

Análise do Impacto da Adoção da Governança Corporativa sobre o Valor de Mercado das Empresas

Felipe Augusto de Oliveira Ferreira

UCB

Jairo Alano de Bittencourt

jairo@ucb.br

UCB

Alberto Shigueru Matsumoto

albertom@ucb.br

UCB

Abdelkader Bourahli

UCB

Benjamin Miranda Tabak

UCB

Resumo: O presente artigo analisa através do modelo DEA o impacto da adoção de práticas de Governança Corporativa em relação ao risco das empresas integrantes do Ibovespa. Pesquisas anteriores utilizaram modelos comparando o desempenho do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada com o do Índice Bovespa, porém a utilização do modelo DEA nessa análise busca estudar a relação valor de mercado e risco. O estudo teve por objetivo demonstrar como o respeito ao acionista minoritário, transparência e boas práticas de gestão interferem na relação valor de mercado e risco das companhias. Foi feita uma análise comparativa entre essa relação, Valor de mercado e Risco, antes e após a adoção de boas práticas de governança. Foi utilizado para conseguir a obtenção das informações o banco de dados do Economática com o objetivo de avaliar até que ponto a Governança interfere no risco da empresa. Os resultados obtidos comprovaram a importância da Governança Corporativa e o impacto positivo sobre o Valor de Mercado.

Palavras Chave: DEA - Governança Corporati - Ibovespa - Valor de Mercado -



1 INTRODUÇÃO

As fraudes da década de 90 ocorridas nos Estados Unidos e a falta de transparência na gestão das companhias levaram os americanos a criarem instrumentos e normas para aumentar o controle na gestão e conduta dos executivos. A criação dessas regras, que definem as boas práticas de administração a serem adotadas pelas empresas, influenciou a confecção de códigos semelhantes no mundo todo. A prestação de contas e o respeito aos acionistas minoritários passou a ser exigência.

A esse respeito, Srour (2005, p. 636) informa que a BOVESPA lançou a idéia da criação de uma categoria de papéis de empresas denominados de Novo Mercado, contemplando organizações que estivessem dispostas a negociar suas ações na bolsa em um novo patamar, ou seja, aquelas que aderissem as melhores regras de proteção aos acionistas minoritários e maior transparência em suas contas.

Esse projeto, continua esse autor, inspirou-se na idéia do Never Market alemão, tendo como escopo o melhor desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, “com destaque aos esforços da firma na melhoria da relação com seus investidores (SROUR, 2005, p.636)

Com a criação do Novo Mercado no Brasil as empresas passaram a aderir aos níveis de governança corporativa, seja nessa classificação, que é o topo da classificação da Governança Corporativa segundo regras da BOVESPA, ou em seus outros níveis – nível 1, para aquelas que estão em uma fase inicial de estratégias de governança; e nível 2, àquelas cujas práticas de governança estão muito próximas daquelas recomendadas ao Novo Mercado. Muitas fizeram isso buscando uma diferenciação no mercado e, também, para dar maior liquidez para os respectivos papéis.

O presente artigo procurou analisar até que ponto a adoção de boas práticas interfere na relação do valor de mercado em relação ao risco das companhias.

Para alcance dos objetivos propostos foi realizada uma revisão bibliográfica sobre o tema, que será apresentada na primeira parte do artigo, partindo do conceito de Governança e pontuando os marcos históricos e fatos que contribuíram para a construção de uma administração transparente. Já na segunda parte é descrita a metodologia utilizada, a base de dados da pesquisa e o modelo para análise. A terceira parte é destinada a análise das hipóteses seguida das considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1.1 Conceito

Para o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC,2009),

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, Conselho de

Administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade”. (IBGC, 2007)

Já para Silveira (2004), “A Governança Corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem pra si o retorno sobre seu investimento”.

Da mesma forma, Leal e Saito (2002) conceituam a governança corporativa como “o conjunto de regras, práticas e instituições que determinam como os administradores agem no melhor interesse das partes envolvidas na empresa, particularmente os acionistas”.

Assim, a busca por melhores práticas de Governança tem o objetivo de orientar as ações da Administração e criar regras para seu monitoramento. Estas visam assegurar que o comportamento dos executivos esteja em linha com os interesses dos acionistas institucionais e minoritários.

2.1.2 Histórico

O conceito de Governança corporativa, afirma Silva (2004, p. 348), existe há mais de 50 anos. Contudo, “somente nos últimos anos vem se transformando em uma preocupação constante em diversos países, sejam eles desenvolvidos ou emergentes”.

Os principais marcos históricos e de maior alcance da Governança Corporativa são o ativismo pioneiro de Robert Monks que focou no direito dos acionistas e propôs a idéia de um modelo ativo nas organizações, o Relatório Cadbury divulgado no Reino Unido com o foco no papel dos acionistas, conselheiros e executivos como também os resultados financeiros e o terceiro, a criação pela *Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE) do Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*, com o intuito de organizar normas e diretrizes para desenvolver os mercados, as corporações e as nações (ANDRADE E ROSSETTI, 2006, p.178).

Além disso, os escândalos bilionários no mundo corporativo no início dos anos 90 envolvendo a Eron, a Worldcom e a Arthur Andersen, ocorridos nos Estados Unidos, fizeram com que muitos acionistas se atentassem para uma regulação mais dura e que obrigasse as empresas a serem mais transparentes.

Com esse movimento, surgia a Lei Sarbanes-Oxley¹ que promoveu uma ampla regulamentação no mercado americano e serviu de espelho para o resto do mundo. Ela procurou enfatizar valores, na tentativa de recuperar a credibilidade e dar segurança para os investidores, de que a transparência seria peça essencial na gestão das corporações a partir de então. “As empresas que perceberam essa nova realidade passaram a implantar novos modelos de gestão corporativa que levam em consideração princípios e valores de natureza ética, além das questões econômico-financeiras.” (RODRIGUES, 2003, p.4).

A criação dessa lei ainda influenciou o desenvolvimento de códigos de conduta de Governança Corporativa em todo o mundo e o surgimento das agências de classificação de risco específicas para o mundo corporativo com a finalidade de orientar os investidores quanto ao grau de transparência e risco das empresas.

2.1.3 Características

A adoção de práticas de Governança Corporativa representa uma maior transparência na gestão da Organização. De acordo com Andrade e Rossetti (2006) entendem-se como posturas essenciais para a boa governança a integridade ética, o senso de justiça, a exatidão na prestação de contas, conformidade e a transparência. A implementação dessas posturas visa

¹ ANDRADE E ROSSETTI, 2006, p. 182

criar um conjunto de mecanismos para que a administração da empresa se torne a mais transparente possível e também alinhar os interesses dos acionistas com as ações dos executivos.

A preocupação da governança corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. A boa governança corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. (IBGC, 2009)

Como a Governança surgiu para assegurar que as decisões e comportamentos dos executivos estivessem de acordo com o interesse dos acionistas, boa parte dos investidores tanto minoritários como institucionais passaram a levar em consideração as boas práticas de Governança na hora de alocar ativos. Os princípios básicos da Governança Corporativa são a transparência na gestão e a prestação de contas a fim de evitar erros estratégicos, abuso de poder e fraudes.

Em contraposição ao objetivo de máximo retorno total dos investidores, têm sido desenvolvidas proposições mais abrangentes de objetivos corporativos. Estas não recusam a legitimidade do retorno dos investidores, mas argumentam que as companhias também acumulam ganhos, como imagem e reputação, quando atuam apoiadas no conceito-base do *triple bottom line*, olhando ao mesmo tempo para questões econômico-financeiras, ambientais e sociais. E podem incorrer em riscos e perdas se desconsiderarem essas questões. (ROSSETTI, 2006, p.256)

Com o avanço do número de corporações e grupos de presença global, a Governança corporativa é fundamental para assegurar os interesses dos milhares de investidores; ela é um importante meio de desenvolvimento, administração de interesses e conflitos. A adoção de boas práticas acaba por influenciar a vida de milhares de pessoas em todo o mundo.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

2.2.1 Histórico

“Na maioria dos países, e no Brasil, o controle é muito concentrado e os controladores podem monitorar os administradores facilmente. A separação entre administração e controle não é a norma, a administração e o controle freqüentemente são exercidos pelas mesmas pessoas, mesmo nas maiores sociedades de capital aberto. Isto evidencia o conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários no Brasil. O problema central de política nos últimos tempos tem sido o de proteger os acionistas minoritários dos atos predatórios dos acionistas controladores”. (LEAL e SAITO, 2003, p.3)

No Brasil existe o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa com a finalidade de “indicar caminhos para todos os tipos de sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis, visando a: 1-Aumentar o valor da sociedade; 2-Melhorar seu desempenho; 3-Facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e; 4-Contribuir para sua perenidade.” (IBGC, 2007).

Na primeira versão do Código, criado em 1999, foi dada ênfase nas atribuições e na importância do Conselho de Administração. Já na segunda versão, o foco foi para a equidade de tratamento entre os diferentes acionistas e também para a prestação de contas. Em 2004, a terceira e atual versão foi lançada dando importância ao princípio da responsabilidade social, este evidenciando não apenas o aspecto econômico, mas também, o social e ambiental.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa atribui as modificações do Código às constantes discussões e o aprofundamento dos temas ligados à Governança Corporativa,

motivo que fez desse documento referência nacional em conduta de gestão empresarial, e referência nas escolas de negócios.

Os principais valores que dão sustentação a esse Código, de acordo com Rossetti (2006) são:

- **Fairness:** Senso de justiça e equidade no tratamento dos acionistas.
- **Disclosure:** Transparência das informações que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.
- **Accountability:** Prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.
- **Compliance:** Conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimes internos e nas instituições legais do país.

Esses valores devem estar presentes nos diversos modelos de Governança Corporativa, ao mesmo tempo em que as peculiaridades, as circunstâncias jurídicas, culturais e econômicas de cada país também devem ser respeitadas.

2.2.2 Criação do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciado (IGC)

A respeito da criação do índice de governança pela BOVESPA, segue-se o seguinte comentário:

A criação, em 2000, do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo inseriu-se entre as iniciativas que têm respondido, nos últimos anos, à demanda por melhores padrões de governança das empresas no Brasil. (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p.187).

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foram criados com a finalidade de aumentar a transparência da administração das companhias aumentando o interesse dos investidores por empresas que aderissem às boas condutas, assim como a liquidez e o valor das companhias. Para diferenciação das companhias negociadas no mercado tradicional foram criados os níveis 1 e 2. Já o Novo Mercado foi criado para as empresas que venham a lançar uma oferta pública de ações, IPO.

A adesão aos níveis pelas empresas é voluntária e apenas é selada após a assinatura de contrato de adesão envolvendo os acionistas majoritários, os executivos e a Bolsa. Mesmo que a empresa pratique a boa governança, sua classificação pela Bolsa se dá apenas com a assinatura contratual.

Na tabela a seguir estão relacionadas as características de cada um dos níveis:

Tabela 1: Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA, 2009

Em junho de 2001 a Bovespa lançou o Índice de Governança Corporativa Diferenciada com o objetivo de dar destaque e medir o desempenho de uma carteira teórica de companhias que adotam bons níveis de governança corporativa. A criação do índice foi um avanço ao aumento da transparência e respeito dos direitos societários.

“Toda discussão sobre Governança Corporativa parte da hipótese de que os

mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas” (SILVEIRA, 2004, p.13).

3 METODOLOGIA

Para a análise e obtenção de resultados foi utilizada a Análise Envoltória de Dados (DEA – da sigla em inglês, Data Envelopment Analysis) e as unidades estudadas denominadas de DMUs da sigla em inglês, Decision Making Units.

DEA calcula a eficiência de um conjunto de DMUs observadas, comparando-as entre si; por este motivo, a medida de eficiência obtida é uma medida de eficiência relativa. As DMUs do conjunto analisado devem ser unidades similares, isto é, cada DMU deve consumir os mesmos inputs para produzir os mesmos outputs, variando só as quantidades consumidas e produzidas por cada uma. (GONÇALVES e SERNA, 2008, p.2)

O estudo consistiu em analisar todas as empresas que integram a carteira do Ibovespa de setembro à dezembro de 2009 e estudar a influência da adoção da Governança Corporativa sobre o risco. O Ibovespa foi escolhido por ser o principal índice da Bovespa e retratar o desempenho dos principais papéis. Ele serve de indicador do comportamento do mercado brasileiro. Segundo o site da Bovespa, as ações integrantes da carteira teórica do índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista. Elas também respondem por 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na Bovespa.

A relação do impacto da Governança Corporativa sobre o risco foi medida da seguinte forma: foi levantado o valor de mercado de cada companhia um dia antes da adoção da governança corporativa e o beta (β) na respectiva data. Um dia antes, pois a companhia oficialmente não adotava nenhuma prática de transparência de governança. O valor de mercado e o beta (β) das empresas foram levantados novamente no dia 19/09/2009. Com a comparação do VM (valor de mercado) sobre o β (risco) antes da adoção de práticas de governança e o VM (valor de mercado) sobre o Beta (risco) posteriormente a adoção de boas práticas de governança foi possível avaliar o efeito da governança em relação ao risco. O beta (β) mede o risco não diversificável, ou seja, mede a oscilação de um ativo em relação ao índice que está atrelado. Mede a sensibilidade do ativo na carteira. O beta (β) do Ibovespa é sempre igual a 1, sendo que o índice é a base de cálculo. Quando o beta de determinado ativo for igual a 1, esse ativo tende a seguir o mercado. Já um ativo que possui um beta menor que 1, esse ativo tende a oscilar menos que o mercado e o ativo que possui um beta maior que 1 tende a oscilar mais que o mercado.

Segue a fórmula:

$$[(VM \text{ depois}/\beta \text{ depois}) / (VM \text{ antes}/\beta \text{ antes})]$$

VM (antes) – valor de mercado da companhia no dia anterior à adoção de práticas de governança.

β (antes) – beta de 252 dias da companhia no dia anterior à adoção de práticas de governança.

VM (depois) - valor de mercado da companhia no dia 19/09/2009.

β (antes) – beta de 252 dias da companhia no dia 19/09/2009.

O resultado do cálculo da equação mede a eficiência. Nesse caso, se a adoção da Governança Corporativa foi positiva ou negativa para a empresa. As hipóteses para o resultado obtido são as seguintes:

Hipótese Nula H0: A adoção de nível de governança diferenciada aumenta o valor da empresa
 Hipótese Alternativa HA: O valor da empresa independe da adoção de governança

A partir daí, foi possível calcular e analisar o impacto da Governança Corporativa na relação Valor de Mercado e β das empresas que integram o Ibovespa.

4 PESQUISA

Os dados para a elaboração da pesquisa, relativos às 65 ações que compõem o Ibovespa, foram coletados no Economática. Antes, no entanto, foi necessária a busca da data de adoção dos níveis de governança de cada companhia. Essa pesquisa foi realizada no site da Bovespa, já que não são disponibilizadas no Economática e eram fundamentais para levantar o valor de mercado e o beta anterior ao ingresso nos níveis de governança da Bovespa.

Apesar da busca em outras fontes além do site da Bovespa não foi encontrado dados relativos a data de ingresso no níveis de governança de 10 empresas listadas no índice, com isso, elas foram desconsideradas da pesquisa. Não há como avaliar o impacto da governança nessas companhias, pois não há nenhuma data para referência. Mesmo sabendo a data de adoção, 6 empresas não apresentavam um beta de 252 dias no dia anterior a adoção, também não sendo possível utilizá-las no estudo.

Outras 11 empresas também foram desconsideradas por não aderirem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. O gráfico abaixo demonstra a representatividade da Governança no Ibovespa. (GRÁFICO 1)

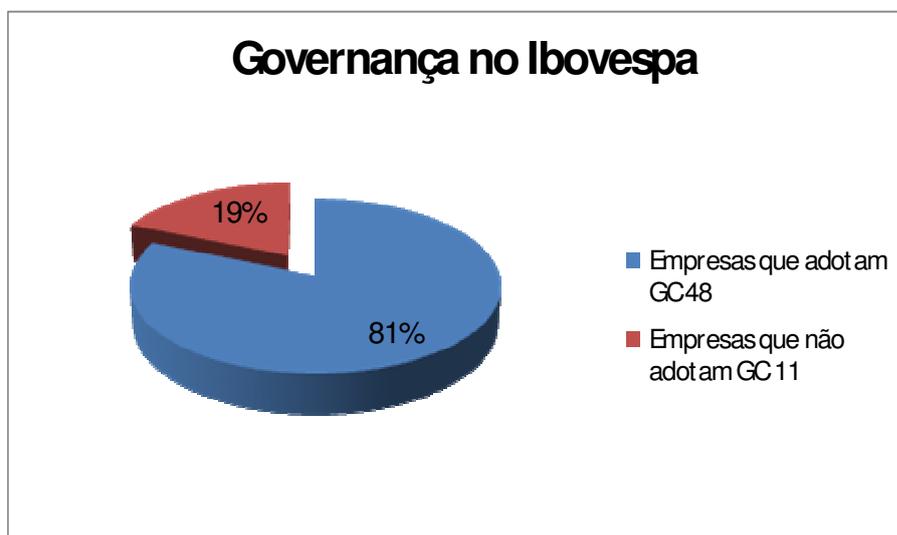


Gráfico 1 - Empresas que compõem o Ibovespa e adotam governança
 Fonte: BM&FBOVESPA, 2009

Das 48 empresas que adotam Governança Corporativa, 8 delas ao abrirem seu capital já o fizeram inseridas nos níveis diferenciados de Governança, portanto, não representam objeto dessa pesquisa. Não há como avaliar o valor de mercado e o beta anterior a adoção das boas práticas de Governança.

Após essas observações, foram objeto da pesquisa, passíveis de análise, 26 ações das 65 que compõem o Ibovespa que correspondem a 41% do total. Essas 26 ações representam

24 empresas, pois a Usiminas e a Eletrobrás possuem dois tipos de ações no pregão. Para preencher os requisitos para o cálculo no modelo DEA, as companhias deveriam apresentar: 1- adoção da Governança Corporativa; 2- dados sobre o Valor de Mercado antes e depois da Governança; 3- o valor β antes e depois da Governança.

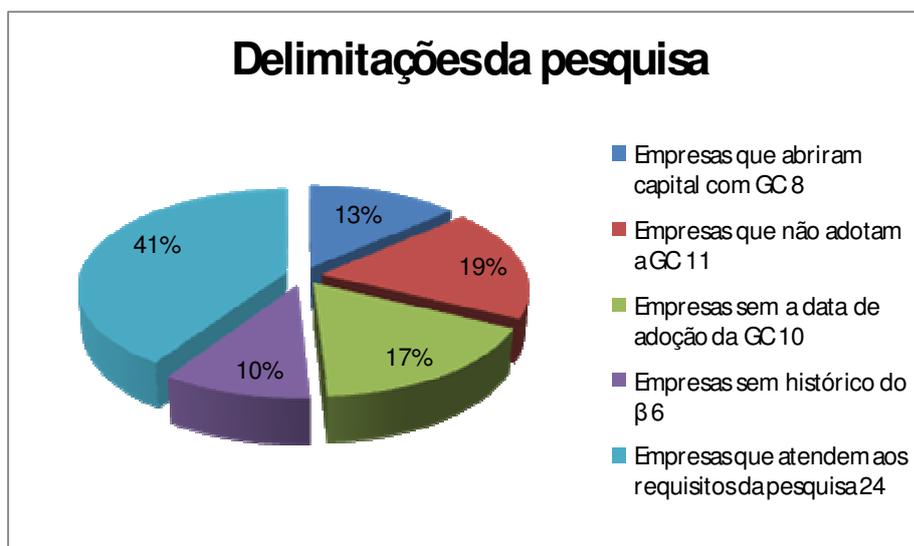


Gráfico 2 - Delimitação da pesquisa
Fonte: Dados da pesquisa

Com a utilização do modelo DEA nas 24 empresas que atenderam os requisitos, constatou-se que a Governança Corporativa agregou valor a 22 empresas (91,67%) alterando positivamente a relação valor de mercado sobre o risco. Esse resultado está em concordância com a afirmação de Silveira (2004) sobre a adoção da Governança Corporativa: “A Governança Corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem pra si o retorno sobre seu investimento”.

Estes dados revelaram que a hipótese nula H_0 na qual a adoção de nível de governança diferenciada aumenta o valor da empresa se confirmou. As empresas enquadradas nessa hipótese apresentaram um aumento no Valor de Mercado e o crescimento do β , quando ocorreu, não superou o Valor de Mercado.

Em 11 (42,31%) ações, o Valor de Mercado aumentou e o β diminuiu. Em outras 12 ações (46,15%) o Valor de Mercado aumentou e o β apesar de ter aumentado foi em menor proporção. Isso confirma o esperado após a revisão bibliográfica de que a Governança tem impacto sobre o Valor de Mercado das empresas, e esse impacto é positivo.

A hipótese alternativa H_A na qual o valor da empresa independe da adoção de Governança não pode ser observada, visto que, nenhuma empresa apresentou o mesmo Valor de Mercado antes e depois da adoção da Governança.

Apenas 3 ações apresentaram resultados negativos após a adoção dos níveis diferenciados, no entanto, não é possível afirmar somente com os dados coletados que a causa da queda foram os níveis diferenciados. Essas ações são as da Embraer e as ações da

Usiminas representada por ações preferenciais e ordinárias², USIM5 e USIM3 respectivamente.

Desde que a Embraer adotou a Governança Corporativa em 2006, o Valor de Mercado da empresa declinou em 49,01% e o β do período sofreu um acréscimo de 33,33%, refletindo no aumento do risco para os acionistas acompanhado de uma desvalorização dos papéis. A Usiminas já apresentou duas situações distintas: as ações ordinárias (USIM3) apresentaram um aumento no β de 9,09% enquanto a companhia se desvalorizou em 12,12%. As ações preferenciais apresentaram um comportamento no qual houve uma diminuição do β em 7,69%, porém a companhia sofreu uma maior depreciação no seu Valor de Mercado (12,12%).



Gráfico 3 - Resultado da equação
Fonte: dados da pesquisa

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme discutido, o artigo demonstrou como a Governança Corporativa agrega valor às companhias e mostra que o resultado está de acordo com a literatura recente acerca do tema. Todas as referências utilizadas na elaboração da pesquisa demonstraram a construção e evolução do conceito de Governança Corporativa e os principais marcos que forçaram a criação de regras e códigos rígidos.

Apesar da pesquisa apresentar algumas limitações em relação ao número de empresas verificadas, as empresas efetivamente analisadas demonstraram que a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, criados pela Bovespa com o intuito de dar destaque àquelas e aos executivos que prezam pelas boas práticas de administração, realmente agrega valor.

Também é importante ressaltar que o mercado brasileiro possui certas distorções e passou na última década por mudanças significativas. Com a onda de abertura de capitais e aumento da presença de empresas brasileiras no exterior e o grau de investimento adquirido

² Ações preferenciais dão direito ao titular a prioridade na distribuição dos lucros da empresa. Ações ordinárias dão direito a voto nas assembleias da empresa.

pelo país, a exigência pela adoção da Governança tende a aumentar a cada dia. Os escândalos nos EUA forçaram os órgãos reguladores a dar início a um novo patamar no mercado financeiro mundial, aumentando a importância das auditorias, exigindo a transparência na gestão e equidade no tratamento com os acionistas minoritários.

A Governança Corporativa, conforme evidenciou esta pesquisa, altera sim a percepção que o mercado tem das companhias que a adota, conseqüentemente aumenta a visibilidade, o controle e diminui o risco em relação ao negócio.

6 REFERÊNCIAS

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BM&FBOVESPA. **O que é o Índice Bovespa?** São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em 16 de março de 2009.

Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2001. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br> . Acesso em: 11/05/2009.

ECONOMÁTICA.

GONÇALVES, L.C.N.I; SENRA, L.F.A.C. **Modelo DEA de Eficiência Financeira**. XXVIII Encontro Nacional de Engenharia de Produção. Rio de Janeiro, RJ. Outubro/2008.

IBGC. **Origem da Boa Governança**. São Paulo. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 16 de março de 2009.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas Eletrônica – RAE eletrônica**, São Paulo, SP, vol. 2, nº 2, jul/dez 2003.

RODRIGUES, Ana Tércia Lopes. **Governança Corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global**. IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Gramado, RS, 2003.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista da Administração**, São Paulo, SP, vol. 39, nº4, out/nov/dez. 2009. p. 348-361.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade**: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil. 2004. 254 p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2004.

SROUR, Gabriel. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das Firms Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, RJ, vol.59, nº 4, out/dez. 2005.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

