

## **AValiação das Performances das Práticas de Governança Corporativa: Uma Análise Multiperíodo em Empresas Listadas no Brasil**

### **OSWALDO CARLESSO NETO**

UFU - Universidade Federal de Uberlândia  
netincarlesso@hotmail.com

### **KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO**

Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN/UFU  
kribeiro@ufu.br

### **DANY ROGERS**

UFU - Universidade Federal de Uberlândia  
danyrogers@pontal.ufu.br

### **ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA NETO**

Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV) / Universidade Federal de Uberlândia (UFU)  
professorodilon@yahoo.com.br

"Os autores do artigo agradecem o apoio financeiro concedido pela Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG)".

**AVALIAÇÃO DAS PERFORMANCES DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE MULTIPERÍODO EM EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL**

**Resumo**

Diversas pesquisas tem se concentrado em comparar as empresas com melhores práticas de governança corporativa em relação àquelas empresas com práticas de governança inferiores ou empresas do mercado tradicional. Contudo, uma avaliação de performance comparativa entre empresas com níveis de governança corporativa superiores, inferiores e do mercado tradicional por meio de uma análise multiperíodo considerando a crise de 2008 não é comumente pesquisada. Diante disso, o objetivo deste estudo é analisar as performances das empresas com níveis de governança corporativa superiores, inferiores e as empresas do mercado tradicional considerando períodos antes, durante e pós crise de 2008. Para isso, foram formados quatro tipos de carteiras de ações sob a perspectiva de duas estratégias de ponderações diferentes, sendo comparadas por meio dos testes de Tukey e Friedman três classes de medidas de performance: retorno, risco e retorno ajustado ao risco. Os principais resultados encontrados não permitem afirmar que existem diferenças significativas entre as performances das empresas com níveis superiores de governança corporativa e as empresas com níveis inferiores de governança ou do mercado tradicional para os três períodos analisados.

Palavras-Chaves: Governança Corporativa; Binômio Risco e Retorno; Crise de 2008.

**Abstract**

Several research have been comparing the companies with better corporate governance practices, others with worst practices and even traditional ones. However, a corporate performance's evaluation in companies with superior and inferior corporate governance indexes, as well the ones which belongs to the traditional market, using a multiperiod analysis considering the 2008 crisis, it's not often done. In front of that, the goal of this study is to analyze the performance of the companies with corporate governance's superior levels, the ones with inferior levels and the traditional market's companies considering the periods before, during and after the 2008 crisis. For this, four types of stock portfolio have been created under the perspective of two different weighting strategies: Through Tukey and Friedman tests, three classes of performance return, risk and adjusted to risk measures have been formed. The main results that have been found cannot affirm that there are significant performance differences between companies with superior corporate governance levels, companies with inferior levels and the traditional market's companies during the three analyzed periods.

**Keywords:** Corporate Governance; Binomial Risk and Return; 2008 Crisis.

## 1. Introdução

O crescimento das empresas pode ser considerado um propulsor da separação da propriedade e gestão, tendo os cargos administrativos ocupados por administradores terceirizados e os acionistas concentrados em funções de fiscalização da gestão administrativa. Essa nova sistemática de gerenciamento tem gerado conflitos entre as partes supracitadas, o que, de certa forma, pode colaborar para a ampliação dos riscos de desvio de recursos e redução dos retornos dos acionistas, principalmente pela participação insuficiente dos mesmos nas decisões corporativas, que estão sob responsabilidade dos executivos profissionais contratados. Diante dessa realidade, cresce a importância de normas a serem seguidas, que possibilitem um bom funcionamento do mercado, ou seja, os princípios de governança corporativa tornam-se cruciais.

Sob essa perspectiva, Simpson (2010) afirma que a globalização econômica e o consequente aumento da interdependência entre os países proporciona maior integração entre os sistemas financeiros globais. Tal fato é responsável pela elevação do risco e das ameaças de que crises econômicas internacionais possam afetar os sistemas financeiros dos países, provocando oscilações nas bolsas de valores mundiais. Assim sendo, conforme Camargos e Barbosa (2006) afirmam, em um cenário com maior integração econômica e financeira, repleto de volatilidades e incertezas, a governança corporativa tem se revelado importante e eficaz para muitas organizações que buscam aumentar a valorização de suas ações, melhorar sua imagem no mercado, diminuir seu custo de capital, proporcionar mais retornos para seus proprietários, adquirir vantagens competitivas e obter maior transparência em seus negócios.

Nesse contexto, a análise da performance de empresas durante períodos de crise pode contribuir para esclarecer alguns aspectos da governança corporativa que são menos evidentes em períodos considerados economicamente estáveis. Isso porque os investidores podem ignorar a falta de governança corporativa em períodos de estabilidade ou de crescimento econômico. Porém, quando uma crise se inicia e os retornos esperados sofrem uma queda, estes mesmos investidores começam a considerar as fraquezas da governança, especialmente em países que os direitos dos acionistas minoritários não são resguardados (LIU; UCHIDA; YANG, 2012). Para Lemmon e Lins (2001), uma explicação sobre o modo como alguns países e empresas se comportam melhor que outros em períodos de crise envolve as possíveis diferenças encontradas na força das instituições legais e nas estruturas dos mecanismos de governança corporativa, os quais previnem a expropriação dos acionistas minoritários e reduzem o conflito entre proprietários e gestores.

É notória a quantidade de pesquisas relacionadas ao tema em questão que buscaram, de alguma forma, relacionar as melhores performances operacionais e financeiras de empresas com boas práticas de governança corporativa (PEIXOTO *et al.*, 2013; FASSARELLA, 2012; ALMEIDA *et al.*, 2010; MICHALISCHEN; PAIVA, 2009; RABELO *et al.*, 2007; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; MARTINS; MENEZES DA SILVA; NARDI, 2006). Estes estudos procuraram verificar se as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que aderiram às práticas de governança corporativa ou que encontravam-se listadas em níveis mais elevados de governança conseguiram obter performance superior às empresas do mercado tradicional.

Pretende-se, nessa investigação, realizar uma comparação semelhante à dos estudos anteriores, porém busca-se incluir na análise a perspectiva dos indicadores de retorno, risco e retorno ajustado ao risco em momentos econômicos distintos (i.e. antes, durante e pós a crise de 2008), além da comparação da performance dos investidores quanto aos investimentos em

carteiras de diferentes níveis de governança corporativa e do mercado tradicional, em diferentes perspectivas temporais de comportamento do mercado financeiro.

Diante disso, o objetivo do estudo é analisar as performances das empresas com níveis de governança corporativa superiores, inferiores e as empresas do mercado tradicional considerando períodos antes, durante e pós crise de 2008. A partir dos pressupostos de que a governança corporativa é importante para a valorização e melhor desempenho das empresas, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais e o consequente crescimento econômico, justifica-se a realização da presente pesquisa.

## 2. Referencial teórico

Devido ao constante amadurecimento e importância da governança corporativa no Brasil foi elaborada a Lei 10.303/2001, conhecida como “Lei das S.A.s”, com o intuito de permitir maior acesso do pequeno investidor ao mercado acionário e reduzir a concentração da propriedade acionária. Além disso, outros esforços têm sido observados na sociedade brasileira com vistas a melhorar as práticas de governança corporativa adotada pelas empresas, tais como: a) criação dos códigos de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da cartilha da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); b) estabelecimento das práticas de governança corporativa como um dos requisitos para a concessão de financiamentos por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); e c) criação da Nova Lei de Falências, voltada para a proteção dos credores; e Leis 11.638/2007 e 11.941/2009, que têm como principal objetivo atualizar as normas contábeis brasileiras e harmonizar tais regras com as normas internacionais.

Contudo, uma das principais ações a fim de buscar melhores práticas de governança corporativa, foi a instituição, pela BM&FBovespa, no final do ano 2000, do Novo Mercado (NM) e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (i.e. Nível 1 e 2). Tais segmentos são destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, a seguir um conjunto de normas e condutas específicas de governança corporativa, que funciona como um mecanismo de “autoregulação” por meio de um contrato voluntário. Esta iniciativa facilitou o aparecimento de estudos que propõem uma comparação entre empresas pertencentes ao mercado tradicional da BM&FBovespa e empresas que aderiram à alguma destas classificações. E para a pesquisa em questão é importante detalhar alguns destes estudos com o intuito de estabelecer comparações com os resultados desta pesquisa.

Johnson *et al.* (2000) avaliaram o poder de explicação das variáveis de governança corporativa durante a crise asiática, ao estudar os seus impactos no câmbio e no preço dos ativos dos países emergentes. Os resultados encontrados sugerem que, em geral, a governança corporativa protege o direito dos acionistas minoritários, tem grande importância para a extensão do câmbio, e o mercado de ações é afetado pela proteção dos investidores. De maneira semelhante, Lemmon e Lins (2001) estudaram o efeito da estrutura de propriedade no valor de empresas asiáticas durante uma crise regional e encontraram evidências consistentes com a visão de que a estrutura de capital é importante para determinar a expropriação dos acionistas minoritários. Mitton (2002) ao verificar, em uma amostra de 399 empresas da Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia, as performances de empresa com variáveis relacionadas à governança corporativa, durante a crise financeira asiática de 1997/1998, identificou evidências de que a qualidade dos indicadores de *disclosure* estão associados ao melhor desempenho no valor das ações durante o período de crise.

Srouf (2005), por sua vez, analisou a eficácia de contratos privados como mecanismos para um maior comprometimento da firma em relação aos seus acionistas minoritários, valendo-se de uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2001. O estudo apontou evidência de que a presença no grupo diferenciado de governança da Bovespa foi relevante para uma performance diferenciada da firma em momentos de choques de retorno, apontando para a eficácia de contratos privados que realmente imponham regras mais rígidas de governança.

Lameira *et al.* (2010) procuraram estimar a qualidade da governança praticada por uma amostra significativa de companhias abertas brasileiras, por meio de um índice composto por 20 perguntas de respostas binárias, no período entre 2002 e 2006, e relacioná-la a alguns indicadores de risco e desempenho das companhias abertas brasileiras não financeiras com ações negociadas na Bovespa e regularmente registradas na CVM em 31/03/2002, 31/03/2003, 31/03/2004, 31/03/2005 e 31/03/2006. Confirmou-se a hipótese inicial de que melhores níveis de governança estão associados a melhores desempenhos e menores riscos das empresas, encontrando-se evidências de relação de causalidade da governança para o risco e o desempenho.

Peixoto *et al.* (2013) analisaram a relação entre governança corporativa e valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise e de não crise. O horizonte investigado envolveu o período de 2000 a 2009, segmentando-o em: crises locais (2000-2002); não crise (2003-2007); e crise global (2008-2009). Constatou-se que empresas com boa governança possuem maior valor de mercado no período de crise global (2008-2009) e que os investidores exigem uma menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas com boa governança no período da crise do *subprime* americano, mas isso não foi observado no período total da investigação.

Ferreira *et al.* (2013) também trouxeram contribuições para o tema em questão ao verificar se existem diferenças entre a eficiência técnica e a produtividade de empresas dos segmentos de governança corporativa com a eficiência técnica e a produtividade de empresas de outros segmentos da Bovespa. A aplicação do teste *t* de diferença de médias demonstrou que não há diferenças estatisticamente significativas entre os escores de eficiências técnica dos grupos de empresas com e sem governança corporativa. No entanto, nos anos de 2008 e 2009 as empresas com ações negociadas em outros segmentos da Bovespa apresentaram um melhor nível de eficiência técnica. Os resultados encontrados também mostraram que o valor de mercado das empresas dos segmentos de governança corporativa é inferior ao das empresas de outros segmentos de negociação de ações.

Complementar aos estudos empíricos que relacionaram a performance das empresas com as suas práticas de governança corporativa, é importante destacar que Campello, Graham e Harvey (2010) investigaram os efeitos das restrições financeiras no cenário da crise de 2008 e perceberam impactos negativos no desempenho corporativo em empresas dos Estados Unidos, Europa e Ásia, destacando um maior impacto para empresas com restrições financeiras, resultando em cortes relevantes em várias despesas, custos e investimentos. Os autores concluíram que a crise do *subprime* trouxe impactos de forma sistemática aos investimentos reais das empresas, mas de forma diferenciada entre as organizações.

Simpson (2010), ao estudar os efeitos do contágio da crise de 2008 entre os países, analisou o nível de integração global dos sistemas bancários internacionais, responsável pelo surgimento de uma interdependência que gera um risco sistêmico e transmissão de volatilidade. O autor (*ibid.*) ainda cita as externalidades internacionais, os sistemas de pagamentos, o aumento da riqueza e o mercado interbancário como canais de contágio entre os vários países. No que diz respeito às consequências trazidas pela crise de 2008, Peixoto *et*

*al.* (2013) elenca: queda no valor das ações das principais bolsas de valores do mundo; reflexos da crise para outros países; diminuição do volume de empréstimos bancários; falências e fechamentos de bancos; queda nas negociações referentes ao comércio entre as nações; e até mesmo mudanças na maneira de investir por parte das empresas.

### **3. Metodologia**

#### **3.1 Coleta de dados**

Barba (2011) ressalta que não há consenso na literatura sobre as datas de eventos de crise pois essas datas são determinadas em função de eventos econômicos, como queda nas bolsas de valores e quebra de bancos e, ademais, estes acontecimentos não garantem que o período de crise tenha começado exatamente naquele momento. Dessa forma, considerando que a crise teve seu início no ano de 2008 e as conseqüências se estenderam ao longo do ano de 2009, o presente estudo considerou como período de crise 2008-2009. E de acordo com a visão de Peixoto *et al.* (2013), não se identificam crises ou rupturas econômicas com efeitos significativos sobre a economia brasileira entre 2003 e 2007. Diante disso, o período entre 2005 e 2007 pode ser considerado como de estabilidade e crescimento econômico, assim, será considerado como o período antes crise para o estudo em questão. E na visão de Robertson (2011), a partir do quarto trimestre de 2009 o comércio internacional começou a se recuperar, ainda que de forma bastante lenta, com pequenos aumentos nos embarques de produtos químicos, equipamentos de transportes e telecomunicações, tendo esse progresso se estendido também de forma lenta no ano de 2010 e de uma forma mais significativa no ano de 2011, por isso, o período pós-crise para esta pesquisa é 2010-2012.

Após a definição dos períodos, foram coletadas na BM&FBovespa todas as cotações mensais das carteiras do IGC contidas nos períodos antes crise, crise e pós-crise, porém, as empresas deveriam permanecer nos respectivos níveis de governança corporativa durante os períodos. E para a seleção das empresas pertencentes às carteiras do mercado tradicional, foram coletadas todas as cotações mensais da carteira do IBOVESPA. Para a composição da carteira referente ao mercado tradicional, foram selecionadas apenas empresas que não saíram desse índice durante os períodos selecionados e que não participaram, em nenhum momento, de qualquer nível de governança corporativa.

#### **3.2 Carteira**

Para o estudo foi necessário a formação de 12 carteiras de ações, sendo 4 carteiras para cada período; uma carteira para cada nível de governança corporativa e uma para o mercado tradicional. As carteiras do período antes crise foram compostas e nomeadas da seguinte forma: N1AC foi formada por 37 ações; N2AC por 4 ações; NMAC por 7 ações e a carteira CTAC com 4 ações. As carteiras do período de crise foram formadas considerando N1C composta por 41 ações, N2C por 17 ações, NMC por 79 ações e a carteira CTC por 12 ações. Já as carteiras selecionadas para o período pós-crise apresentaram a seguinte composição: N1PC foi representada por 38 ações; N2PC por 10 ações; NMPC por 88 ações e a carteira CTPC foi formada por 6 ações.

As estratégias de ponderação das carteiras foram baseadas em dois critérios a fim de obter uma melhor base de comparação entre os índices construídos. A estratégia A baseou-se nos pesos proporcionais das ações a valores de mercado, semelhantes aos índices S&P500, Índice Composto NYSE, AMEX, NASDAQ, TOPIX e CAC-240, sendo considerados, no cômputo dos pesos, os valores de mercado, no início de cada período, de todas as ações componentes das carteiras formadas. E a estratégia B consistiu na divisão do capital em partes iguais entre as ações das carteiras; método semelhante ao cômputo dos índices DJIA (Dow Jones Industrial Average), Nikkei-225 e OSE-250. Esse método consiste em encontrar o

retorno médio da carteira por meio da soma das cotações de fechamento do último dia do período dividido pelo número de ações da amostra, ou seja, representa uma média aritmética em que as ações de maior preço têm maior peso na carteira. Logo, para encontrar os valores de retornos mensais das carteiras, as 12 carteiras selecionadas foram analisadas sob a perspectiva destas duas estratégias descritas.

### 3.3 Medidas de performance

Rogers, Ribeiro e Souza (2005) recomendam a utilização do coeficiente de variação para mensuração da medida de risco. De acordo com essa medida, deve ser escolhido o investimento com menor coeficiente de variação, ou seja, o investimento com menor risco relativo ao retorno esperado. Apesar da comparação entre retornos e riscos ser uma prática simples para avaliar o desempenho de uma ação ou carteira de ações, antes que se possa compará-los significativamente, fazem-se necessárias, no processo de avaliação do desempenho dos investimentos, medidas de retornos ajustadas ao risco. Desse modo, Sharpe (1964), Treynor (1966), Jensen (1969) e Modigliani (1997) desenvolveram algumas medidas de retorno ajustadas ao risco, contribuindo em grande parte para a avaliação do desempenho de investimentos.

Contudo, para o estudo em questão, merecem destaque as seguintes observações: 1) para calcular os Alfas de Jensen e os Índices  $M^2$ , foi utilizado como *proxy* do retorno de mercado, o retorno do Índice Bovespa (IBOV); e 2) no cálculo do prêmio pelo risco ( $R_p - R_f$ ), componente dos Índices de Sharpe,  $M^2$ , Teynor e da regressão para estimar os Alfas de Jensen, considerou-se a taxa SELIC como *proxy* da taxa livre de risco.

A fim de dar maior suporte as análises dos resultados e verificar se as performances eram, de fato, diferentes entre as carteiras, optou-se pela utilização de alguns testes estatísticos, capazes de detectar se as diferenças encontradas eram estatisticamente diferentes. Para o cálculo dos Alfas de Jensen foram realizadas análises de regressão com correção da autocorrelação e heterocedasticidade. Os outros índices utilizados foram encontrados por meio das fórmulas e, tais medidas, foram identificadas como estatisticamente diferentes ou não, por meio do teste de Friedmann ou pelo teste de Tukey. A decisão de utilizar um dos dois testes baseiou-se na normalidade da distribuição dos dados encontrada no teste de Anderson-Darling. Nesse caso, se os dados não apresentaram distribuição normal, utilizou-se o teste de Friedman, porém, se os dados apresentaram distribuição normal, fez-se primeiramente, o teste de homogeneidade de variâncias de Bartlett, e caso estas fossem homogêneas, as diferenças entre os índices foram avaliadas pelo teste de Tukey, caso não fossem, aplicou-se o teste de Friedman.

### 3.4 Hipóteses

Considerando que a criação de mecanismos de controle (e.g. níveis de governança corporativa) visa minimizar os conflitos de interesse entre agentes e principais, assegurando que os provedores de capital tenham, entre outras vantagens, o seu retorno exigido, bem como os pressupostos de que a governança corporativa é importante para a valorização e melhor desempenho das empresas, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais e o conseqüente crescimento econômico (LA PORTA, *et al.*, 1998, DJANKOV *et al.*, 2005), tem-se a seguinte hipótese de pesquisa para o período antes crise:

**Hipótese A:** carteiras de ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor performance que carteiras de ações de empresas com práticas de governança corporativa inferiores ou pertencentes ao mercado tradicional, em um período anterior à crise.

E tendo em vista que a governança corporativa apresenta papéis distintos em relação ao contexto econômico vivenciado pelo país e ainda que, em períodos de crise econômica, existiria uma diminuição de riscos e maior segurança dos retornos (i.e retornos menos voláteis) em empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, quando comparadas à empresas que fornecem menor proteção aos acionistas (JOHNSON *et al.*, 2000; LEMMON; LINS, 2001; MITTON, 2002; SROUR, 2005;), pode-se estabelecer a seguinte hipótese de pesquisa para o período de crise:

**Hipótese B:** carteiras de ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor performance que carteiras de ações de empresas com práticas de governança corporativa inferiores ou pertencentes ao mercado tradicional, em um período de crise.

E semelhante aos argumentos apontados para o período antes da crise, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa para o período pós-crise:

**Hipótese C:** carteiras de ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor performance que carteiras de ações de empresas com práticas de governança corporativa inferiores ou pertencentes ao mercado tradicional, em um período posterior à crise.

## 4. Resultados

### 4.1 Retorno das carteiras

Primeiramente, testou-se a normalidade dos valores dos retornos com o intuito de verificar qual o teste estatístico que seria utilizado. No período antes crise, os dados não apresentaram distribuição normal para nenhuma das estratégias, assim, foi aplicado o teste de Friedman. Para o período de crise constatou-se que a distribuição dos dados não era normal para a estratégia A, porém, era normal para a estratégia B. Diante disso, utilizou-se o teste de Friedman para a estratégia A, e após o teste de homogeneidade das variâncias ter indicado que elas eram homogêneas, o teste de Tukey para a estratégia B. E para o período pós-crise verificou-se que em ambas as estratégias a distribuição era normal para os retornos. Dessa forma, testou-se a homogeneidade das variâncias e constatou que a estratégia A apresentaram dados não homogêneos e a estratégia B apresentou homogeneidade de variância. Isso implicou na adoção do teste de Friedman para verificar as diferenças estatísticas entre os retornos da estratégia A, e o teste de Tukey para a estratégia B. Na Tabela 1 têm-se os resultados obtidos para as estratégias que utilizaram o teste de Friedman.

**Tabela 1** – Resultados do teste de Friedman para os retornos

Carteiras	Antes Crise		Crise	Pós-crise
	Estratégia A	Estratégia B	Estratégia A	Estratégia A
CT - N1	21	21	6	2
CT - N2	15	13	1	10
CT - NM	12	10	3	20
N1 - N2	6	8	7	12
N1 - NM	9	11	3	22
N2 - NM	3	3	4	10
Estatísticas do Teste de Friedman				
Diferença Crítica	28,9000	28,9007	23,5973	23,5973
Friedman qui-quadrado	3,9000	3,7667	0,7500	5,1333
Graus de Liberdade	3	3	3	3
p-valor	0,2725	0,2878	0,8614	0,1623

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.



Para o período antes crise é possível verificar que em nenhuma das carteiras comparadas houve diferenças estatísticas significantes, a **Hipótese A** deve ser rejeitada quando se considera o retorno da carteira como medida de performance. Ainda na Tabela 1 é possível verificar que o teste de Friedman para a estratégia A do período de crise mostrou que os valores encontrados para os retornos não são estatisticamente diferentes. Estes mesmos resultados foram encontrados para a estratégia B no período de crise conforme se verifica na Tabela 2. Diante disso, considerando o retorno como medida de performance, pode-se rejeitar a **Hipótese B** de que a performance de empresas com melhores práticas de governança corporativa é melhor que à de empresas com práticas inferiores de governança corporativa ou pertencentes ao mercado tradicional.

Considerando o período pós-crise, ambos os testes realizados nas duas estratégias apontaram a inexistência de diferenças significativas entre os retornos das carteiras conforme pode ser visualizado na Tabela 1 e 2, rejeitando, assim, a **Hipótese C** quando se considerou como medida de performance o retorno da carteira.

**Tabela 2** – Resultados do teste de Tukey para os retornos

Carteiras	Crise	Pós-Crise
	Estratégia B (p-valor)	Estratégia B (p-valor)
N1-CT	0,99669631	0,224123756
N2-CT	0,984150972	0,870680467
NM-CT	0,996793593	0,992941669
N2-N	0,99883321	0,65483142
NM-N	0,999999997	0,354942013
NM-N2	0,998783005	0,960845452

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

#### 4.2 Risco das carteiras

Ressalta-se que os coeficientes de variação não apresentaram normalidade em suas distribuições de probabilidade nas estratégias de ponderação de carteiras utilizadas antes, durante e pós-crise, assim, as diferenças entre os coeficientes de variação foram testados a partir do teste de Friedman.

Em nenhuma das estratégias no período antes crise os coeficientes de variação se mostraram significativamente diferentes, como pode ser acompanhado pela Tabela 3.

**Tabela 3** – Resultados do teste de Friedman para o coeficiente de variação

Carteiras	Antes Crise		Crise		Pós-crise	
	Estratégia A	Estratégia B	Estratégia A	Estratégia B	Estratégia A	Estratégia B
CT - N1	13	2	12	3	14	20
CT - N2	16	6	2	11	11	2
CT - NM	15	4	2	0	21	2
N1 - N2	3	4	14	14	25	22
N1 - NM	2	2	10	3	7	22
N2 - NM	1	2	4	11	32*	0
Estatísticas do Teste de Friedman						
Diferença Crítica	28,9007	28,9007	23,5973	23,5973	28,9007	28,9007
Friedman qui-quadrado	2,7667	0,3333	2,9000	2,8500	10,2333	5,7333
Graus de Liberdade	3	3	3	3	3	3
p-valor	0,4290	0,9536	0,4073	0,4153	0,0167	0,1253

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

Sendo assim, quanto ao coeficiente de variação, as carteiras não apresentaram diferenças significativas no período anterior à crise, apontando para a rejeição da **Hipótese A**. No período de crise, conforme os resultados apontados na Tabela 3, é possível identificar que os valores não foram estatisticamente diferentes independente das estratégias, ou seja, não há diferença entre o risco das carteiras medido pelo coeficiente de variação, em consequência, a **Hipótese B** é rejeitada ao considerar esta medida de performance.

Considerando o período pós-crise, foi identificado, na Tabela 3, que o par de carteiras N2-NM, da estratégia A, apresentou diferentes coeficientes de variação, com a carteira NM mostrando menor valor para essa medida de risco. Já o teste de Friedman para a estratégia B apontou que não existem diferenças significativas entre os coeficientes de variação para todos os pares de carteiras testados. Dessa forma, apesar da carteira NM apresentar melhor performance que a carteira N2 com o uso da estratégia A, não é possível não rejeitar a **Hipótese C**, rejeitando assim que empresas com melhores práticas de governança corporativa proporcionam menores riscos aos investidores.

### 4.3 Retorno ajustado ao risco

Os dados referentes aos Alfas de Jensen, conforme Tabela 4, constituído a partir das estratégias A e B mostraram que os mesmos não apresentaram diferenças significativas entre as carteiras, já que os intervalos de confiança de ambas as estratégias possuem sobreposição entre todas as carteiras analisadas, evidenciando, assim, rejeição da **Hipótese A**.

**Tabela 4** – Intervalo de confiança para o Alfa de Jensen das carteiras antes da crise

Carteiras	Estratégia A		Estratégia B	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
N1AC	-1,3888	0,8703	-1,7136	0,1828
N2AC	-5,0936	2,3865	-5,5728	1,6486
NMAC	-2,3112	3,1127	-2,2905	2,0744
CTAC	-1,4057	1,1656	-1,6474	0,3360

Nota: \* significa que o beta é estatisticamente diferente do beta das demais carteiras ao nível de 5% de significância.

Em relação ao Índice de Sharpe, foi verificada uma distribuição não normal para as duas estratégias, assim, utilizando o teste de Friedman, não foram observadas diferenças significativas entre esses índices, considerando o período antes crise, para as carteiras. Estes mesmos resultados foram encontrados para o Índice de Treynor e  $M^2$ , ou seja, uma distribuição não normal e diferenças não significativas estatisticamente (Ver Tabela 5).

**Tabela 5** – Resultados do teste de Friedman para o Índice de Sharpe, Treynor e  $M^2$  antes da crise

Carteiras	Índice de Sharpe		Índice de Treynor		Índice $M^2$	
	Estratégia A	Estratégia B	Estratégia A	Estratégia B	Estratégia A	Estratégia B
CT - N1	23	15	16	20	15	7
CT - N2	18	12	7	11	21	14
CT - NM	11	5	5	9	12	7
N1 - N2	5	3	9	9	6	7
N1 - NM	12	10	11	11	3	0
N2 - NM	7	7	2	2	9	7
Estatísticas do Teste de Friedman						
Diferença Crítica	28,9007	28,9007	28,9007	28,9007	28,9007	28,9007
Friedman qui-quadrado	4,9667	2,3000	2,2333	3,3667	3,9000	1,6333
Graus de Liberdade	3	3	3	3	3	3
p-valor	0,1743	0,5125	0,5254	0,3385	0,2725	0,6519

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

Diante disso, as medidas de performance utilizadas no estudo em questão para mensuração do retorno ajustado ao risco não permitiram afirmar que as empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhores performances do que as empresas com práticas inferiores de governança corporativa ou pertencentes ao mercado tradicional antes da crise, rejeitando, assim, a **Hipótese A**.

As análises relativas ao Alfa de Jensen, no período definido como de crise, mostraram que, para as estratégias A e B, os valores não apresentaram diferenças significativas, já que todos os intervalos de confiança se sobrepõem de acordo com a Tabela 6. Sendo assim, entende-se que as carteiras possuem o mesmo retorno ajustado ao risco com base nesse indicador, conseqüentemente, a **Hipótese B** é rejeitada.

**Tabela 6** – Intervalo de confiança para o Alfa de Jensen das carteiras no período de crise

Carteiras	Estratégia A		Estratégia B	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
N1C	-2,4271	0,5729	-2,4193	0,0760
N2C	-4,1481	1,7832	-4,0330	0,8133
NMC	-2,2048	2,9025	-2,8533	0,5537
CTC	-4,3056	1,3156	-2,3927	1,1885

Nota: \* significa que o beta é estatisticamente diferente do beta das demais carteiras ao nível de 5% de significância.

A respeito do Índice de Sharpe, foi verificada uma distribuição normal para as estratégias A e B mas o teste de homogeneidade identificou que as mesmas não são homogêneas, o que implica no uso do teste de Friedman. Ao ser aplicado destaca-se que não houve diferenças significativas entre os valores observados, significando que o Índice de Sharpe é considerado estatisticamente igual para as carteiras, conforme exposto na Tabela 7. Logo, pode-se supor que a **Hipótese B** deve ser rejeitada.

**Tabela 7** – Resultados do teste de Friedman para o Índice de Sharpe no período de crise

Carteiras	Índice de Sharpe	
	Estratégia A	Estratégia B
CT - N1	6	7
CT - N2	2	2
CT - NM	4	3
N1 - N2	8	9
N1 - NM	2	4
N2 - NM	6	5
Estatísticas do Teste de Friedman		
Diferença Crítica	23,5973	23,5973
Friedman qui-quadrado	1,0000	1,1500
Graus de Liberdade	3	3
p-valor	0,8013	0,7650

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

O teste de normalidade referente ao Índice de Treynor mostrou que, para a estratégia A, os dados não apresentaram distribuição normal, enquanto que, pelo teste de Friedman, não foram observadas diferenças significativas entre as carteiras analisadas, de acordo com a Tabela 8. Isso aponta que, estatisticamente, esse indicador de retorno ajustado ao risco é o mesmo para os pares de carteiras analisados pela estratégia A.

No que diz respeito ao uso da estratégia B, para o Índice de Treynor, foi verificado que esses índices possuem distribuição normal e homogeneidade de variâncias. Ao ser utilizado para testar as diferenças entre os valores, o teste de Tukey apontou que esses números não são estatisticamente diferentes entre as carteiras (ver Tabela 9), o que significa que os Índices de

Treynor encontrados pela estratégia B podem ser considerados estatisticamente iguais entre os pares de carteiras analisados. Portanto, a **Hipótese B** deve ser rejeitada considerando esta medida de performance no período de crise, independente da estratégia de ponderação de carteira adotada.

**Tabela 8** – Resultados do teste de Friedman para o Índice de Treynor no período de crise

Carteiras	Estratégia A
CT - N1	2
CT - N2	4
CT - NM	2
N1 - N2	6
N1 - NM	0
N2 - NM	6
Estatísticas do Teste de Friedman	
Diferença Crítica	23,5973
Friedman qui-quadrado	0,6000
Graus de Liberdade	3
p-valor	0,8964

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

**Tabela 9** – Resultados do teste de Tukey para o Índice de Treynor no período de crise

Carteiras	Estratégia B (p-valor)
N1-CT	0,999914642
N2-CT	0,99842233
NM-CT	0,999992075
N2-N	0,99961626
NM-N	0,999985988
NM-N2	0,999097233

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

O teste com o índice  $M^2$  para a estratégia A apontou para a não normalidade da distribuição, indicando o teste de Friedman que não há diferenças significativas entre os valores desse indicador (ver Tabela 10). O resultado implica dizer que os pares de carteiras observados apresentaram, estatisticamente, os mesmos valores para o Índice  $M^2$ . O teste realizado para a estratégia B apontou uma distribuição normal e homogeneidade de variâncias. Utilizando o teste de Tukey verificou-se não existência de diferenças significativas nessa medida entre as carteiras estudadas (Ver Tabela 11).

**Tabela 10** – Resultados do teste de Friedman para o Índice de  $M^2$  no período de crise

Carteiras	Estratégia A
CT - N1	7
CT - N2	2
CT - NM	3
N1 - N2	5
N1 - NM	4
N2 - NM	1
Estatísticas do Teste de Friedman	
Diferença Crítica	23,5973
Friedman qui-quadrado	0,6500
Graus de Liberdade	3
p-valor	0,8849

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

**Tabela 11** – Resultados do teste de Tukey para o Índice de  $M^2$  no período de crise

Carteiras	Estratégia B (p-valor)
N1-CT	0,998131653
N2-CT	0,971415151
NM-CT	0,996677192
N2-N	0,993350094
NM-N	0,999981539
NM-N2	0,995729762

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

A análise do Alfa de Jensen no período pós-crise, tanto para a estratégia A como para a estratégia B, mostrou que os valores não apresentaram diferenças significativas, isso por que os intervalos de confiança mostraram-se sobrepostos para todas as carteiras. Dessa forma, não há indícios de superioridade de performance do retorno ajustado ao risco, considerando o Alfa de Jensen, das carteiras com práticas de governança corporativa superiores (Ver Tabela 12). Tal fato indica a rejeição da **Hipótese C**.

**Tabela 12** – Intervalo de confiança para o Alfa de Jensen das carteiras no período pós-crise

Carteiras	Estratégia A		Estratégia B	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
N1PC	-1,3077	0,5279	-1,6957	0,3925
N2PC	-2,0692	1,0168	-1,0370	1,5455
NMPC	-0,4732	0,9968	-0,1069	1,9368
CTPC	-2,2704	0,0259	-0,3477	2,3230

Nota: \* significa que o beta é estatisticamente diferente do beta das demais carteiras ao nível de 5% de significância.

Valendo-se do indicador Índice de Sharpe, as estratégias A e B não apresentaram normalidade em suas distribuições de probabilidade. E utilizando do teste de Friedman foi possível encontrar que as carteiras não apresentam diferenças significativas para esse índice com o uso da estratégia A, conforme Tabela 13. Porém, na estratégia B, as carteiras CT e N2 apresentaram diferenças expressivas, tendo a carteira N2 um maior retorno ajustado ao risco com base no Índice de Sharpe (Ver Tabela 13). Contudo, mesmo com essa melhor performance da carteira N2 em relação à carteira CT, não se pode indicar a não rejeição da **Hipótese C** já que as demais carteiras com melhores práticas de governança corporativa não apresentaram maiores Índices de Sharpe.

**Tabela 13** – Resultados do teste de Friedman para o Índice de Sharpe no período pós-crise

Carteiras	Índice de Sharpe	
	Estratégia A	Estratégia B
CT - N1	2	14
CT - N2	17	36*
CT - NM	13	22
N1 - N2	19	22
N1 - NM	15	8
N2 - NM	4	14
Estatísticas do Teste de Friedman		
Diferença Crítica	28,9007	28,9007
Friedman qui-quadrado	4,4333	1,1333
Graus de Liberdade	3	3
p-valor	0,2183	0,0101

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

A análise do índice de Treynor revelou que os dados das estratégias A e B possuem distribuição normal, mas apenas a estratégia A apresenta homogeneidade de variâncias. Isso implica na aplicação do teste de Tukey para a estratégia A e do teste de Friedman para a estratégia B. Pelo teste de Tukey de acordo com a Tabela 14, pode-se identificar que, para a estratégia A, os valores dos Índices de Treynor encontrados não apresentaram diferenças significativas.

**Tabela 14** – Resultados do teste de Tukey para o Índice de Treynor no período pós-crise

Carteiras	Estratégia A (p-valor)
N1-CT	0,239668628
N2-CT	0,225470511
NM-CT	0,505200046
N2-N	0,99998641
NM-N	0,961248802
NM-N2	0,953334613

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

Da mesma forma, o teste de Friedman mostrou que as diferenças entre esses indicadores não são estatisticamente relevantes para a estratégia B (Ver Tabela 15).

**Tabela 15** – Resultados do teste de Friedman para o Índice de Treynor no período pós-crise

Carteiras	Estratégia B
CT - N1	17
CT - N2	24
CT - NM	23
N1 - N2	7
N1 - NM	6
N2 - NM	1
Estatísticas do Teste de Friedman	
Diferença Crítica	28,9007
Friedman qui-quadrado	6,1667
Graus de Liberdade	3
p-valor	0,1038

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

Os resultados indicam que, nas duas estratégias, os retornos ajustados ao risco (valendo-se do Índice de Treynor) são estatisticamente iguais entre os pares de carteiras observados, o que, mais uma vez, indica a rejeição da Hipótese C. Em relação ao Índice  $M^2$  para as duas estratégias houve uma distribuição normal, sendo que a estratégia A apresentou homogeneidade de variâncias e a estratégia B não. Desse modo, para a estratégia A fez-se o uso do teste de Tukey, e para a estratégia B o teste de Friedman foi empregado.

**Tabela 16** – Resultados do teste de Tukey para o Índice  $M^2$  no período pós-crise

Carteiras	Estratégia A (p-valor)
N1-CT	0,578534702
N2-CT	0,634924123
NM-CT	0,341463183
N2-N	0,999745841
NM-N	0,978899611
NM-N2	0,962344828

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

Pelo teste de Tuckey não foram observadas diferenças significativas entre os Índices M<sup>2</sup> (Tabela 16). Porém, o teste de Friedman aponta uma diferença estatística significativa entre os Índices M<sup>2</sup> das carteiras CT e N2. A carteira N2 apresentou maior retorno ajustado ao risco, por esse critério, que a carteira CT (os testes estão dispostos na Tabela 17). De qualquer modo, sugere-se que a **Hipótese C** seja rejeitada pois os resultados não mostraram maiores Índices M<sup>2</sup> para as outras carteiras com melhores práticas de governança corporativa.

**Tabela 17** – Resultados do teste de Friedman para o Índice M<sup>2</sup> no período pós-crise

Carteiras	Estratégia B
CT - N1	12
CT - N2	31*
CT - NM	25
N1 - N2	19
N1 - NM	13
N2 - NM	6
Estatísticas do Teste de Friedman	
Diferença Crítica	28,9007
Friedman qui-quadrado	9,5667
Graus de Liberdade	3
p-valor	0,0226

Nota: \* significa que as carteiras apresentam retornos com diferença estatística significativa ao nível de 5%.

## 5. Considerações Finais

Em relação à **Hipótese A** testada, encontrou-se evidências de que as carteiras de ações formadas por empresas pertencentes aos níveis superiores de governança corporativa não apresentaram melhor performance que as carteiras de ações formadas por empresas pertencentes a níveis inferiores de governança corporativa ou pertencentes ao mercado tradicional. O mesmo pode ser dito em relação à **Hipótese B**, já que os resultados dos testes indicaram que não há diferenças estatísticas significativas entre a performance das carteiras no período de instabilidade econômica, contrariando, assim, os resultados das investigações de Johnson *et al.* (2000), Lemmon e Lins (2001), Mitton (2002) Srouf (2005). Apesar de, no período posterior à crise, os índices das carteiras formadas com empresas com melhores práticas de governança corporativa terem apresentado, em alguns momentos, performances superiores aos índices das carteiras de empresas de níveis inferiores de governança corporativa ou pertencentes ao mercado tradicional, não se pode afirmar que as mesmas apresentam menor risco, maior retorno e maior retorno ajustado ao risco, pois a quantidade de índices que rejeitam a **Hipótese C** foi significativamente maior que o número de indicadores que não rejeitam.

Entre os motivos da não significância estatística da maior parte dos índices analisados, podem-se destacar: 1) o critério de seleção de carteiras, que se baseou apenas na permanência das empresas em seus respectivos níveis de governança corporativa por certos períodos de tempo, causando maior variabilidade dos índices dentro das próprias carteiras; 2) o processo de adaptação aos mecanismos de governança corporativa por parte do mercado de capitais brasileiro no período anterior à crise, visto que o IGC passou a ser calculado em junho de 2001; e 3) os distúrbios oriundos da própria crise financeira, que, de certa forma, exerce influência sobre a seguridade dos mecanismos de governança corporativa.

Assim, apesar do viés a favor e/ou contra os resultados, que pode ser vislumbrado devido aos critérios adotados no presente estudo, ressalta-se que são fortes os indícios de que as carteiras formadas por ações com melhores práticas de governança corporativa apresentam performance semelhantes, comparadas às carteiras de ações com práticas inferiores de

governança corporativa ou pertencentes ao mercado tradicional nos três períodos analisados. Dessa forma, rejeitam-se as três hipóteses do presente trabalho, não mostrando evidências da eficácia em termos de retorno, risco e retorno ajustado ao risco das boas práticas de governança corporativa no mercado brasileiro em períodos econômicos adversos.

Diante disso, pela metodologia empregada, conclui-se que não se pode afirmar que empresas pertencentes a níveis superiores de governança corporativa possuem melhor performance quanto ao risco, retorno e retorno ajustado ao risco que empresas que adotam práticas inferiores de governança corporativa ou que não as adotam.

A presente pesquisa orientou-se no sentido de contribuir para os estudos teóricos e empíricos sobre a influência de práticas de governança corporativa na performance das empresas, sem a intenção de esgotar a discussão sobre o tema, mas sim incentivar pesquisas futuras que possam aprimorar as análises e conclusões sobre o assunto. Assim sendo, sugere-se, para estudos posteriores, o emprego de estratégias diferentes para a formação e ponderação de carteiras, além da verificação da performance das carteiras por meio de outros indicadores.

## 6. Referências

- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Governança corporativa e desempenho: um estudo das empresas brasileiras não listadas na Bovespa. In: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 10, 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo, X Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 2010.
- BARBA, F. G. de. Impactos da crise de 2007/2008 nos mercados de capitais latino americanos. 2011. 85f. *Dissertação* (Mestrado em Administração). Universidade Federal de Santa Maria, Programa de Pós-Graduação em Administração, Santa Maria, Rio Grande do Sul, 2011.
- 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: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Enanpad), 30, 2006, Salvador. *Anais...* Salvador, Enanpad, 2006.
- CAMPELLO, M.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 97, n. 3, p. 470-487, 2010.
- DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER. The law and economics of self-dealing. NBER working paper series. Cambridge, MA: *National Bureau of Economic Research*, Working Paper nº 11.883, December, 2005.
- FASSARELLA, L. M. Governança Corporativa e Valor das Empresas Brasileiras do Setor de Agronegócios. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Enanpad), 36, 2012, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, Enanpad, 2012.
- FERREIRA, R. N.; SANTOS, A. C.; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FONSECA, R. A. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *Revista de Administração da Mackenzie*, v. 14, n. 4, p. 134-164, jul./ago. 2013.
- JENSEN, M. C. Risk, the Pricing of Capital Assets, and the evaluation of investment portfolios. *Journal of Business*, v. 42, p.167-247, April 1969.
- JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v.58, n.1, p. 141-186, 2000.
- LAMEIRA, V. J.; LEE NESS, W. J.; SILVA, P. P.; MOTTA, L. F. J.; KLOTZLE, M. C. Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. *Revista de Economia e Administração*, v. 9, n. 1, p. 17-76, jan./mar. 2010.



- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEMMON, M.; LINS, K. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Working Paper n. 393*. William Davidson Institute, 3rd Annual Fin. Mkt. Dev. Conference, Hong Kong, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=265108>>. Acesso em 10 abril. 2013.
- LIU, C.; UCHIDA, K.; YANG, Y. Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, v. 21, n. 1, p. 70-80, 2012.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP*, Edição Comemorativa: São Paulo, p. 65- 79, 2006.
- MARTINS, V. A.; MENEZES DA SILVA, R. L.; NARDI, P. C. C. Governança Corporativa e Liquidez das Ações. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Enanpad), 30, 2006, Salvador. *Anais...* Salvador, Enanpad, 2006.
- MICHALISCHEN, F.; PAIVA, E. V. S. Evidências da Migração de Empresas de Capital Aberto para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa: Um estudo de evento. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Enanpad), 33, 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo, Enanpad, 2009.
- MITTON, T. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.
- MODIGLIANI, F.; MODIGLIANI, L. Risk - Adjusted Performance. *The Journal of Portfolio Management*, p.45-54, Winter 1997.
- PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F.; NEVES, J. C. C. Governança Corporativa e Valor de Mercado: o que mudou durante as crises ocorridas na primeira década do século XXI? In: Encontro Brasileiro de Finanças, 13, 2011, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, XIII Encontro Brasileiro de Finanças, 2013. CD-ROM.
- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Análise comparativa de carteiras com práticas de governança corporativa inferiores e superiores. *Revista de Gestão USP (REGE-USP)*, São Paulo, v. 14, n. especial, p. 1-16, 2007.
- ROBERTSON, D. International Trade: First Principles Forgotten. *Policy*, v. 26, n. 4, p. 35- 40, 2011.
- 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 da USP (REGE-USP)*, v.12, n.4, 2005.
- SHARPE, N. E. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3, 1964.
- SIMPSON, J. L. Were there warning signals from banking sectors for the 2008/2009 global financial crisis? *Applied Financial Economics*, v. 20, n. 1, p. 45-61, 2010.
- SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.
- TREYNOR, J. How to rate management investment funds. *Harvard Business Review*, v. 43, p.63-75, July-August 1966.