

Área temática: Governança Corporativa

Um estudo da relação entre Governança Corporativa e Indicadores de Desempenho: Estado da Arte no período de 2002 a 2008

AUTORES

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

Universidade Federal de Uberlândia

fmacielpaixoto@gmail.com

CRISTIANO AUGUSTO BORGES FORTI

UFU - Universidade Federal de Uberlândia

cristiano@forti.pro.br

WAGNER DE PAULO SANTIAGO

Universidade Estadual de Montes Claros - Unimontes

wagner.santiago@unimontes.br

Resumo

A Governança Corporativa tornou-se notória pelo volume de estudos que associam tal prática com uma melhoria da performance operacional, financeira e conseqüente reconhecimento pelo mercado de capitais. O presente trabalho tem como objetivo realizar um levantamento do estado da arte das pesquisas já realizadas no Brasil sobre a Governança Corporativa e sua relação com indicadores de desempenho, tais como: rentabilidade, liquidez, risco, custo de capital, volatilidade, dentre outros. Consiste em um estudo exploratório, baseado fundamentalmente em pesquisa documental e eletrônica. Procedeu-se a um levantamento das pesquisas realizadas por diversos autores nacionais publicadas em congressos e revistas da área financeira no período de 2002 a 2008. A maioria dos autores pesquisados busca identificar se as empresas de capital aberto da Bovespa que aderiram aos princípios de Governança Corporativa (GC) e/ou empresas que galgaram níveis mais altos de GC conseguem obter melhor desempenho do que as empresas pertencentes ao mercado tradicional ou com menores níveis de GC. Como resultado, observou-se que o indicador “rentabilidade” foi o mais estudado, tendo sido citado em 40% dos trabalhos. Em segundo lugar, tem-se “risco” e “valor de mercado”, cada um tendo aparecido em 22% dos trabalhos sobre o tema. A partir deste trabalho, pode-se perceber que indicadores de desempenho foram mais ou menos abordados pela literatura financeira, e aqueles que nunca o foram, o que gera oportunidades de pesquisas mais aprofundadas sobre o tema.

Abstract

Corporate Governance has become notorious for the volume of studies associating this practice with improved operational performance, financial and consequent recognition by the capital market. This work aims to survey the state of the art of research already carried out in Brazil on the Corporate Governance and its relation to performance indicators, such as: profitability, liquidity, risk, cost of capital, volatility, among others. It consists of an

exploratory study, based mainly on desk research and electronics. There was a survey of research by various authors published in conferences and journals in the financial area in the period 2002 to 2008. Most authors researched search firms to identify whether held the Bovespa that have subscribed to the principles of Corporate Governance (CG) and / or companies climb higher levels of GC can achieve better performance than the firms belonging to the traditional market or with lower levels of GC. As a result, it was observed that the indicator "return" was the most studied and has been quoted in 40% of the work. Secondly, there is "risk" and "market value", each having appeared in 22% of the work on the subject. From this work, we can see that performance indicators were more or less covered by the financial literature, and those who never have been, which creates opportunities for further research on the subject.

Palavras-chave: governança corporativa, indicadores de desempenho, estado da arte.

1. Introdução

1.1. Mercado de Capitais no Brasil e Governança Corporativa

Atualmente, percebe-se uma vigorosa e impressionante expansão do mercado de capitais brasileiro. As diversas mudanças ocorridas no quadro macroeconômico e regulatório no início da década de 90: estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa, etc.; tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. Juntamente ao processo de securitização, iniciado na mesma década, aumentou-se o tipo de possibilidades de financiamento via mercado de capitais e captação de recursos no exterior (CARVALHO et. al., 2000).

A abertura financeira trouxe consigo a possibilidade de que os investidores internacionais comprassem papéis nacionais diretamente no país e também nos mercados financeiros internacionais. O reflexo da massiva entrada de capitais estrangeiros no Brasil foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa.

Baesso et. al. (2008) colocam que “a redução da inflação e do risco Brasil, a internacionalização dos mercados de capitais e a progressiva adesão do mercado brasileiro às regras contábeis internacionais estão entre os fatores que apontam para o aumento da eficiência do mercado de capitais brasileiro”.

Outro aspecto perceptível no contexto brasileiro é o aumento considerável da base de investidores dispostos a transferir parte de sua poupança de renda fixa para ações e fundos mútuos. Esta migração poderia ser explicada pela maior rentabilidade apresentada por estes investimentos neste período de expansão e também pela melhoria da eficiência que o mercado brasileiro de ações tem apresentado.

Quando se estuda o mercado de capitais brasileiro, um assunto que emerge naturalmente é a Governança Corporativa (GC). A partir da criação, em 2001, do Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bovespa e do Novo Mercado, tornou-se notório o volume de estudos que associa as práticas de GC com uma melhoria da performance operacional, financeira e conseqüente reconhecimento pelo mercado de capitais.

Este trabalho se justifica pela importância do Mercado de Capitais para o desenvolvimento econômico do país. Uma vez determinada uma relação entre as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e uma elevação do desempenho financeiro e operacional das organizações no Brasil, podemos então focalizar esforços no sentido de melhorar e incentivar práticas como a da BOVESPA com seu Novo Mercado, da criação da nova lei das S/As, a lei 11.638/07 e da criação do CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis, cujo objetivo conjunto é melhorar a qualidade da informação fornecida pelas empresas no Brasil.

1.2. Objetivos do trabalho

O objetivo geral desse estudo é realizar um levantamento do estado da arte das pesquisas que tratam sobre Governança Corporativa (GC) e Indicadores de Desempenho no Brasil, no período de 2002 a 2008, visando identificar quais indicadores operacionais e financeiros já foram estudados e quais ainda carecem de estudos mais aprofundados.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Governança Corporativa: principais conceitos e vantagens subjacentes

Num cenário de turbulência, volatilidade, incertezas e maior integração econômica e financeira, a Governança Corporativa vem assumindo posição de destaque, ao ser vista como

uma solução para muitas organizações que buscam melhorar sua imagem no mercado, aumentar a valorização de suas ações, adquirir vantagens competitivas, por meio de maior transparência em seus negócios (CAMARGOS e BARBOSA, 2006).

Ao conceituar Governança Corporativa, Williamson (1996), coloca que a mesma trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo. (tradução livre). Lima et. al. (2008) corroboram com o conceito de Williamson (1996), ao afirmarem que boas práticas de Governança Corporativa buscam, principalmente, a redução da assimetria informacional.

Sobre o mesmo assunto, Rogers, Securato e Machado Filho (2008) assinalam que as empresas que fornecem as informações demandadas, de forma consistente, em ambos os momentos, bons e ruins, reafirmam a sua credibilidade junto ao mercado, pois o mercado “odeia” surpresas, especialmente as negativas.

Diversos autores têm abordado as vantagens obtidas pelas empresas que adotam boas práticas de governança corporativa. De acordo com Andrade e Rossetti (2006, p.235), a Governança Corporativa traz consigo um clima de negócios saudável que gera diversos benefícios, dentre os quais citam que ela: 1) evita: abusos de poder e custos extorsivos de agência, erros estratégicos, gestão deficiente e fraudes corporativas; e 2) promove: confiança no mundo dos negócios, crescente canalização de recursos para o mercado de capitais, e amplo envolvimento da sociedade no processo de expansão econômica.

Para Rogers (2006, p.18), ao se estabelecer normas, condutas e regras que assegurem que os provedores de capital (acionistas minoritários e credores) tenham o seu retorno exigido, há uma maior demanda, por parte dos investidores, pelos papéis das empresas. Segundo o mesmo autor, isso se traduz no seguinte: “para a empresa significa captação de recursos a custos menores, com a probabilidade de retornos maiores sobre os investimentos; e para os acionistas, maiores dividendos”.

No mesmo sentido, estudos apontam que o desenvolvimento do mercado de capitais depende das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, em que a adoção de um sistema de governança eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações, reduzindo a exposição das organizações a fatores macroeconômicos (ROGERS, RIBEIRO E SOUZA, 2005).

Diversos autores associam as práticas de GC com melhorias intrínsecas ao Mercado de Capitais e sua eficiência. Andrade e Rossetti (2006), afirmam que a GC pode contribuir em três frentes para o desenvolvimento econômico do país, ao influenciar: i) *empresas*: melhora da imagem institucional, aumento da liquidez e da valorização das ações, menor custo de capital; ii) *investidores*: garantia dos direitos, maior precisão na precificação das ações, qualidade das informações e acompanhamento, menores riscos; iii) *mercado de capitais*: alternativa viável de capitalização, aumento de emissões e das aberturas de capital e maior liquidez.

2.2. Governança Corporativa no mundo e no Brasil

Importante se faz agora contextualizar a Governança Corporativa no mundo e no Brasil. No primeiro triênio do século XXI, com as megafraudes e os escândalos corporativos nos EUA e na Europa (casos da Enron, Worldcomm e Parmalat, por exemplo), a confiança dos investidores no mercado de capitais ficou abalada. Houve diversas reações regulatórias em tais países, mas a mais notável foi a elaboração da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), aprovada em julho de 2002 pelo Congresso dos EUA. Tal Lei promoveu ampla regulação na vida corporativa e reescreveu literalmente as regras para a boa governança corporativa. A SOX trouxe então mudanças benéficas para as empresas, tais como: ágios de governança¹; Conselhos de Administração passam a ter papel efetivo como guardiões dos valores

corporativos e não mais um papel *pro-forma*; códigos de ética empresarial passam a ser vivenciados na prática; ocorre redução de conflitos e de custos de agência. (ANDRADE e ROSSETTI, 2006).

Segundo Lima, Maciel e Libonati (2008), a SOX configura na mais importante reforma da legislação do mercado de capitais desde a introdução de sua regulamentação na década de 30, após a quebra da bolsa de Nova York em 1929. O principal objetivo da lei foi o de restabelecer o nível de confiança nas informações geradas pelas empresas e, assim, consolidar a teoria dos mercados eficientes, que norteia o funcionamento do mercado de títulos e valores mobiliários.

No Brasil, o modelo de Governança Corporativa ainda carece de aperfeiçoamentos devido aos seguintes motivos principais: mercado de capitais ainda pouco expressivo; propriedade acionária concentrada; sobreposição propriedade-gestão; conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários; fraca proteção a minoritários; baixa eficácia dos Conselhos de Administração; modelo voltado para os interesses dos proprietários, dentre outros fatores. No entanto, há sinais de evolução no Brasil, principalmente devido aos processos de privatizações recentes, processos sucessórios, fusões, entrada de investimentos estrangeiros no país, reestruturações societárias em empresas de capital aberto, modificações em suas estruturas de propriedade e gestão, crescente profissionalização dos Conselhos de Administração, aumento das ofertas públicas de ações (IPOs) e maior conscientização da classe empresarial (ANDRADE e ROSSETTI, 2006; RIBEIRO, NARDI e NAKAO, 2003).

O ambiente empresarial brasileiro tem enfrentado problemas similares aos ocorridos nos EUA, mas a legislação aqui não foi modificada de forma tão contundente como naquele país. Conforme afirmam Camargos e Barbosa (2003), considerando-se a importância dos mercados de capitais para o desenvolvimento econômico de um país, na alocação de poupança a oportunidades produtivas e sua conseqüente sinalização para a formação dos preços, seria relevante para a economia brasileira que o governo utilizasse suas instituições para fortalecer e melhorar os níveis de eficiência desse mercado, principalmente o informacional, com uma maior quantidade de informação se refletindo de forma instantânea nos preços, o que resultaria em estimativas mais precisas. Isso aumentaria a credibilidade do mercado perante públicos menos especializados em aplicações financeiras, ampliando assim o volume e a quantidade de suas negociações.

Ao contrário de outros países, as práticas de GC no Brasil não foram implantadas pela força de leis severas como a SOX dos EUA. Aqui ocorreu uma auto-regulamentação baseada no modelo alemão, o Novo Mercado. Esta auto-regulamentação partiu da BOVESPA que criou níveis diferenciados de governança corporativa, que são divididos em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação brasileira.

De acordo com Martins, Silva e Nardi (2006), a intenção da existência desses níveis de mercado é potencializar o mercado acionário brasileiro por meio de uma 'reforma' na legislação, deixando as empresas interessadas em abrir capital a opção entre o mercado de governança ou o mercado tradicional.

Portanto, as práticas de GC no Brasil são regulamentadas por contratos privados entre a BOVESPA e as empresas participantes deste novo mercado de governança. Segundo Peixe (2003) as vantagens do Novo Mercado seriam: i) *empresas*: melhor precificação das suas ações, conseguindo com isso, menores custos de transação, baseado no pressuposto de que os investidores dispõem-se a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de GC e que apresentam maior grau de transparência; ii) *investidores*: maior segurança e a oportunidade de adquirir o que a BOVESPA chama de "produto ação diferenciado", pois são

negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias) que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.

A BOVESPA, ao criar o Novo Mercado, também criou um novo índice de ações, chamado de IGC (Índice de Governança Corporativa) formado apenas por empresas que adotaram as práticas dos níveis diferenciados de governança. Essa foi a senha para que diversos pesquisadores pudessem iniciar trabalhos de comparação entre empresas que possuem níveis diferenciados de governança corporativa e empresas que não aderiram a tais práticas. Faz-se importante mencionar que poucos países no mundo oferecem tal oportunidade de estudos.

3. Aspectos Metodológicos

O presente trabalho se caracteriza como exploratório e o principal método utilizado foi a pesquisa documental e eletrônica. Foi utilizado o levantamento bibliográfico, ou seja, uma reformulação coerente das idéias de autores consagrados que escreveram sobre o tema. O grande desafio foi esclarecer o assunto, decifrando-o de forma clara.

Com tal objetivo, efetuou-se busca eletrônica pelas palavras: “Governança Corporativa” e “Indicadores de desempenho” nos seguintes eventos: 17º Congresso Brasileiro de Contabilidade (2004); 4º, 5º e 6º Congressos de Controladoria e Contabilidade da FEA/USP (2004, 2005, 2006); CLADEA (2003); ENANPAD (2004 a 2008); RAUSP (2004); REGE/USP (2005, 2006); Revista de Contabilidade e Finanças da USP (2006), Revista do BNDES (2004); SEMEAD (2007); V Encontro Brasileiro de Finanças (2005); XIV Congresso Brasileiro de Custos (2007); Teses e Dissertações diversas sobre o tema.

O critério de seleção dos eventos, trabalhos e/ou congressos acima foi a disponibilidade e acesso aos mesmos, que foi facilitada pelo contato dos autores com os bancos de dados de pesquisas do Mestrado em Administração da Universidade Federal de Uberlândia.

Cada artigo/trabalho selecionado foi avaliado para identificação de qual indicador de desempenho era analisado juntamente com o conceito de Governança Corporativa.

A escolha do período sob análise (2002-2008) se deveu ao fato da criação do IGC (Índice de Governança Corporativa) da Bovespa em 2001.

4. Resultados

Após apresentar, de forma sintética, os conceitos, a importância, as vantagens e os modelos de GC no mundo e no Brasil, procedeu-se a um levantamento das pesquisas realizadas por diversos autores nacionais publicadas em congressos e revistas no período de 2002 a 2008 para verificar o estado da arte dos estudos que relacionam Governança Corporativa (GC) a diversos aspectos e/ou indicadores de desempenho, tais como: rentabilidade, liquidez, risco, custo de capital, volatilidade, dentre outros. A maioria dos autores pesquisados busca identificar se as empresas de capital aberto da Bovespa que aderiram aos princípios de GC e/ou empresas que galgaram níveis mais altos de GC conseguem obter melhor desempenho do que as empresas pertencentes ao mercado tradicional ou com menores níveis de GC. Segue o Quadro 1, contendo os principais resultados.

Quadro 1 – Listagem de Trabalhos Empíricos que relacionam Governança Corporativa (GC) a diversos aspectos e indicadores de performance²

No	Autor(es)	Indicador(es) e/ou aspecto(s) estudados	Resultados e Conclusões dos estudos	Evento/Tipo de Trabalho
1	Carvalho (2003)	Preço, liquidez e volatilidade das ações.	Encontrou retornos anormais positivos sobre os preços, aumento dos volumes negociados e aumento da liquidez das ações após a migração para o novo mercado ou Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Não encontrou mudança consistente na volatilidade.	Texto eletrônico: Bovespa/Abril
2	Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	Quantidade média, volume médio em reais e preço médio das ações de empresas que migraram para o Nível 1 de Governança Corporativa.	Não encontraram mudanças significativas no nível de significância de 5% para nenhuma das variáveis avaliadas.	RAUSP
3	Batistella et. al. (2004)	Valorização das ações.	Não encontrou valorização positiva estatisticamente significativa para as empresas que aderiram aos novos níveis de governança corporativa.	4º Congr. de Controladoria e Contabilidade da FEA/USP
4	Silveira (2004)	Qualidade da GC, valor da empresa, rentabilidade, estrutura de propriedade.	Observou que empresas com menor concentração do direito de voto em posse do controlador, menor nível de endividamento, maior proporção de intangíveis, maior tamanho, emissoras de ADRs, e com ações mais líquidas apresentaram, em média, melhor desempenho.	Tese de Doutorado
5	Vieira e Mendes (2004)	Retorno, custo de captação e volatilidade das ações.	Não encontrou variações significativas no retorno ou na volatilidade das ações. Encontrou indícios de ganhos significativos sobre o custo de captação.	Revista do BNDES
6	Alencar e Lopes (2005)	Nível de <i>disclosure</i> e custo de capital no Brasil	Não encontraram evidências de que o nível de <i>disclosure</i> afeta o custo de capital no Brasil. Encontraram evidências do efeito tamanho sobre o retorno das empresas e que a implementação de níveis diferenciados de governança corporativa não influenciou no custo de capital das mesmas.	5º Congr. De Controladoria Contabilidade da FEA/USP
7	Caselani e Eid Jr. (2005)	Alavancagem e volatilidade.	Encontraram uma redução na volatilidade dos retornos de ações de empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa.	V Encontro Brasileiro de Finanças
8	Lameira, Ness Jr. E Da Motta (2005)	Percepção do risco da empresa observado pelo mercado.	Encontraram evidências de que as melhores práticas de GC levam a uma redução do risco observado pelo mercado em relação à empresa.	V Encontro Brasileiro de Finanças
9	Lameira, Ness Jr. e Soares (2005)	Valor das empresas, mensurado pelo market value added (MVA) e pelo Q de Tobin.	A pesquisa teve resultados estatísticos muito significativos, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa promoveram impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços.	V Encontro Brasileiro de Finanças
10	Rogers, Ribeiro e Sousa (2005)	Retorno, risco e retorno ajustado ao risco das ações.	Concluíram que, apesar de alguns vieses, o IGC apresentou uma boa <i>performance</i> , corroborando a eficácia de melhores práticas de GC.	REGE/USP
11	Silveira, Barros e Fama (2005)	Qualidade da GC e valor das empresas.	Os resultados sugeriram que uma mudança na qualidade da GC do pior para o melhor nível da amostra resultaria em um aumento da capitalização (valor) de mercado da empresa de cerca de 85%, <i>ceteris paribus</i> .	Enanpad
12	Camargos e Barbosa (2006)	Retorno acionário e liquidez medidos por: quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume financeiro negociado.	As principais constatações foram que a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC): i) não resultou na criação de riquezas para os acionistas no período analisado; ii) resultou no aumento da liquidez, principalmente no longo prazo, tanto para as ações preferenciais como ordinárias; e iii) a adesão aos níveis II não apresentou um impacto maior sobre a liquidez, quando comparado com o nível I.	Enanpad

No	Autor(es)	Indicador(es) e/ou aspecto(s) estudados	Resultados e Conclusões dos estudos	Evento/Tipo de Trabalho
13	Costa e Camargos (2006)	Retornos anormais em períodos próximos à adesão aos NDGC da Bovespa	Concluíram que a adesão aos NDGC não proporcionou, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas.	REGE/USP
14	Macedo e Siqueira (2006)	Valorização de ações e redução do risco.	Não encontraram reflexos relevantes em termos de redução de risco para empresas que aderiram aos NDGC da Bovespa.	6º Congr. De Controladoria Contabilidade da FEA/USP
15	Macedo, Mello e Tavares Filho (2006)	Percepção do risco das ações sob a ótica do investidor.	Concluíram que não há evidências estatisticamente significantes para aceitar a hipótese de que a adesão ao NDGC altera a percepção de risco das empresas pelos investidores.	6º Congr. De Contr. Contab. da FEA/USP
16	Malacrida e Yamamoto (2006)	Evidenciação das informações contábeis e volatilidade do retorno de ações.	Verificaram que maior nível médio de evidenciação contábil resulta em menor volatilidade média dos retornos das ações.	Revista de Contabilidade e Finanças da USP
17	Martins, Menezes da Silva e Nardi (2006)	Liquidez e custo de capital.	Constataram que há fortes indícios de que a migração das empresas do mercado tradicional para um dos NDGC tem impacto na liquidez de suas ações, e conseqüentemente, indiretamente, no custo de capital dessas empresas.	Enanpad
18	Pedreira e Santos (2006)	Valorização no preço das ações de inst. financ. que adotam GC.	Não encontraram evidências de que ocorreu a valorização das ações dos bancos pesquisados após a adesão dos mesmos aos NDGC da BOVESPA.	6º Congr. de Controladoria Contabilidade da FEA/USP
19	Rogers (2006)	Crescimento econômico e menor exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos.	O resultado apontou indícios de que melhores práticas de GC, medidas pelo IGC, reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e que empresas que adotam tais práticas, possuem melhores <i>performances</i> (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não adotam.	Dissertação de Mestrado
20	Kitagawa, Godoy, Albuquerque e, Carvalho (2007)	Custo de capital próprio.	Os resultados apontaram que o Nível 2 de GC possui um custo de capital próprio menor em relação à média das empresas listadas no Nível 1 de GC.	Enanpad
21	Rabelo, Rogers e Ribeiro (2007)	Retorno e risco das ações.	Os resultados levaram a indícios de que se um investidor construísse uma carteira ótima composta apenas por ações de empresas adotantes de melhores práticas de GC teria ao final de Outubro de 2006 um melhor desempenho do que outro investidor que construísse uma carteira ótima composta apenas por ações de empresas adotantes de práticas de GC inferiores.	Semead
22	Rabelo, Rogers, Ribeiro e Mendes-da-Silva (2007)	Retornos, riscos e retornos ajustados ao risco.	Inferiram que, apesar dos vieses encontrados, as carteiras formadas por ações de empresas com melhores práticas de GC possuíram melhor performance que seus pares no período em análise (Jan/2003 a Out/2006).	Enanpad
23	Rogers e Securato (2007)	Custo de capital e retorno do investimento.	Os resultados indicaram que empresas adotantes de práticas de GC superiores possuem o custo de capital e o retorno do investimento menor.	XIV Congresso Brasileiro de Custos
24	Rogers, Securato e Machado Filho (2008)	Comportamento e estrutura a termo da volatilidade.	Os resultados apontaram que: 1) a volatilidade das empresas com piores práticas de GC parece ser mais reativa ao mercado; 2) a persistência da volatilidade das empresas com boas práticas é maior que das empresas com piores práticas; 3) boas práticas de GC mostram-se eficazes em reduzir a volatilidade de longo prazo das ações; 4) a assimetria de informação é mais pronunciada em empresas com piores práticas de GC.	Enanpad

Fonte: elaborado pelos autores.

Pela análise do Quadro 1, nota-se que a maioria dos trabalhos (cerca de 31%) se referem ao ano de 2006. Muitos também foram realizados nos anos de 2004 e 2005 (cerca de 19% e 23% respectivamente, para cada ano). O ano de 2007 teve cerca de 15% dos estudos. A maioria dos estudos sobre GC se concentra a partir do ano 2001, quando foi criado o IGC – Índice de Governança Corporativa pela Bovespa.

Quanto aos indicadores mais estudados e sua relação com GC, destaca-se o *retorno das ações*, com mais de 38% dos estudos, segundo os dados do Quadro 1. Em segundo lugar, está o *custo de capital*, com cerca de 27% dos estudos. Em terceiro lugar, tem-se *risco, valor da empresa e volatilidade*, com mais de 23% dos estudos, cada um. Em quarta posição, encontram-se os indicadores ou aspectos de *preço e liquidez*, contendo cerca de 11% dos estudos cada um.

Assumindo quinta colocação, se encontram *disclosure, qualidade da GC e retorno ajustado ao risco*, representando cerca de 8% dos trabalhos, cada um. Por último e merecendo estudos mais aprofundados, tem-se *alavancagem, crescimento econômico e estrutura de propriedade*, representando aproximadamente 4% dos trabalhos, cada um.

Sobre os resultados e conclusões dos estudos que associam GC a indicadores de desempenho, tem-se que: cerca de 42% dos estudos do Quadro 1 envolveram pesquisas com resultados estatísticos muito significativos, havendo alto nível de relação entre a melhoria do(s) indicador(es) e a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC); cerca de 29% dos trabalhos do Quadro 1 envolveram pesquisas com resultados estatísticos significativos, mas com alguns vieses. Por fim, aproximadamente 29% dos trabalhos envolveram pesquisas sem resultados estatísticos significativos, não tendo sido descobertas relações entre a adesão aos NDGC e a melhora de algum indicador específico. Esse resultado mostra a necessidade de estudos mais aprofundados sobre o tema.

Ressalta-se que a listagem acima não pretendeu exaurir todas as pesquisas e estudos sobre o assunto, podendo haver estudos que não foram computados na análise.

5. Considerações Finais

Nos últimos anos, o debate sobre governança corporativa, desenvolvimento do mercado de capitais, e crescimento econômico, tem se intensificado na mídia, no meio empresarial e acadêmico, devido, entre outros motivos, aos escândalos recentes de fraudes contra investidores como os casos Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Parmalat etc. e pesquisas internacionais corroborando a eficácia de melhores práticas de governança corporativa. No Brasil, o debate tomou corpo principalmente a partir da criação do IGC da Bovespa em 2001.

Toda a discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Entretanto, ainda não existe um arcabouço teórico totalmente consolidado ou evidências empíricas conclusivas sobre como (e se) os mecanismos de governança influenciam o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam, se de forma complementar ou substituta.

Segundo Rogers (2006), a adoção de modelos de governança corporativa eficazes pode aumentar a liquidez, o volume de negociação, a valorização e reduzir a volatilidade das ações das empresas, diminuindo assim a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos. O mesmo autor coloca que há indícios de que melhores práticas de governança corporativa, medidas pelo IGC, reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e que empresas que adotam tais práticas, possuem melhores *performances* (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não adotam.

Dessa forma, o presente estudo teve o objetivo de situar o estado da arte sobre Governança Corporativa e Indicadores de Desempenho. Como principais resultados, observou-se que o indicador *retorno das ações* foi o mais exaustivamente estudado pela literatura financeira, representando mais de 38% dos estudos sobre o tema nos trabalhos selecionados. Em segundo lugar, tem-se o *custo de capital* (cerca de 27% dos estudos). E em terceiro, tem-se *risco, valor da empresa e volatilidade* (cerca de 23% dos trabalhos, cada um). Percebe-se uma carência de trabalhos sobre os temas: *alavancagem, estrutura de propriedade e crescimento econômico* e suas inter-relações com Governança Corporativa.

Notou-se também que cerca de 42% dos trabalhos selecionados apresentaram resultados estatísticos muito significativos, indicando alta correlação entre a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e a melhoria em certos indicadores operacionais ou financeiros.

A partir do levantamento do estado da arte sobre o tema, percebe-se que os trabalhos supracitados não identificaram, por exemplo, relações de causa e efeito entre as vantagens das práticas de GC e uma melhoria da eficiência do mercado de ações brasileiro, o que seria uma sugestão para futuras pesquisas sobre o tema.

6. Referências

- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BARISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, out/nov/dez. 2004.
- ALENCAR, R.C.; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. In: 5º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2005, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 2005 (CD-ROM).
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BAESSO, R. S. ; COSCARELLI, B. V. ; AMARAL, F. V. A. ; SILVA, R. A. ; AMARAL, H. F. . Teste da Hipótese de Eficiência do Mercado no Brasil: uma aplicação de Filtros Ótimos. In: ENANPAD 2008, Rio de Janeiro. XXXII ENANPAD. Rio de Janeiro : ANPAD, 2008. v. 1. p. CD-ROM.
- BARISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. *Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos*. In: 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2004, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 2004 (CD-ROM).
- BOVESPA. Novo mercado. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 20 de Janeiro. 2009.
- CAMARGOS, M. A. ; BARBOSA, F. V. . Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa. In: XXX ENANPAD - Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração, 2006, Salvador - BA. Resumos de Trabalhos do 30º ENANPAD. Rio de Janeiro : ANPAD, 2006.

- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. . Teoria e Evidência da Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro. Caderno de Pesquisa em Administração da FEA/USP, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 41-55, 2003.
- CARVALHO, A. G. *Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa*. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em Janeiro de 2009.
- CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R. *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- CASELANI, C. N.; EID JR, W. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade da ações negociadas no Brasil. V Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais ...*, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).
- COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P. R. S.; BRAGA, L. O. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico sobre o Nível 1. In: XXXVII Assembléia do CLADEA, 2002, Porto Alegre. *Anais...* Porto Alegre: UFRGS, 2002 (CDROM).
- COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. *REGE Revista de Gestão*, São Paulo (FEA/USP), v.13, n.1, 1º Trim. 2006.
- COUTINHO, R. B. G.; OLIVEIRA, M. A. C.; DA MOTTA, L. F. J. *Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do IBOVESPA e do IBX*. In: XXXVIII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2003, Lima. *Anais ...* Lima: CLADEA, 2003 (CD-ROM).
- KITAGAWA, C. H.; GODOY, C. R.; ALBUQUERQUE, A. A.; CARVALHO, F. L.. Estudo Empírico sobre o Comportamento do Custo de Capital Próprio das Empresas Listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa. In: Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração- ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro. Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração- ENANPAD, 2007.
- LAMEIRA, V.J.; NESS JR, W.L.; DA MOTTA, L.F.J. Governança corporativa: existe evidências empíricas de impactos no β e D- β . V Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais ...*, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).
- LAMEIRA, V.J.; NESS JR, W.L.; SOARES, T.D. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais ...*, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).
- LIMA, D. A de ; MACIEL, C. V. ; LIBONATI, J. J. .Os impactos gerados na adequação da estrutura de controles internos de uma empresa brasileira às Exigências da seção 404 da lei Sarbanes-Oxley: Um estudo de caso. In: XXXII Encontro da ANPAD, 2008, Rio de Janeiro. XXXII Encontro da ANPAD, 2008.

- LIMA, I. S.; IKEDA, R. H.; SALOTTI, B. M.; BATISTELLA, F. D. O custo de captação e a governança corporativa. In: 17º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2004, São Paulo. *Anais ...*, 2004 (CD-ROM).
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: XXVIII ENANPAD, 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004 (CDROM).
- MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: 6º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 2006 (CD-ROM).
- MACEDO, M. A. S.; SIQUEIRA, B. S. Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 a 2005. In: 6º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 2006 (CD-ROM).
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Cont. Fin. da USP- São Paulo*. Edição Comemorativa. p. 65 – 79. Setembro de 2006.
- MARTINS, V. A. ; MENEZES DA SILVA, R. L.; NARDI, P. C. C.. Governança Corporativa e Liquidez das Ações. In: 30º Encontro da ANPAD, 2006, Salvador. *Anais...* do 30º Encontro da ANPAD.
- PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: 6º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. *Anais ...* São Paulo: FEA/USP, 2006 (CD-ROM).
- PEIXE, F. C. D. Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. 2003, 98 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo.
- PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. *Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Dez/2007.
- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Análise Comparativa de Carteiras com Práticas de Governança Corporativa Inferiores e Superiores. In: X Seminários em Administração da FEA-USP (SEMEAD), 2007, São Paulo. 2007.
- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; MENDES-DA-SILVA, W. Performance das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil: Um Estudo de Carteiras. In: Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração- ENANPAD, 2007,

- Rio de Janeiro. Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração- ENANPAD, 2007.
- RIBEIRO, M. S; NARDI, P.C.C; NAKAO, S.H. A Transparência da Informação Empresarial na Web. In: 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2003, São Paulo, *Anais*. São Paulo.
- ROGERS, P. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), 2006. (Dissertação de Mestrado).
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C .S; SOUSA, A. F. Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa. *Revista de Gestão USP (REGE-USP)*, São Paulo, v.12, n.4, 4º Trim. 2005.
- ROGERS, P.; SECURATO, J. R. Custo de capital e governança corporativa no Brasil. In: XIV Congresso Brasileiro de Custos. João Pessoa-PB, 2007.
- ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; MACHADO FILHO, C. P. . Governança Corporativa, Risco Operacional e Comportamento e Estrutura a Termo da Volatilidade no Mercado de Capitais Brasileiro.. In: XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (EnANPAD), 2008, Rio de Janeiro. XXXII EnANPAD. Rio de Janeiro : Anpad, 2008.
- ROGERS, P; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: XXIX ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2005, (CDROM).
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da ; BARROS, Lucas Ayres B C de ; FAMÁ, Rubens. A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil? . In: XXIX ENANPAD - Encontro Nacional da ANPAD, 2005, Brasília, 2005.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo. 250 p. São Paulo: FEA/USP, 2004.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p.103-122, Dez. 2004.
- WILLIAMSON, O. E. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

¹ Empresas que adotam os princípios de GC possivelmente veriam suas ações se valorizarem no mercado.

² Comerlato, Terra e Braga (2002) também estudaram o tema, mas o estudo desses autores não deixou evidente um indicador de performance específico, avaliando a reação do mercado de capitais a empresas que ingressaram no Nível 1 de GC. Por isso não foram considerados no Quadro 1.