relevância das práticas de governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro, uma vez que todas as 21 práticas selecionadas estavam sendo adotadas, em média, pela maioria das empresas da amostra (63%), bem como foram percebidas como importantes ferramentas de criação de valor para os acionistas por grande parte dos gestores das empresas (89%).

A avaliação formal do desempenho do Conselho de Administração e dos conselheiros é uma das práticas que não era seguida pela maioria das empresas. Sendo a prática de menor utilização por parte das empresas testadas (apenas 9%), indicando uma baixa preocupação com o acompanhamento do desempenho do Conselho e seus conselheiros pelas empresas. Uma explicação para esse fato pode estar num certo conflito de interesses, à medida que os próprios tomadores da decisão, ao criarem tais mecanismos de avaliação, seriam avaliados no futuro. Isto pode sugerir que tal decisão precisaria ser tomada para uma instância distinta, tal como a Assembléia Geral de Acionistas ou mesmo através da própria legislação, o que seria certamente um caminho mais longo.

A remuneração dos conselheiros na mesma base de valor da hora de trabalho do Executivo Principal foi uma das práticas testadas mais polêmicas, sendo adotada por pouco mais da metade das empresas (55%). Isto pode ser um reflexo do baixo nível de profissionalização da função de conselheiro de administração, à medida que os próprios acionistas não se sentem confortáveis em remunerar os conselheiros nas mesmas bases do Executivo Principal.

Soma-se a isto o fato desta prática ter apresentado o maior percentual de pouca relevância (33%) entre todas que foram testadas. A falta de preocupação, ou a percepção de pouca importância para a questão de remuneração dos conselheiros, pode ser uma consequência da falta de clareza das suas funções. Isso leva a crer que os acionistas ainda não percebem os conselheiros como responsáveis pela agregação de valor para as companhias como um todo e, sim, como meros representantes e ‘protetores’ dos direitos de determinados acionistas. Isto tende a criar sérias distorções ao sistema de governança das empresas, à medida que estes consideram como sua missão ‘apoiar a gestão’ ao invés de ‘monitorar ativamente a gestão’ da empresa.

Com relação à independência dos conselheiros, a distorção entre os percentuais de adequação encontrados nas duas práticas de governança relacionadas a este tema demonstra atitudes bastante distintas. Apesar de existir uma clara separação entre os cargos de Presidente do Conselho e Executivo Principal em 100% das empresas, menos da metade - 45% - apresenta conselheiros independentes em seu Conselho de Administração.

A questão da ainda reduzida presença de conselheiros independentes nas empresas do setor pode ser explicada em parte pela sua estrutura de controle após a privatização. Tendo em

vista a presença de mais de um acionista no controle da maior parte das empresas, as indicações para o Conselho acabam se concentrando em representantes destes diferentes investidores como forma de defesa dos próprios interesses. Apesar da presença de conselheiros independentes não ser adotada pela maioria das empresas, esta prática foi percebida como importante por 83% dos gestores. Isto pode ser reflexo da definição de independência utilizada na pesquisa ser bastante ampla, se aproximando inclusive da figura do conselheiro profissional, o que ainda está distante da realidade do setor.

De maneira geral, os resultados encontrados indicaram que os gestores das empresas do setor de telecomunicações efetivamente percebiam que práticas de governança eram importante ferramenta de criação de valor para seus acionistas. A conclusão da pesquisa foi que a maioria das empresas já se adequava às práticas de governança corporativa selecionadas, mas ainda não era suficiente para afirmar que o setor efetivamente praticava a boa governança corporativa. A elevada percepção de que as práticas testadas efetivamente representavam importante ferramenta de criação de valor para os acionistas pode ter sido induzida pelo fato de se estar questionando a percepção dos gestores sobre a relevância da adoção de determinados procedimentos previamente caracterizados como “boas práticas”.

5.2 – Migração para o Novo Mercado

Carvalho (2003) conduziu pesquisa que partiu do pressuposto de que a migração de empresas do mercado tradicional – o Ibovespa - para os níveis de governança do Novo Mercado constitui uma oportunidade única para estudar como o mercado avalia o compromisso com melhores práticas de governança. No trabalho, através de um estudo de evento, foi avaliado o efeito da adesão a melhores práticas de governança sobre três aspectos: preço, liquidez e volatilidade.

Para avaliar os efeitos da migração sobre os preços/retornos das ações, foi usada a abordagem de estudo de evento. É um método que consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando da migração e compará-los com os retornos de fato observados. Caso os retornos sejam maiores que os esperados, conclui-se que a migração teve um efeito positivo sobre o preço das ações. Em estudos de evento, é necessária a determinação de uma janela do evento, sendo o período durante o qual presumivelmente os retornos anormais deveriam ser observados.

No estudo, detectou-se que o comprometimento com melhores práticas por meio da migração de empresas para o Novo Mercado tem impacto sobre a valoração das ações - existência de retornos anormais positivos, aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos. Os papéis destas empresas tiveram valorização média de 2%. A alta média nos dois dias anteriores a adesão e nos dias posteriores foi de 0,5% ao dia. O volume financeiro das empresas que migraram aumentou em média R\$ 300 mil por dia. Segundo o autor o que se conclui é que o mercado passa a avaliar melhor as ações dessas empresas.

O autor mencionou dois condicionantes importantes. Em primeiro lugar, a migração não representa a adoção de novas práticas, mas, sim, o compromisso de segui-las: muitas das empresas que migraram já adotavam tais práticas, algumas inclusive com ADR's, o que as submete aos padrões contábeis do US-GAAP e supervisão da *Security and Exchange Commission* dos EUA – SEC. Em segundo lugar, a amostra foi constituída pelas primeiras empresas que migraram quando da abertura dos mercados. Naquele momento estes mercados eram pouco conhecidos e reconhecidos como selos de qualidade. Assim, é bem possível que ao longo do tempo, à medida que estes mercados adquiram reputação e notoriedade, venha-se a detectar efeitos mais expressivos.

5.3 - Estrutura de propriedade no valor de mercado

Coutinho (2003) realizou pesquisa buscando verificar se a estrutura de propriedade das empresas promove impacto nas condições de risco e de retorno de suas ações negociadas em

bolsa. A análise foi feita com *portfolios* constituídos por empresas com estrutura de propriedade semelhantes. O período analisado compreendeu julho/1994 e setembro/2005 quando, segundo o autor, a estabilização do nível geral de preços passou a exigir resultados operacionais mais robustos em detrimento dos resultados financeiros.

Os resultados apresentados indicaram que empresas controladas por grupos familiares apresentaram comportamento de risco inferior às demais categorias analisadas, cujos controladores são governo, investidores institucionais e outros. Assim, empresas controladas por grupos familiares apresentam melhor desempenho e esse resultado sinaliza que a condução dos negócios por esses grupos tende a minimizar o risco incidente sobre os ativos.

Além disso, considerando-se a possibilidade de expropriação da riqueza do acionista minoritário, o indicativo de menor risco implica em menor possibilidade de perda da riqueza para um estado de dificuldades financeiras ou, até mesmo, de falência. No entanto, para decisões de investimento, o investidor não apenas considera a exposição ao risco, mas as possibilidades de ganho de capital.

No entanto, o autor salienta que há estudos que apresentam um novo direcionamento para a predição do valor. As empresas abertas deveriam ser avaliadas por suas características específicas, como o controle por uma mesma categoria econômica, mas que apresentam resultados distintos em função do mercado em que estão inseridas, bem como devido a peculiaridades desse mercado e da própria empresa.

Assim, as análises deverão considerar características mais comuns entre as empresas, como tamanho e setor, por exemplo. Dessa forma, verificar se elas apresentam resultados melhores quando controladas por investidores institucionais, por instituições financeiras, por grupos familiares ou, até mesmo, comparando-se seus indicadores caso o controle seja exercido por um mesmo investidor. Adicionalmente, poderão ser analisadas as diversas estratégias financeiras adotadas por determinada categoria de acionistas em empresas distintas quanto às suas características intrínsecas. Porém, deve-se considerar que a gestão e o retorno podem se diferir como consequência tanto das características da empresa (sua história, produtos que comercializa) quanto das influências que recebe do meio no qual está inserida.

5.4 - Governança corporativa em conselhos de administração no Brasil em contexto de mudança

Martins (2004) conduziu pesquisa analisando a configuração dos atributos dos conselhos de administração das empresas e a influência desses atributos nos papéis e responsabilidades dos conselheiros, tendo em vista as mudanças provocadas pela globalização, pela privatização e pela nova estrutura global dos negócios, bem como a existência de percepção por parte dos executivos de que a configuração de papéis e responsabilidade do conselho de administração tem contribuído para a criação de valor para o acionista. Entre as conclusões da pesquisa, algumas foram consideradas relevantes para a estrutura de governança nas empresas e são destacadas a seguir:

- a maioria dos conselheiros e diretores está representando, exclusivamente, o acionista majoritário, sendo que a abordagem para a participação nos conselhos é praticamente via convite;
- observou-se muito pouco a formação de comitês ou força-tarefa, já que a maioria dos conselhos trabalham em uma estrutura formal no modelo de presidente e vice-presidente;
- o fluxo de informações entre os conselheiros ocorre somente quando há a reunião do conselho, revelando assim a possibilidade de pouca interação entre os membros com os negócios da companhia;
- ficou evidente a clareza dos limites entre os conselheiros e diretores, uma vez que os conselheiros não interferem no dia-a-dia das operações da empresa;

- as decisões, na grande maioria dos casos, são tomadas por meio de consenso e, muito pouco, pelo voto ou por meio de discussões francas. Há, portanto, uma situação em que o conselho tem discordado muito pouco dos executivos, assumindo um papel de apenas responder pela evolução do que a empresa já definiu como negócio;
- o trabalho dos conselhos quase nunca é avaliado;
- em 79% dos casos pesquisados, o conselho acredita que o *mix* de tarefas, que foi a ele designada, é adequado;
- quando se trata de papéis e de responsabilidades, o *ranking* apurado revelou a seguinte ordem, decrescente por grau de importância:
 1. mais importante: envolvimento na estratégia;
 2. desenvolver a visão corporativa;
 3. determinar a posição de risco;
 4. monitorar a saúde da empresa;
 5. controlar a mudança estratégica;
 6. menos importante: contatos com acionistas e *stakeholders*.
- as variáveis número de componentes externos e formação acadêmica não apresentaram índice de correlação significativa para os papéis do conselho;
- os conselhos de administração de empresas brasileiras têm-se tornado mais ativos em alguns momentos, mas inativos em outros, havendo uma tendência em privilegiar o papel de controle em detrimento do estratégico e do institucional;
- para os conselhos, o papel que eles desempenham nas empresas tem agregado valor, principalmente por meio de medidas aprovadas ou definidas como investimento, expansão e diversificação de atuação e que o acionista aparece sempre como a prioridade da criação de valor. Entretanto, não se encontrou, na maioria das empresas a existência de políticas de criação de valor definidas pelo conselho e nem como essa criação de valor se materializa na prática, em função do trabalho dos conselheiros. As ferramentas para medição dessa criação de valor são bastante diversificadas, sem coerência, inclusive com a própria noção que os conselhos têm de criação de valor.

5.5 - Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil

Okimura (2003) pesquisou a relação entre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras privadas não financeiras de capital e a sua estrutura de propriedade e controle, no período compreendido entre 1998 a 2002. Procurou investigar e compreender os conflitos de agência resultantes da separação entre propriedade e controle, analisando quatro variáveis de estrutura de propriedade:

- (1) concentração de votos do acionista controlador;
- (2) concentração de capital do acionista controlador;
- (3) excesso de votos do acionista controlador;
- (4) tipo de acionista controlador.

Além disso, foram testadas as variáveis tamanho da empresa, potencial de controle e regulação do setor contra as variáveis de concentração de votos e concentração de capital do acionista controlador:

A variável concentração de votos do acionista, apesar de ter apresentado uma relação fraca com valor e desempenho, indicou que, em média, nas empresas que possuem um acionista controlador, o grau de concentração de seus votos está intimamente ligado a benefício e a custos, pelo menos na percepção de valor pelo mercado.

A variável concentração de capital do acionista controlador apresentou, de forma geral, relação negativa com as variáveis dependentes de valor, indicando que a concentração de capital pode reduzir o valor das empresas. Da mesma forma, a variável excesso de votos do

acionista controlador e, conseqüentemente, o grau de controle do controlador, apresentou relação negativa com as variáveis de valor. Assim, a percepção de valor do mercado em relação à empresa poderá ser negativa perante a condição e existência de excesso de votos do controlador.

No entanto, em relação à variável dependente desempenho, a relação excesso de votos do acionista controlador mostrou-se linearmente positiva. Tal evidência, no caso brasileiro, sugere que a existência de emissão de ações preferenciais e o nível de emissão em relação ao capital total da empresa constituem um incentivo para o controlador nessa situação, visando melhorar o desempenho operacional da empresa com o intuito de manter o controle.

A variável tipo de acionista controlador apresentou uma relação significativa apenas nas regressões contra variáveis dependentes de valor; mas, nas demais, não apresentou relação significativa e consistente. Nas relações com variáveis de valor, empresas de controle privado estrangeiro apresentam um valor relativo maior, seguido pelo grupo de empresas de controle privado nacional. Não houve significância para o grupo de empresas de controle familiar. Quanto à variável tamanho da empresa em relação à estrutura de propriedade e controle, não houve significância de influência, contrastando, conforme o autor, com o caso americano de Demsetz e Lehn (1985), possivelmente pelo fato de que empresas brasileiras possuem valor médio de mercado relativamente inferior quando comparado ao das americanas.

A variável potencial de controle também apresentou resultados incompatíveis e incoerentes, apresentando relação negativa e contestando a hipótese de maior probabilidade de concentração de propriedade e controle em função de um maior valor gerado por controle mais efetivo. A análise da variável regulação do setor mostrou-se significativa para alguns casos do setor da economia, como energia e telecomunicação, apontando uma menor concentração de propriedade e controle em empresas desses setores.

Em linhas gerais, o autor considera que a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor difere da relação entre estrutura de propriedade e controle e desempenho. A primeira relação torna-se mais evidente quando se considera a percepção do mercado e dos investidores, ou seja, a relação com o valor da empresa é mais significativa.

5.6 - Independência do conselho de administração

Santos (2002) analisou a existência de relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa brasileira a partir da análise da estrutura dos conselhos e de indicadores de crescimento e lucratividade das empresas. Foi utilizada a análise de fator para os indicadores de crescimento e de lucratividade, gerando um fator de crescimento e um fator de lucratividade para cada ano. Posteriormente foi realizada a regressão linear entre o fator de crescimento e de lucratividade de cada ano da análise e a proporção de conselheiros independentes.

Os resultados encontrados não apresentaram relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas. Isso porque se, de um lado os conselheiros independentes contribuem para o desempenho da empresa nas atividades de monitoramento dos gestores, de outro, os conselheiros internos possuem grande conhecimento dos processos internos e dos negócios da empresa.

Também, não foi possível identificar uma estrutura de conselho ideal ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

5.7 - A influência da estrutura de controle e propriedade

Silva (2002) analisou a relação da estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras e seus efeitos no valor de mercado, estrutura de capital e *payout* das companhias. A amostra abrangeu 225 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, no final do ano de 2000, representando 45% do número das companhias registradas e

aproximadamente 70% da capitalização de mercado total da Bovespa. Os resultados dos testes revelaram que há relação entre estrutura de controle/propriedade e valor de mercado das empresas brasileiras. Os coeficientes das variáveis indicaram, conforme previsto pela teoria, mas sem haver significância estatística, que:

- uma maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a um menor valor das empresas;
- quanto maior a concentração dos direitos de fluxo de caixa com o controlador, maior o valor da empresa;
- quanto maior a razão entre a concentração dos direitos de voto e direitos de fluxo de caixa dos controladores, menor o valor da empresa.

Além disso, os resultados indicaram um alto grau de concentração do capital votante e uma diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Esse fato é indicado como prática adotada pelos acionistas majoritários para manter o controle da empresa mesmo não possuindo 50% do capital total. A empresa é controlada, em média, por seus três maiores acionistas. Mesmo quando não existe um acionista majoritário, o maior acionista possui uma parcela significativa do capital votante.

Também, concluiu-se que há relação entre estrutura de controle e propriedade e valor de mercado, estrutura de capital e *payout* das empresas brasileiras.

Nesse trabalho foram calculadas as estruturas direta e indireta de controle e propriedade, além de considerar a presença de acordos de acionistas, indicando que as variáveis da estrutura indireta têm maior poder explicativo do que as variáveis da estrutura direta, sinalizando que as análises acerca da propriedade das empresas não devem ficar restritas à propriedade direta, mas se aprofundarem nas questões sobre quem é o controlador final das empresas.

5.8 - Governança corporativa e estrutura de propriedade

Silveira (2004) partiu da hipótese que os mecanismos de governança afetam o desempenho das empresas. O objetivo estabelecido foi avaliar se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil. Para atingir o objetivo proposto dividiu o estudo em três partes inter-relacionadas.

A primeira parte investigou os determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, fatores que levam algumas empresas a adotarem práticas de governança corporativa, consideradas melhores do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual. Como aproximação para a qualidade da governança corporativa, construiu-se um índice de governança especialmente para a pesquisa. Nesta primeira parte foram testados possíveis determinantes com relação ao índice de governança elaborado.

A. Concentração da estrutura de propriedade: os determinantes relacionados à estrutura de propriedade apresentaram os resultados mais importantes da primeira parte, sugerindo que a concentração da propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Constatou-se:

- a) quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direito de voto e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da governança corporativa;
- b) a relação entre o maior o poder do acionista controlador em termos de direito de voto e o índice de governança foi negativa e significativa no nível de 5% em todas as especificações;
- c) a relação entre o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador e o índice de governança foi negativa e significativa no nível de 1% em todas as especificações;
- d) a relação entre o direito sobre o fluxo de caixa e o índice de governança foi positiva em todas as especificações, porém sem significância estatística.

Tomando por base o índice de governança elaborado foram construídos sub-índices alternativos para testar outras hipóteses, concluindo-se que a influência da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança corporativa pode apresentar dois opostos em função da aproximação escolhida para qualidade da governança.

a) qualidade da governança corporativa aproximada pela categoria acesso e conteúdo das informações: relação positiva entre direito de controle e a qualidade da governança corporativa e entre o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa e a qualidade da governança. Tais resultados, corroboram, reforça o autor, a hipótese de que as empresas compensariam uma maior probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários através de maior divulgação das informações;

b) qualidade da governança corporativa aproximada pela categoria estrutura de governança: relação negativa tanto entre direito de controle e a qualidade da governança e entre excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa e a qualidade da governança. Apresentando, porém, uma relação positiva entre o nível de governança e o direito sobre o fluxo de caixa. Este resultado fortalece a hipótese de que as empresas nas quais o controlador detém expressivo excesso de votos tendem a estruturar o processo decisório em desacordo com as práticas de governança consideradas adequadas ao mercado.

B) Desempenho da empresa: os resultados das variáveis de desempenho mostraram que o desempenho pode influenciar a qualidade da governança corporativa, apontando uma relação positiva, porém com significância estatística apenas com o LAJIRDA (Lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização). Sugerindo que empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança.

C) Outras variáveis: agregou-se neste item: tamanho da empresa, oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, emissão de ADR's, adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, identidade do acionista controlador, índice de *payout* e setor de atuação. Por essas variáveis, constatou-se que empresas maiores, por disporem de mais recursos e/ou pela necessidade de atenuar custos de agência decorrente do fluxo de caixa livre, e com ADR's negociadas, visando proteção ao investidor, apresentam, em média, melhor governança corporativa. A identidade do controlador, a natureza das operações e as oportunidades futuras de crescimento não apresentaram resultados de influência à qualidade da governança.

A segunda parte da pesquisa investigou os determinantes da concentração da propriedade, a partir dos possíveis fatores que fazem com que o acionista controlador detenha um percentual maior de ações nas companhias abertas. O resultado principal indicou que os aspectos endógenos, como possíveis determinantes da estrutura de propriedade, não parecem influenciar a concentração da propriedade na companhias abertas brasileiras. Ou seja, a concentração da propriedade não parece ser determinada de forma endógena por outras variáveis corporativas.

O resultado da terceira parte, que investigou a relação entre governança e desempenho por meio de uma ampla gama de abordagens econométricas, não confirmou a hipótese de impacto positivo entre uma maior qualidade da governança sobre o desempenho (valor e rentabilidade) das empresas. Destaca-se que entre as variáveis de desempenho utilizadas, a de valor foi a que mostrou relação positiva mais consistente com o índice de governança. Como as variáveis de valor são mais relevantes para os investidores do que os indicadores contábeis, pode-se afirmar que a adoção de melhores práticas de governança tendem a refletir, sob a ótica do mercado, no valor da empresa.

Acrescentando-se à análise, o autor utilizou variáveis referentes à estrutura do conselho de administração como alternativas de governança corporativa. Concluindo que:

a) unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho: apresentou relação negativa com as variáveis de rentabilidade, ou seja, menores margens de lucro. Para a análise

de valor, não houve evidências relacionais entre unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho e as variáveis de valor;

b) tamanho do conselho de administração: apresentou relação positiva com variáveis de valor, demonstrando que empresas com conselho de administração intermediário possuem, em média, menor valor de mercado. Para análise de rentabilidade, observou-se uma relação negativa, significando que conselhos de tamanho intermediário alcançam, em média, melhor rentabilidade;

c) proporção de conselheiros não executivos: observou-se uma relação positiva entre esta variável e as variáveis de valor, sugerindo que empresas com maior proporção de conselheiros externos apresentam, em média, maior valor de mercado.

d) empresas com maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador obtêm, em média, pior desempenho;

e) a hipótese de que uma maior separação entre propriedade e controle, por meio de emissão de ações sem direito a voto, torna-se prejudicial à maximização do valor de mercado da empresa;

g) emissão de ADR's é positiva em relação ao valor de mercado e à rentabilidade;

h) não houve significância de resultados entre adesão aos níveis de governança da Bovespa e valor de mercado da empresa;

i) empresas com ações mais líquidas alcançam maior valor de mercado;

j) o sub-índice de transparência adotado apresentou relação positiva mais significativa com as variáveis de desempenho que o sub-índice de estrutura de conselho e de propriedade e controle, indicando que o mercado concede mais importância a práticas de acesso e conteúdo das informações do que à estrutura de governança das empresas.

5.9 Análise geral

Diversas foram as variáveis analisadas nas pesquisas. Quando se analisou a relação de valor e rentabilidade com a estrutura e as atribuições do conselho de administração nos resultados foi detectada uma clara separação entre os cargos de presidente do conselho e executivo principal. Porém, a análise da variável apresentou relação negativa com variáveis de rentabilidade, ou seja, menores margens de lucro.

Em 83% das empresas foi considerada importante a figura de conselhos independentes, mas em apenas 50% foi detectada essa estrutura. Não se apurou uma correlação significativa com o valor quando se trata do número de conselheiros externos. Porém em outra pesquisa se observou que empresas com maior proporção de conselheiros externos apresentam, em média, maior valor de mercado.

Não se encontrou relação entre a independência do conselho e o desempenho das empresas. O motivo é que os conselheiros internos possuem grande conhecimento dos processos internos e dos negócios da empresas, ainda que os conselheiros independentes contribuam com as atividades de monitoramento dos gestores.

A maioria das empresas não fazia uma avaliação formal do conselho de administração e dos conselheiros, detectando-se baixa preocupação com o desempenho do conselho e dos conselheiros.

O tamanho do conselho de administração apresentou relação positiva com variáveis de valor, demonstrando que empresas com conselho de administração intermediário possuem, em média, menor valor de mercado. Porém, analisando a rentabilidade, observou-se uma relação negativa, significando que empresas com conselhos de tamanho intermediário alcançam, em média, melhor rentabilidade. Mas não se conseguiu determinar uma estrutura de conselho ideal ou adequada.

Normalmente, os conselheiros não têm sua hora de trabalho remunerada pelo mesmo valor do executivo principal. Situação essa relacionada à baixa profissionalização da função

de conselheiro que também era considerada de pouca relevância. Os acionistas não percebiam os conselheiros como responsáveis pela agregação de valor para as companhias.

Outra situação percebida foi a de que a maioria dos conselheiros e diretores representa o acionista majoritário, havendo, portanto, um limite em sua atuação. Dessa forma, o conselho não interfere no dia-a-dia da empresa, apenas avalia as decisões já tomadas, privilegiando-se o papel de controle em detrimento do estratégico e do institucional. Foi observado também que, para os conselhos, o papel que desempenham tem agregado valor para os acionistas. No entanto, não há definição ou existência de políticas de criação de valor definidas pelos conselhos.

Na análise da estrutura, concentração de capital e o direito sobre fluxo de caixa, os resultados indicaram que quando há concentração e/ou excesso de votos do acionista controlador apurou-se uma relação fraca com valor e desempenho, mas há percepção de valor pelo mercado relacionado a benefícios e a custos.

O direito de voto está associado ao menor valor das empresas. Porém, quando há concentração de capital do acionista controlador, indicou-se que pode haver redução do valor da empresa, sendo esta a mesma relação encontrada quando há excesso de votos do acionista controlador. Quanto maior a concentração dos direitos de fluxo de caixa com o controlador, maior o valor da empresa. Encontrou-se relação entre estrutura de controle e propriedade com o valor de mercado, estrutura de capital e *payout* das empresas brasileiras.

Outras relações importantes foram encontradas na análise entre governança e valor. A migração para o Novo Mercado tem impacto sobre a valoração das empresas, aumenta o valor de negociação, aumenta a liquidez e reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos. Porém, em outra pesquisa indicou-se que não houve significância de resultados entre adesão aos níveis de governança da Bovespa e valor de mercado da empresa.

Empresas controladas por grupos familiares apresentaram comportamento de risco inferior e melhor desempenho, associado à menor possibilidade de perda da riqueza - expropriação do acionista minoritário.

Empresas maiores e com ADR's negociadas - por proteção ao investidor - apresentam, em média, melhor governança corporativa. A identidade do controlador, a natureza das operações e as oportunidades futuras de crescimento não apresentaram resultados de influência à qualidade da governança. Empresas com maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador obtêm, em média, pior desempenho. Uma maior separação entre propriedade e controle, por meio de emissão de ações sem direito a voto, torna-se prejudicial à maximização do valor de mercado da empresa.

6 – Conclusão

Nos trabalhos analisados, detectou-se que as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas foram percebidas como importantes ferramentas de criação de valor para os acionistas. Essa mesma importância foi percebida pelos gestores. Em síntese, pode-se, de maneira geral, apontar uma conclusão no sentido de que a relação entre estrutura de propriedade, controle e valor de mercado é diferente da relação entre estrutura de propriedade, controle e desempenho, uma vez que os resultados apontam que a primeira relação é mais evidente, ou seja, a relação com o valor é mais significativa.

Considerando a análise e síntese dos resultados do referencial teórico adotado, há um vasto campo para futuras pesquisas sobre governança corporativa e valor de mercado e sobre governança corporativa e desempenho, recomendando-se que apontem tal diferenciação na declaração do problema de pesquisa visando clarear o enfoque de investigação.

7 – Bibliografia

ALMEIDA, F. G. de. **Governança Corporativa no Brasil** – Criação de Valor com Base na Gestão Corporativa – Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações. Rio de Janeiro: PUC, 2001. (Dissertação de mestrado em Administração de Empresas).

ALMEIDA, F. G. de; ALMEIDA, L. C. de. A governança corporativa no Brasil: Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações. **Revista da CVM**. São Paulo: 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 28.05.2003.

AZEVEDO, S. Governança corporativa avança a passos largos no Brasil. **Relações com Investidores**. São Paulo, nº 52, p.13-14, jun. 2002.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**. São Paulo, v.37, nº3, p.19-32, jul./set. 2002.

CARVALHO, A. G. de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. **Trabalho preparado para a Bovespa**. Disponível em <<http://www.usp.br>>. Acesso em 20 jun. 2003.

COUTINHO, Eduardo Senra. **O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2003.

MARTINS, Henrique Cordeiro. **Governança corporativa em cenários de mudanças: evidências empíricas das alterações dos atributos, papéis e responsabilidades do conselho de administração das empresas brasileiras**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. **A importância da governança corporativa na Gestão das empresas** – o caso do grupo Orsa. In: VI SEMEAD – Seminários em Administração, 2003, São Paulo. VI SEMEAD – Seminários em Administração, 2003. v.1. p.1-1.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

RELAÇÕES COM INVESTIDORES. São Paulo: **IMF Editora Ltda.**, nº 52, jun. 2002.

SANTANA, M. H. O Novo Mercado e a Governança Corporativa. **Revista da CVM**. São Paulo: 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 28.05.2003.

SANTOS, Giovane Zanardo dos. **Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SARGENT, J. Estudo da McKinsey mostrou que os investidores pagam mais por boa governança. **Relações com investidores**. São Paulo, nº 52, p.2, jun. 2002.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de; FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras**. *Revista de Administração de Empresas*, v. 43, n. 03, p. 50-64, 2003.

ZYLBERSZTAJN, D. Novas Dimensões do Conceito de Governança Corporativa. **Newsletter IBCG**. São Paulo, nº 16, p. 7-8, março-abril 2003.