

AUTOR

ALMIR FERREIRA DE SOUSA

Universidade de São Paulo

abrolhos@usp.br

RESUMO

A governança corporativa visa a aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos. Dentre esses mecanismos estão o Conselho de Administração, as políticas de remuneração, a estrutura de propriedade e a estrutura de financiamento de uma empresa. Esse tema possui importância crescente, principalmente pelos crescentes exemplos de escândalos corporativos de manipulação de dados contábeis em grandes empresas e pela hipótese bem difundida de que a adoção de práticas de governança corporativa afeta o desempenho financeiro e o valor da empresa, tornando-se uma importante ferramenta para as companhias, gerando uma maior confiabilidade e transparência. Este artigo investiga, através do exemplo do Grupo CCR (Companhia de Concessões Rodoviárias), se com a adoção das práticas de governança recomendadas pela Cartilha da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e pelo Código do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a companhia teve o seu desempenho melhorado ao longo dos anos e seu valor aumentado. A variável de valor escolhida, sendo essa o *Q de Tobin*, obteve resultados importantes, com evidências de que a governança corporativa no Grupo CCR aumentou seu valor e desempenho.

ABSTRACT

Corporate governance aims to increase the probability of resource suppliers to guarantee the return on investment for themselves by a large number of mechanisms. Among those mechanisms there are the Board of Director, the salary policies, the property structure and the financing structure of a company. This theme has an increasing importance nowadays, especially by the large number of corporative scandals of accounting data manipulation in big companies and by a well-known hypothesis, which states the adoption of good corporate governance principles affects positively financial results and company value, becoming an important tool, generating reliability in the market. This article investigates through the example of the CCR Group (Companhia de Concessões Rodoviária), if the practices' adoption of corporate governance recommended by CVM (Comissão de Valores Mobiliários) and IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) has enhanced the company results and value through the past years. The chosen value variable, Tobin's Q, has obtained important results, with strong evidences that the CCR Group has increased its value and outcomes.

PALAVRAS-CHAVE

Governança corporativa, problema de agência, valor da empresa, desempenho.

1. INTRODUÇÃO

Os crescentes exemplos de escândalos corporativos de manipulação de dados contábeis em grandes empresas norte-americanas como Enron, Tyco e WorldCom, abalaram profundamente o mercado de capitais mundial.

A criação da lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, por exemplo, que introduz regras bastante rígidas de governança corporativa, procurando dar maior transparência e confiabilidade aos resultados das empresas, instituindo severas punições contra fraudes e dando maior independência aos órgãos de auditoria, reflete a preocupação com práticas mais transparentes e a divulgação de resultados confiáveis por parte das empresas.

As práticas de governança corporativa tornam-se, então, uma importante ferramenta para as companhias. A adoção de boas práticas de governança corporativa, conseqüentemente, gera uma maior confiabilidade com relação aos resultados divulgados e também uma maior transparência com relação à gestão da empresa. Dessa forma, o que ocorre é uma maior disposição dos investidores para pagar um preço maior pelas ações e títulos das empresas.

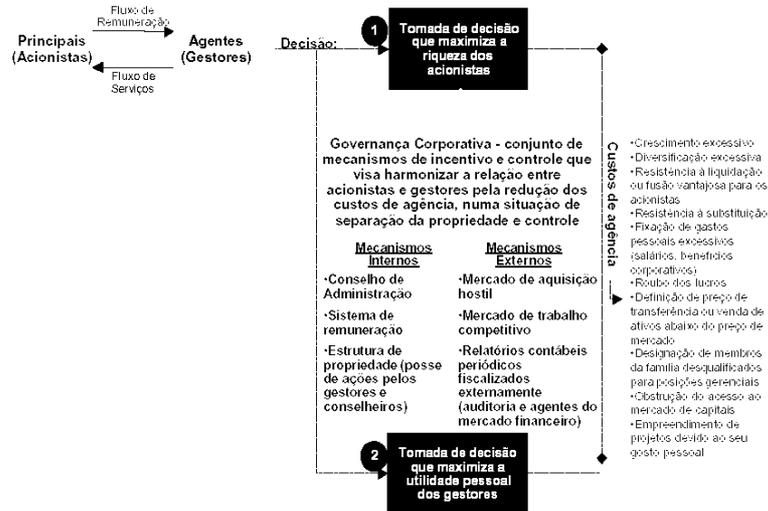
Com a disposição dos investidores para pagar um preço maior pelas ações e títulos, conseqüentemente a empresa teria seu desempenho e valor aumentados. Isto é o que se investiga com esse artigo, ou seja, se com a adoção de práticas de governança corporativa por parte das companhias, as mesmas têm o seu desempenho melhorado e um conseqüente aumento de seu valor.

No Brasil, diversos acontecimentos demonstram a importância crescente do tema governança corporativa, porém os trabalhos empíricos com a busca quantitativa pelas possíveis relações são ainda escassos e não conclusivos, justificando os esforços voltados para uma compreensão melhor sobre o tema e uma contribuição no campo de administração de empresas no Brasil.

O estudo desenvolvido foi delimitado em três diferentes campos: campo teórico, definição operacional de governança corporativa e campo setorial.

Quanto ao campo teórico, foi aplicada uma estrita perspectiva de agência, que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar a sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual são contratados. O problema de agência é, portanto, base para o entendimento dos problemas de governança corporativa. Para alinhar os interesses dos gestores aos seus, os acionistas incorrem em custos, que são chamados de custos de agência. O problema de agência dos gestores, com alguns de seus principais custos, é apresentado conforme a figura a seguir:

Figura 1 – O problema de agência dos gestores e a governança corporativa



Quanto à definição operacional de governança corporativa, o foco foi dado nos mecanismos internos usados na diminuição do problema de agência de acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, tais como o Conselho de Administração, as Políticas de Remuneração, Estruturas de Propriedade e Estrutura de Financiamento.

Quanto ao campo setorial, a empresa foco do estudo faz parte do setor de concessão de rodovias.

Depois de definidas as limitações podemos partir para uma definição de governança corporativa. Shleifer e Vishny (1997, p. 743) definem governança corporativa como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores de forma a reduzir a má alocação de recursos *ex-post* e motivar os investidores a investirem mais recursos *ex-ante*. Ou seja, governança corporativa é o conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos custos de agência numa situação de separação da propriedade e controle.

Na ausência de problemas de agência, uma estrutura de governança não seria necessária, pois os indivíduos envolvidos poderiam ser instruídos a maximizar os lucros e o valor da empresa e estariam preparados para conduzir as instruções independentemente de quais formas e situações a empresa conduzisse suas atividades.

Os principais mecanismos de governança são:

- O ambiente legal, político e regulatório;
- O mercado de capitais e de fusões e aquisições;
- O mercado competitivo do setor de atuação;
- Os mecanismos internos:
 - Conselho de Administração;
 - Sistema de remuneração;
 - Estrutura de propriedade;
 - Estrutura de financiamento.

Segundo a pesquisa da MCKINSEY & COMPANY e KORN/FERRY INTERNATIONAL, sobre o Panorama da Governança Corporativa no Brasil, as

características gerais das empresas brasileiras listadas em bolsa a respeito da governança corporativa são:

- O Conselho de Administração possui uma estrutura informal, com a ausência de comitês para o tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão;
- Existe pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria;
- Os acionistas minoritários são pouco ativos;
- A remuneração dos conselheiros é tida como fator pouco relevante;
- As empresas são em geral com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores;
- A estrutura de propriedade apresenta forte concentração das ações com direito a voto e alto índice de emissão de ações sem direito a voto;
- O Conselho de Administração possui escassez de conselheiros profissionais;
- Há uma alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores.

Todos os fatores citados acima caracterizam o modelo de governança corporativa brasileiro, modelo este que continuará privilegiando sistemas de controles internos, mas com maior grau de transparência e participação dos maiores acionistas. Dessa forma, será cada vez mais priorizado o direcionamento de recursos para empresas que demonstrem a existência de um regime de regras e procedimentos que assegurem a qualidade de seus sistemas de governança corporativa, e conseqüentemente, o aumento do valor e desempenho da empresa.

Ao final do ano de 2001, a Lei das S.A. foi revista, trazendo alguns avanços no que se refere à proteção dos interesses dos acionistas minoritários. Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), lançando em 1999 o primeiro “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”. No ano 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado, visando destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, sendo a adesão voluntária.

2. METODOLOGIA DE PESQUISA

A pesquisa possui características quantitativas e qualitativas. Com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa possui os seguintes tipos: empírico-analítica, fenomenológica-hermenêutica e correlacional.

2.1. Definição das variáveis

Governança Corporativa

O foco quanto à governança corporativa, foi dado nos mecanismos internos usados na diminuição do problema de agência, de acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, tais como o Conselho de Administração, Estruturas de Propriedade e Estrutura de Financiamento. As políticas de remuneração utilizadas pelas empresas para a diminuição do problema de agência não foram exploradas, tendo em vista a dificuldade de acesso aos dados e também à limitação de tempo para o desenvolvimento da pesquisa.

De acordo com o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” do IBGC, e com a “Cartilha de Governança Corporativa” da CVM, definem-se três variáveis

relacionadas à melhor estrutura de governança, no que diz respeito às características do Conselho de Administração:

- Tamanho do conselho, que é dado pelo número total de membros;
- Presença de diretor executivo ocupando cargo de presidente do conselho;
- Independência do Conselho de Administração, sendo a diferença entre a proporção de membros não executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela equação:

$$\text{Grau de independência do Conselho de Administração} = \left(\frac{EXT}{TOT} \right) - \left(\frac{INT}{TOT} \right)$$

Onde:

INDEP – grau de independência do conselho de administração

EXT – número de membros externos (não executivos) no conselho

TOT – número total de membros do conselho

INT – número de membros internos (executivos) no conselho

Um dos principais componentes para análise da estrutura de propriedade é a presença ou não de um acionista controlador. Portanto, segundo Lanzana e Silveira (2003, p.31), pode-se considerar uma variável principal, definida como concentração de direito de controle, sendo a diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações em posse dos acionistas controladores.

A estrutura de financiamento da empresa estudada foi dada pela razão entre o passivo total e o ativo total.

Valor da Empresa

- Fluxo de caixa descontado

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF \text{ da Empresa}_t}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

$CF \text{ da Empresa}_t$ = fluxo de caixa da empresa esperado no período t

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

Para adequá-lo melhor à realidade brasileira, o custo médio ponderado de capital pode ser definido da seguinte forma:

$$WACC = k_s \left[\frac{AO}{(AO + AP + D)} \right] + k_p \left[\frac{AP}{(AO + AP + D)} \right] + \left[k_d (1-T) \left(\frac{D}{AO + AP + D} \right) \right]$$

Onde:

k_s = custo das ações ordinárias

k_p = custo das ações preferenciais

k_d = custo das dívidas

AO = valor de mercado das ações ordinárias

AP = valor de mercado das ações preferenciais

D = valor de mercado das dívidas

O valor de uma empresa pode ser estimado pela utilização do fluxo de caixa livre através da obtenção dos fluxos livres futuros da empresa como um todo. Especificamente, o valor estratégico ou econômico de uma empresa é igual ao valor presente dos fluxos livres descontados adicionado ao total de ativos não operacionais.

Quanto mais arriscado for o nível de atuação de uma empresa e mais altos os níveis de aversão ao risco, maiores ficarão as taxas de juros dos empréstimos e financiamentos bem como as taxas de remuneração do capital próprio.

Quanto mais alta estiver a taxa de custo de capital, menor será o valor descontado (VPL) daquele fluxo de caixa, ou seja, menor será o valor econômico da empresa para o proprietário.

- “Q de Tobin”

Este indicador foi escolhido por ter sido utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa como os de Bhagat e Black (2002) e Rosenstein (1998). O “Q de Tobin” é definido como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$$

Dada a dificuldade de se calcular o Q de Tobin conforme descrito no artigo original, pelo fato de valores como o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa não serem observáveis diretamente, o “Q de Tobin” será estimado pela aproximação simplificada Proposta por Chung e Pruitt (1994, p.72), dada a seguir:

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$$

Onde:

VMAO = Valor de Mercado das Ações Ordinárias

VMAP = Valor de Mercado das Ações Preferenciais

DIVT = Valor contábil das dívidas de curto prazo somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo menos o ativo circulante

AT = Ativo total da companhia

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p.52), se uma empresa apresentar um quociente Q superior a 1, haverá incentivo maior a novos investimentos do que no caso de uma empresa com quociente inferior a 1. As empresas com quociente Q mais elevado tendem a ser as empresas com oportunidades de investimento atraentes ou que contam com alguma vantagem competitiva importante.

Segundo Fama e Barros (2000, p.5), se o Q de Tobin for crescente, há uma indicação de aumento de uso dos recursos e conseqüente lucratividade.

Desempenho

O desempenho da companhia estudada foi medido pelo resultado financeiro obtido com base em informações contábeis da empresa. Foram utilizados dois indicadores diferentes:

- Retorno do lucro operacional sobre o ativo total.

$$\text{Retorno do lucro operacional sobre o ativo total} = \frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Ativo total médio}}$$

- Retorno do lucro antes dos juros e impostos sobre o ativo total.

$$\text{Retorno do EBIT sobre o ativo total} = \frac{\text{Lucro antes dos juros e impostos}}{\text{Ativo total médio}}$$

3. POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

A amostra desta pesquisa é composta pela companhia aberta não financeira do setor de concessão de rodovias, Companhia de Concessões Rodoviárias, sendo essa empresa listada no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

A Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) foi formada em 1998 por grandes construtoras como Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa, Odebrecht, posteriormente a Serveng-Civilsan e SVE. Em 2001, a Brisa (operadora de 11 rodovias em Portugal) adquiriu 20% do capital total da CCR, agregando *know how* internacional de operação de rodovias. O objetivo da *holding* CCR é a centralização administrativa/financeira, obtenção de recursos complementares aos investimentos das concessionárias além de posicionar-se como o principal player nas futuras concessões de rodovias.

A composição acionária atual da CCR é composta pela Camargo Corrêa, com 15,95% das ações ordinárias, pela Andrade Gutierrez, com 15,74% e pela Serveng-Civilsan e Brisa, com 17,9% cada um. O restante representa sendo 32,56% de capital aberto, de acordo com o quadro abaixo, com os dados de 2003:

Figura 2 – Posição acionária do Grupo CCR em 2003

Nome/Razão Social	Ações		Participante do acordo de acionistas?	Controlador?
	Ordinárias (Unidades)	%		
Camargo Corrêa Transportes	16.073.354	15,95%	SIM	SIM
Andrade Gutierrez Concessões S.A	15.861.682	15,74%	SIM	SIM
Serveng-Civilsan S.A Emp. Assoc. de Eng.	18.015.076	17,88%	SIM	SIM
Brisa Participações e Emp. Ltda.	18.015.075	17,88%	SIM	SIM
Ações em tesouraria	-	0,00%		NÃO
Outros	32.810.263	32,56%		NÃO
TOTAL	100.775.450	100,00%		

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa - DFP

Desde novembro de 2001 o Grupo CCR é integrante do Novo Mercado da Bovespa. A abertura de capital, realizada em dezembro de 2000, com início de negociação das ações em fevereiro de 2002, é parte de sua plataforma de crescimento, seguindo exemplo de companhias estrangeiras de mesmo perfil. A CCR pertence ao seletor grupo de empresas do setor com ações listadas em bolsa (em torno de 15 no mundo). O processo de migração para a prática de governança corporativa foi iniciado em 1998 e começou a ganhar contornos mais concretos com o planejamento, em 2000, do lançamento de debêntures, efetivado no ano seguinte.

Por isso, foi escolhida uma janela temporal de 2002 ao 1º semestre de 2004, representando assim uma amostragem intencional, sendo que o objetivo foi obter uma relação entre governança corporativa e desempenho e valor da empresa.

Os dados secundários referentes ao valor de mercado das ações, informações contábeis, variáveis de governança corporativa, dentre outras, foram disponibilizadas pela *Bloomberg*, Economática Ltda., e divulgação externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários.

4. RESULTADOS

A partir das variáveis definidas de acordo com a melhor estrutura de governança no que diz respeito às características do Conselho de Administração do Grupo CCR, a estrutura de financiamento e as variáveis de valor e desempenho, foram obtidos os seguintes resultados:

- *Tamanho do Conselho:* o Conselho de Administração possui 9 (nove) membros, o que indica que este valor está de acordo com a Cartilha de Governança Corporativa, da CVM;
- *Diretor executivo ocupando cargo de presidente do Conselho:* o diretor executivo não ocupa o cargo de presidente do Conselho, que também está de acordo com a Cartilha da CVM, e portanto não indica concentração de poder;
- *Independência do Conselho de Administração:* de acordo com a fórmula dada, foi obtido o valor de 1,00, indicando nenhuma dependência do Conselho de Administração da empresa em questão. Vale, porém, fazer uma ressalva de que dos nove conselheiros da companhia, cada controladora elege dois conselheiros e apenas um conselheiro é eleito de comum acordo com as quatro controladoras, fazendo com que esse fato diminua pelo menos em parte a independência do Conselho de Administração do Grupo CCR.

Figura 3– Independência do Conselho de Administração – 2003

Número de membros externos no conselho	9
Número de membros internos no conselho	0
Número total de membros do conselho	9
Independência do Conselho de Administração	1,00

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa – DFP

- *Concentração de Direito de Controle do Acionista Controlador:*

Figura 4 – Concentração do direito de controle

	2002	2003
Percentual de ações ordinárias	100,00%	100,00%
Percentual total de ações em posse dos acionistas controladores	77,82%	67,44%
Concentração do direito de controle	22,18%	32,56%

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa – DFP

- *Estrutura de Financiamento:*

Figura 5 – Estrutura de financiamento

Em R\$ mil	2002	2003	1o Sem. 03	1o Sem. 04
Dívidas financeiras totais	1.508.523	1.255.954	1.136.443	1.080.946
Ativo total	2.302.180	2.283.609	2.234.918	2.673.651
Estrutura de financiamento	0,66	0,55	0,51	0,40

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa – DFP e ITR

- “*Q de Tobin*”

Figura 6 – Q de Tobin

<i>Em R\$ mil</i>	2002	2003	1o Sem. 03	1o Sem. 04
Valor de mercado das ações ordinárias	627.650	2.188.300	771.000	3.617.840
Valor de mercado das ações preferenciais	-	-	-	-
contábil das dívidas de longo prazo menos o ativo circulante	1.249.450	1.000.627	901.940	380.259
Ativo total	2.302.180	2.283.609	2.234.918	2.673.651
<i>Q de Tobin</i>	0,82	1,40	0,75	1,50

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa – DFP e Bloomberg

- *Retorno do lucro operacional sobre o ativo total*

Figura 7 – Retorno do lucro operacional sobre o ativo total

<i>Em R\$ mil</i>	2002	2003
Lucro operacional	(176.962)	274.400
Ativo total médio ¹	2.837.870	2.292.895
<i>Retorno do lucro operacional sobre o ativo total</i>	-6,24%	11,97%

1) O ativo total médio foi considerado como sendo a média entre o ativo total do ano N e o ativo total do ano N-1

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa – DFP

- *Retorno do lucro antes dos juros e impostos sobre o ativo total*

Figura 8 – Retorno do EBIT sobre o ativo total

<i>Em R\$ mil</i>	2002	2003
EBIT	286.623	359.738
Ativo total médio ¹	2.837.870	2.292.895
<i>Retorno do EBIT sobre o ativo total</i>	10,10%	15,69%

1) O ativo total médio foi considerado como sendo a média entre o ativo total do ano N e o ativo total do ano N-1

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – Sistema de Divulgação Externa – DFP

A partir da análise dos resultados obtidos, pode-se perceber que o número de membros do Conselho de Administração do Grupo CCR, ou seja, 9 membros, está de acordo com o que é indicado pela Cartilha de Governança Corporativa, da CVM, onde o número de membros deve variar entre 5 e 9 conselheiros, dependendo do perfil da sociedade.

O diretor executivo da empresa não ocupa o cargo de presidente do Conselho, fato esse que também se adequa à Cartilha da CVM.

Quanto à independência do Conselho de Administração, chegou-se ao resultado de total independência do Conselho em relação à companhia, porém uma observação deve ser feita, a de que dos nove conselheiros da companhia, cada controladora elege dois conselheiros

e apenas um conselheiro é eleito de comum acordo com as quatro controladoras, fazendo com que esse fato diminua pelo menos em parte a independência do Conselho de Administração do Grupo CCR.

De acordo com a figura 4, a variável Concentração de Direito de Controle do Acionista Controlador obteve um crescimento de 2002 para 2003, indicando uma menor concentração das ações e conseqüente diluição, gerando maior flexibilidade na gestão da empresa e também uma maior reflexão no processo de tomada de decisões.

Os resultados obtidos com relação à estrutura de financiamento, expressos na figura 5, indicam uma diminuição da estrutura de financiamento do Grupo CCR, ou seja, a companhia se mostra mais capitalizada, apresentando uma maior autonomia em relação às suas dívidas e conseqüentemente, um menor risco de inadimplência, melhorando dessa forma, a sua imagem perante o mercado.

A variação do *Q de Tobin*, medida de valor da empresa, ao longo dos anos, demonstra um aumento de uso dos recursos e conseqüente lucratividade da CCR. Outro fator importante é o de que o índice superou o valor de 1,00 nas duas comparações, indicando um incentivo maior a novos investimentos do que no caso de uma empresa com quociente inferior a 1. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p.52), as empresas com quociente *Q* mais elevado tendem a ser as empresas com oportunidades de investimentos atraentes ou que contam com alguma vantagem competitiva importante.

As figuras 7 e 8 expressam os resultados obtidos com as medidas de desempenho da companhia, e ao serem analisados, chega-se a uma conclusão em comum, ou seja, a de que o desempenho do Grupo CCR melhorou consideravelmente de 2002 para 2003.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal da pesquisa foi verificar se existe uma relação significativa entre as práticas de governança corporativa e o valor de mercado e desempenho de uma empresa.

As variáveis de governança corporativa definidas, de acordo com as características do Conselho de Administração, e as variáveis de valor e desempenho da empresa, apresentaram relacionamentos relevantes.

O aumento do *Q de Tobin*, por exemplo, indicou maior lucratividade e também maior atratividade para novos investimentos na empresa. É importante notar que com a maior atratividade para novos investimentos e a realização desses novos investimentos, a lucratividade da companhia será maior e conseqüentemente o seu valor também aumentará.

A partir da análise dos resultados obtidos, pode-se afirmar portanto, que a adoção de boas práticas de governança corporativa no Grupo CCR, como as características do Conselho de Administração, e a entrada no Novo Mercado da Bovespa, com a emissão por exemplo somente de ações ordinárias, contribuíram para a melhora do desempenho da companhia e também para o aumento de seu valor de mercado.

Com este estudo, espera-se, portanto, contribuir para os estudos teóricos e empíricos sobre os mecanismos de governança corporativa e a sua relação com o valor e desempenho da empresa no Brasil.

A corroboração (ou contestação) dos resultados obtidos nesta pesquisa por outros trabalhos pode aprimorar as recomendações sobre uma melhor estrutura de governança corporativa, caso haja alguma, para as empresas brasileiras, contribuindo, em última instância, para uma melhor gestão das empresas e para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Novos estudos podem ser feitos na busca da relação entre governança corporativa e valor e desempenho da empresa, utilizando um horizonte de tempo maior ou distinto do utilizado nesta pesquisa, e até uma amostra maior de empresas de diversos setores. Podem ser aplicados testes estatísticos mais elaborados, bem como outras definições operacionais de variáveis.

As políticas de remuneração aplicadas nas empresas para a diminuição do problema de agência, e a sua relação com o valor e desempenho das companhias, não foram abordadas nesta pesquisa, mas servem de recomendação para pesquisas futuras.

Outra observação para o aprimoramento dos estudos sobre governança corporativa no Brasil diz respeito à busca e questionamento por uma estrutura de governança ótima, ou seja, uma estrutura que minimizasse os custos de agência e acrescentasse maior valor à empresa.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Estrutura de Capital e Valor da Empresa no Contexto da Assimetria de Informações e Relações de Agência: Um Estudo Empírico. São Paulo, 2001. 182 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BNDES. Programa de incentivo à adoção de práticas de governança corporativa. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em 10/05/2004.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Níveis 1 e 2 de governança corporativa e o novo mercado. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em 10/05/2004.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 10/05/2004.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Pesquisa sobre governança corporativa. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em 11/05/2004.

CARLSSON, Rolf. Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307 p.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Valuation: measuring and managing the value of companies. New York: Wiley Frontiers in Finance, 1996. 550p.

DAMODARAN, Aswath. Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. 1 ed. New York: John Wiley & Sons Inc., 1994. 464p.

HI-FINANCE. Especial: Governança Corporativa. São Paulo: TB Editora, n° 4, jul.2004.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso 22/06/2004.

IBRI. Instituto Brasileiro de Relações com Investidores. Pesquisa sobre governança corporativa. Disponível em: <www.ibri.com.br>. Acesso em 22/06/2004.

JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. Journal of Applied Corporate Finance. Fall, 2001.

JENSEN, Michael. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. 1. ed. Harvard University Press, 2001. 320p.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3, p. 350-360. 1976.

LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente de Castro; SILVA, André Luiz da. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. São Paulo: E-Papers, 2002. 148p.

MARTINS, Gilberto de Andrade. Manual para elaboração de monografias e dissertações. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994. 116p.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. Panorama de Governança Corporativa no Brasil. São Paulo, 2001. 44p.

MONACO, Douglas Cláudio. Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil. São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil. Novembro, 2003. 120p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

PATTERSON REPORT. The link between corporate governance & performance – in collaboration with the conference board. Disponível em <www.thecorporatelibrary.com/link/>. Acesso em 10/05/2004.

RAPPAPORT, Alfred. Gerando valor para o acionista: Um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001. 224p.

RODRIGUES, José Antônio; MENDES, Gilmar de Melo. Governança Corporativa: Estratégia para Geração de Valor. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004. 244p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira: Corporate Finance. São Paulo: Atlas, 2002. 776p.

SARBANES, P.; OXLEY, M. Sarbanes-Oxley Act of 2002. Disponível em <www.findlaw.com>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. Outubro, 2002. 152p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. Journal of Finance, v. 52, n. 2, 1997. STEWART III, Bennett G. The Quest for Value. New York: HarperBusiness, 1991. 800p.