

GOVERNANÇA CORPORATIVA E CRISES: MECANISMOS IMPORTANTES DURANTE CICLOS ECONÔMICOS DISTINTOS

Corporate Governance and Crises: important mechanisms during different economic cycles

Fernanda Maciel Peixoto

Professora Adjunta de Finanças. Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN). Uberlândia, MG. Brasil. E-mail: fmacielpaixoto@gmail.com

Hudson Fernandes Amaral

Professor Titular. Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), CEPEAD/CAD/FACE. Belo Horizonte, MG. Brasil. E-mail: hamaral.cepead@gmail.com

Láise Ferraz Correia

Professora de Finanças. CEFET-MG, Departamento de Ciências Sociais Aplicadas. Belo Horizonte, MG. Brasil. E-mail: laise@dcsa.cefetmg.br; laiseferraz@gmail.com

João Carlos Carvalho das Neves

Professor Catedrático ISEG (Instituto Superior de Economia e Gestão) Lisboa School of Economics and Management – Universidade Técnica de Lisboa. Lisboa. Portugal. E-mail: jcneves@iseg.ulisboa.pt

Resumo

Esta pesquisa investigou se os mecanismos de governança corporativa, segundo a Teoria da Agência, assumem importâncias distintas em diferentes ciclos econômicos. O período foi de 2000 a 2009, segmentado em: crises locais (2000-2002); não crise (2003-2007); e crise global (2008-2009). Os mecanismos de governança analisados foram: estrutura de propriedade, conselhos de administração, compensação aos gestores, transparência e proteção aos minoritários. A metodologia envolveu: (a) análise de componentes principais, agregando em um indicador um conjunto de variáveis de governança; (b) reorganização dos componentes para verificar a contribuição das dimensões de governança no índice. Constatou-se que estrutura de propriedade foi o mecanismo menos relevante no período. Durante as crises locais, a dimensão de governança mais importante foi compensação aos gestores. Nos períodos de não crise e de crise global, o mecanismo mais relevante foi proteção aos minoritários. Transparência se mostrou gradativamente menos importante e conselho foi menos relevante do que compensação e proteção.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Crises. Mecanismos.

Abstract

This research investigated whether the corporate governance mechanisms, according to Agency Theory, can take on distinct amounts of significance in different economic cycles. The period studied was 2000-2009, segmenting it into: local crises (2000-2002), no crisis (2003-2007), and global crisis (2008-2009). The governance mechanisms studied were: ownership structure, board of directors, compensation to managers, transparency and protection of minority shareholders. The methodology involved: (a) principal component analysis, aggregating in an indicator a set of governance variables; (b) reorganization of components to verify the contribution of each governance dimensions in the index. It was found that ownership structure mechanism was less relevant for the whole period. In the period of local crises, the most important dimension of governance was the compensation to managers. In periods of non-crisis and global crisis, the most relevant mechanism was protection of shareholders. Transparency was less important during the study and board was less relevant than compensation and protection.

Keywords: Corporate Governance. Crises. Mechanisms.



1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa (GC) se revela importante para muitas organizações que buscam melhorar sua imagem no mercado, aumentar a valorização das ações, proporcionar maiores retornos para os proprietários e obter maior transparência nos negócios. (CAMARGOS; BARBOSA, 2006)

A análise do desempenho das organizações durante períodos de crise permite esclarecer aspectos da GC que são menos evidentes durante situações econômicas normais. Investidores tendem a ignorar a falta de uma boa GC durante um período de crescimento econômico. Entretanto, quando uma crise se inicia e os retornos esperados diminuem, esses investidores passam a considerar as fraquezas de GC. (LIU; UCHIDA; YANG, 2012)

As crises que trouxeram efeitos para o Brasil na primeira década do século XXI podem ser divididas em: crises internas e externas. No primeiro caso, destaca-se a crise energética de 2001 e a crise eleitoral de 2002. No segundo caso, é possível citar: (a) a bolha da internet em 2000; (b) os atentados terroristas nos EUA em 2001; (c) os escândalos contábeis de empresas como Enron e WorldComm, em 2002, na Europa e nos EUA; (d) a crise de 2001 na Argentina; e (e) a crise do *subprime* nos EUA em 2008.

Quanto às crises internas, a crise energética ocorrida em 2001 provocou redução do crescimento econômico, inflação e aumento do déficit da balança comercial. Por sua vez, a crise eleitoral de 2002, gerada pela transição do presidente Fernando Henrique Cardoso para o candidato Lula, trouxe desconfiança por parte dos investidores, levando à elevação do Risco Brasil e à queda do Índice Bovespa no período. (VIANA, 2004; BROTTTO, 2009)

Sobre as crises externas, a bolha da internet em 2000, os ataques terroristas aos EUA em 2001, a moratória da Argentina, os escândalos contábeis em 2002 e a crise financeira de 2008 provocaram quedas no PIB brasileiro e na BM&FBovespa nesses períodos. Nos anos de 2000, 2001 e 2002, as variações anuais nominais do Ibovespa foram negativas: respectivamente, 10,72, 11,02 e 17%. Já em 2008, essa variação foi também negativa, de 41,22%. Em 2001, 2003 e 2009, o PIB *per capita* brasileiro se reduziu respec-

tivamente em 0,2%, 0,2% e 1,3%. (BACEN, 2011; BM&FBOVESPA, 2012)

O objetivo deste estudo foi, portanto, verificar se os mecanismos de governança corporativa, fundamentados na teoria da agência, podem assumir importâncias distintas de acordo com os ciclos econômicos vivenciados na primeira década do século XXI. A amostra envolveu empresas brasileiras de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa, considerando períodos de crise e de não crise.

Como a governança corporativa é um conceito multidimensional, envolvendo várias dimensões distintas (conselho de administração, proteção aos acionistas minoritários, transparência das informações publicadas, compensação aos gestores e estrutura de propriedade/controlado), buscou-se nesta pesquisa elaborar um índice capaz de integrar vários instrumentos de controle dos problemas de agência, visando representar um conceito que não pode ser observado de forma direta. Tal índice foi chamado de “índice de qualidade da governança”, ou simplesmente de “índice de GC”.

No que se refere à organização deste estudo, ele está estruturado em cinco seções, incluindo a introdução, quais sejam: referencial teórico, abordando os mecanismos de GC e estudos sobre GC e crises; a metodologia em que se apresentam os dados e os procedimentos utilizados; resultados e análises e, por último, a conclusão da pesquisa que relaciona os fundamentos teóricos e empíricos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste item, apresentar-se-ão os conceitos subjacentes aos mecanismos ou dimensões da governança corporativa e a literatura nacional e internacional sobre governança corporativa em momentos de crise econômica.

2.1 Mecanismos de Governança Corporativa

Neste estudo, optou-se por analisar os mecanismos de GC sob a perspectiva da teoria de agência, conforme Correia (2008), quais sejam: a) composição do conselho de administração; b) estrutura de propriedade e controle; c) proteção aos acionistas minoritá-

rios; d) transparência das informações publicadas; e) modalidades de compensação aos gestores.

2.1.1 Composição do Conselho de Administração

Na maioria dos países, o conselho de administração ocupa uma posição estratégica no sistema de governança corporativa e seu papel tem crescido ao longo dos anos (WONG, 2009). As funções do conselho são amplas: acompanhar a gestão de forma imparcial; contribuir ativamente para o desenvolvimento de estratégias, gestão de riscos e planejamento sucessório; e garantir a integridade no processo de elaboração de relatórios financeiros, dentre outras. Grandes esforços têm sido envidados para melhorar a capacidade dos conselhos em desempenhar bem seus papéis e para responsabilizá-los por suas ações. (WONG, 2009)

A literatura em governança (LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993; HERMALIN; WEISBACH, 2003, CHOI et al., 2007), os códigos do IBGC e a cartilha da CVM apontam a necessidade de se contar com conselheiros independentes e de separar as funções de presidente do conselho e dos CEOs. Apresentam, ainda, sugestões quanto ao tamanho “ótimo” do conselho para melhorar sua coordenação e eficácia. Para Hermalin e Weisbach (2003), o Conselho de Administração é uma instituição que ajuda na resolução dos conflitos de agência inerentes à gestão de qualquer empresa.

2.1.2 Estrutura de Propriedade e de Controle

A estrutura de propriedade é um instrumento de controle importante, pois possibilita a aproximação de interesses entre gestores e proprietários. Segundo Shleifer e Vishny (1997), países que falham em mecanismos de governança são caracterizados por baixo nível de proteção legal e pela alta concentração de propriedade.

La Porta et al. (1999) realizaram um estudo sobre a estrutura de propriedade de grandes corporações de 27 países desenvolvidos. De acordo com os autores, estruturas piramidais e existência de múltiplas classes de ações são duas formas de segregar fluxo de caixa e direito de controle nas empresas e de aumentar o efeito entrenchamento. Concluíram que a propriedade sobre o fluxo de caixa pelo acionista majoritário diminui

seu incentivo a expropriação. Apontaram sugestões e obstáculos para melhorar o ambiente legal e o *disclosure* corporativo.

Em linha similar, Claessens et al. (2002) estudaram de forma conjunta os efeitos incentivo e entrenchamento em oito países da Ásia Oriental. Constataram que, de um lado, o valor da firma aumenta com a propriedade do fluxo de caixa do acionista majoritário (efeito incentivo) e, de outro, o valor da firma se reduz quando os direitos de controle desse acionista superam os direitos sobre o fluxo de caixa (efeito entrenchamento). Adicionalmente, argumentaram que estruturas piramidais, propriedade cruzada e duplas classes de ações, mesmo não sendo comuns na Ásia Oriental, podem separar os direitos de controle e propriedade e ser associadas com perda de valor da firma.

No contexto brasileiro, Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) analisaram a estrutura de controle direto e indireto das companhias de capital aberto da Bovespa no ano de 1998. Os resultados apontaram um elevado grau de concentração de capital votante. A amostra envolveu 225 empresas não controladas pelo governo e que representavam cerca de 70% da capitalização de mercado total da Bovespa. No ano de 1998, das 225 empresas, 155 (69%) tinham um único acionista que possuía mais de 50% do capital votante, o qual possuía em média 74% do capital votante. Dessa forma, mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos de voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas.

2.1.3 Modalidades de Compensação aos Gestores

Os instrumentos de compensação ou incentivo aos gestores são fundamentais para alinhar os interesses entre principal e agente e para maximizar a riqueza dos acionistas. Wong (2009, p. 9) argumenta que: “[...] dadas as dificuldades dos investidores externos em acompanhar ativamente a gestão, os incentivos financeiros assumem papel importante de garantir que os gestores e executivos ajam no melhor interesse da empresa”. Wong (2009) afirma que nas últimas duas décadas as empresas estão passando de uma estrutura salarial baseada apenas no salário fixo para uma

estrutura de remuneração mais flexível, que envolve parte fixa e parte variável, atrelada ao desempenho dos gestores. Logo, para alcançar melhor remuneração, os gestores precisam conciliar seus interesses com os do acionista.

Jensen e Murphy (1990) argumentam que a política de remuneração e compensação aos gestores pode auxiliar no alinhamento de interesses entre o acionista e o gestor de diversos modos. Nesse sentido, destacam as seguintes variáveis/aspectos: revisão de salários e bônus, utilização de opções de ações e ameaça de demissão de executivos decorrente do seu desempenho. Eles investigaram o efeito dessas variáveis sobre o desempenho, assim como a magnitude desse efeito. Constataram que há uma relação positiva e significativa entre desempenho da empresa e remuneração total dos gestores, mas o grau do efeito é muito pequeno em relação ao que se esperava.

Hall e Liebman (1998) contestaram os achados de Jensen e Murphy (1990), afirmando que existe, sim, uma relação positiva e significativa entre desempenho e compensação de gestores. Hall e Liebman (1998) complementam que o equívoco de Jensen e Murphy (1990) foi desconsiderar as variações no valor das ações e as opções sobre ações mantidas pelos gestores, que constituem os principais elementos dos incentivos.

De acordo com Bebchuk e Weisbach (2009), embora o interesse na remuneração dos executivos exista já há algum tempo, a crise financeira de 2008 tem intensificado esse interesse. Reguladores de todo o mundo estão estudando medidas para melhorar a estrutura de remuneração. As autoridades dos EUA e de outros países estão considerando medidas para melhorar os processos de GC, visando impedir abusos na remuneração de altos executivos.

2.1.4 Proteção aos Acionistas Minoritários

O mecanismo de GC “proteção aos acionistas minoritários” está ligado aos direitos dos acionistas externos (*outsiders*). La Porta *et al.* (1998) argumentam que tais direitos são exercidos em maior ou menor grau dependendo do ambiente legal do país em que as empresas operam e em função de a regra uma ação-um voto ser respeitada ou não na organização. Os autores examinaram as regras legais sobre a proteção dos acionistas corporativos e credores, a origem dessas regras

e a qualidade do *enforcement* em 49 países. Ademais, constatam que as diferenças na proteção legal dos investidores ajudam a explicar por que as empresas apresentam estruturas de capital e de propriedade tão diferentes em cada país.

Sob o ponto de vista dos acionistas, as disposições examinadas por La Porta *et al.* (1998) envolvem poder de voto, facilidade de participação nas assembleias, acesso ao controle corporativo e proteção legal contra a expropriação de direitos pela gestão. No que tange aos interesses de credores, as normas legais envolvem o respeito às garantias de empréstimos, a possibilidade de resgatar ativos no caso de inadimplência e a incapacidade da gestão proteger os credores. Os autores revelam que o sistema legal varia muito entre os países, em parte, devido às diferenças na origem das leis (leis civis e comuns). Constatam que países onde predominam as leis comuns fornecem maior proteção aos direitos de investidores e credores. Verificam, também, que a alta concentração de propriedade nas empresas pode ser reflexo de uma fraca proteção legal nos países em que elas operam.

La Porta *et al.* (2000) retratam as diferenças nas leis e no *enforcement* dos países, comentam seus efeitos e analisam estratégias para reformar a governança. Segundo eles, distinções legais e no *enforcement* de países precisam ser compreendidas para esclarecer, por exemplo, por que as empresas conseguem captar mais recursos financeiros em alguns países e menos em outros.

Dando continuidade a seus estudos, La Porta *et al.* (2002) modelaram o efeito incentivo da propriedade do fluxo de caixa usando uma amostra de 539 grandes empresas localizadas em 27 países desenvolvidos. Dessa vez, os autores focaram os efeitos da proteção legal dos acionistas minoritários e da propriedade de fluxo de caixa sob a avaliação das empresas. Constataram, conforme esperado, maior valorização das empresas nos países com melhor proteção dos minoritários e naquelas organizações com maior fluxo de caixa de propriedade do acionista controlador.

2.1.5 Transparência das Informações Publicadas

Sob o ponto de vista de Wong (2009), a transparência (ou *disclosure*) é, provavelmente, o mecanismo

de GC mais amplamente usado pelas empresas e está entre os aspectos centrais considerados no processo de decisão de investimentos.

Lanzana *et al.* (2006) analisaram a relação entre GC e *disclosure* em 161 companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no ano de 2002. Eles avaliaram se tal relação é complementar ou substituta. No caso de ser complementar, empresas com melhores práticas de governança teriam maior nível de *disclosure*. De outro lado, se a relação fosse substituta esperava-se que as empresas com piores práticas de governança revelariam maior *disclosure*, de forma compensatória. Os resultados não apontaram uma única hipótese (complementação ou substituição) para as dimensões de governança corporativa. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade indicaram uma relação de substituição entre governança e *disclosure*, ao passo que as variáveis relativas ao conselho apontaram relação de complementação.

Outro estudo sobre *disclosure* é o de Malacrida e Yamamoto (2006), que analisaram a relação entre o nível de evidenciação dos dados contábeis e a volatilidade do retorno das ações de 42 companhias pertencentes ao Ibovespa no ano de 2002. Verificaram que maior nível médio de *disclosure* (evidenciação de informações) implica menor volatilidade média do retorno das ações para a amostra estudada. Logo, demonstraram que os investidores estariam dispostos a pagar um preço mais alto por ações de empresas mais transparentes.

De modo distinto, alguns trabalhos têm investigado a relação entre gerenciamento de resultados (*Earnings Management*) e transparência dentro da linha de estudos de governança. Como exemplos, têm-se: Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Fernandes e Ferreira (2007).

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) argumentam que os dirigentes e os acionistas majoritários de empresas negociadas em mercados com alto nível de transparência e forte proteção dos direitos dos acionistas minoritários manipulam menos as informações de lucros publicadas, fornecendo, então, informações financeiras de maior qualidade aos investidores externos. Os autores sugerem algumas variáveis *proxy* para o gerenciamento de resultados, baseadas na suavização dos lucros medida por desvios entre a receita e o fluxo de caixa (regime de competência e de caixa). Neste

estudo, utilizou-se a metodologia de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para definir as variáveis de transparência.

Em linha de investigação similar, Fernandes e Ferreira (2007) analisaram a evolução do gerenciamento de resultados e do valor da firma para uma amostra de 24.000 empresas em 43 países no período 1990-2003. Como resultados, verificaram que oportunidades de investimento, dependência de financiamento externo, dispersão de propriedade, manutenção de caixa, ambiente de forte proteção legal ao investidor e maior visibilidade e acesso aos mercados de capitais globais tendem a reduzir o gerenciamento de lucros.

2.2 Governança Corporativa e Crises

Quanto aos estudos sobre GC e crises, os trabalhos encontrados (JOHNSON *et al.*, 2000; MITTON, 2002; SROUR, 2005) buscaram compreender a relevância dos mecanismos de GC em diferentes momentos econômicos, em especial nos de crise ou crescimento. Nesse sentido, Johnson *et al.* (2000) investigaram o papel da GC no período da crise financeira no Leste Asiático. Constataram que certas medidas de GC, em especial a eficiência da proteção aos acionistas minoritários, explicaram melhor o nível de desvalorização cambial e a queda dos preços das ações do que as medidas macroeconômicas tradicionais.

Sob a mesma ótica, Lemmon e Lins (2001) investigaram o efeito da estrutura de propriedade sobre o valor de oitocentas empresas durante a crise do Leste Asiático. Concluíram que o Q de Tobin das empresas nas quais os minoritários são mais sujeitos à expropriação declinou 12% mais que o das demais empresas no período de crise. Para o retorno das ações, o resultado foi parecido: firmas em que a probabilidade de expropriação dos minoritários é mais elevada tiveram desempenho pior que as demais empresas em 9% por ano, durante o período de crise.

Srou (2005) analisou a eficácia de mecanismos de GC, utilizando uma amostra de 350 empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2001. Os dados demonstraram que empresas que se envolvem na emissão de ADRs nível 2 e/ou pertencentes ao Novo Mercado da BM&FBovespa tendem a se comprometer mais fortemente com a proteção aos acionistas minoritários. De acordo com o autor, firmas com esses atributos apresentam maiores retornos em

períodos de crise e distribuem mais lucros sobre a forma de dividendos. Um dos testes de Srouf (2005) consistiu em explorar a eficácia dos contratos privados para as firmas brasileiras em situações extremas, tais como aquelas vivenciadas durante a crise asiática, o choque da desvalorização do real (1999-2000) e a crise de 11 de setembro de 2001. Concluiu que melhores práticas de GC tendem a diminuir a volatilidade do retorno das empresas em períodos de crises.

Na mesma linha de investigação, Gonçalves (2009) procurou descobrir se a adoção de boas práticas de GC reduz o risco dos acionistas nos períodos de crises econômicas. Para alcançar esse objetivo, analisou quatro crises: crise mexicana, crise asiática, crises gerais (2000-2002), e a crise americana do *subprime*. Como resultado, percebeu que durante a crise asiática as empresas que adotaram melhores práticas de GC obtiveram retorno até 7% maior do que aquelas que não adotaram tais práticas. Porém, para as outras três crises não foram encontrados os resultados esperados.

Sob uma ótica similar, Liu, Uchida e Yang (2012) investigaram a relação entre GC e valor da empresa na China durante a crise financeira de 2008. Os autores definiram o período de crise como sendo de agosto de 2007 a dezembro de 2008 e analisaram as mudanças do Q de Tobin neste período. A seguir, investigaram o período em que houve as maiores quedas nas ações da bolsa chinesa, de outubro de 2007 a outubro de 2008. Para validar seus resultados, avaliaram o período pré-crise – agosto de 2006 a julho de 2007, período em que os índices de preços das ações chinesas aumentaram de forma contínua.

Ressalta-se que para a construção do índice de GC deste estudo foi utilizado o trabalho de Correia (2008). A autora investigou quais mecanismos de GC provenientes da teoria da agência tem maior importância no contexto brasileiro e buscou construir e validar um índice de governança para as empresas. Ela analisou 242 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa, no período de 1997 a 2006. Utilizou análise de componentes principais (ACP) para construir o índice de governança e regressão de dados em painel, para validá-lo. Como resultado, obteve relação positiva e significativa entre o Índice de Qualidade da Governança (IQG) e o Q de Tobin e relação negativa e significativa entre taxa de retorno ajustada ao risco e IQG.

De acordo com o estudo de Correia (2008), para o contexto brasileiro, o IQG é dominado pelas dimensões transparência e proteção aos acionistas minoritários, que juntas representam mais de 70% do seu valor total, sendo 39% para o primeiro e 35% para o segundo. Em terceira posição vêm os incentivos aos administradores com 17% do valor total do IQG. Conselhos de administração e estrutura de propriedade/controladores contribuem juntos com apenas 7% do índice de governança corporativa. Concluiu, portanto, que os mecanismos de GC assumem importância distinta no contexto brasileiro.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Neste tópico, serão apresentados a amostra investigada, a forma de coleta e tratamento dos dados, o método de construção do índice de qualidade da governança e, por fim, as variáveis representativas dos mecanismos de GC.

3.1 Amostra e Dados

Esta pesquisa utilizou dados secundários, coletados no Economática, nos sites da CVM e da BM&FBovespa e na demonstração das Informações Anuais (IANs) das empresas. A amostra envolveu 245 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, no período de 2000 a 2009. Consideraram-se como empresas com liquidez significativa aquelas que apresentaram índice de liquidez anual superior a 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas em quatro anos ou mais da pesquisa, incluindo o ano de 2009.

Para segmentar o horizonte temporal em ciclos econômicos, utilizou-se da literatura sobre o tema (LIU; UCHIDA; YANG, 2012; FISCHER, 2012) e dos indicadores do mercado financeiro, como o Ibovespa e o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro (BACEN, 2011). Assim, segmentou-se o período investigado da seguinte forma: (i) crises locais – 2000-2002; (ii) não crise – 2003-2007; e (iii) crise global – 2008-2009. Os valores financeiros foram deflacionados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI).



Após a coleta e a tabulação dos dados, foram adotados os seguintes procedimentos: (a) utilização da análise de componentes principais (ACP), visando agregar em um indicador um conjunto de variáveis de governança; (b) reorganização dos componentes principais de forma a verificar a contribuição das cinco dimensões de governança no índice. O item 3.2 detalha os procedimentos adotados.

3.2 Método de Construção do Índice de Governança Corporativa

A técnica Análise de Componentes Principais (ACP) converte uma matriz de dados X , com N observações de K indicadores, em um conjunto novo de K variáveis (PC) ortogonais, de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível (NAGAR; BASU, 2002). O conjunto de indicadores representativos de boas práticas de GC foi substituído por um número igual de componentes principais (PC), de forma que a variância total dos indicadores fosse representada por esses componentes. Dada a matriz X das N observações dos K indicadores:

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \cdots & X_{K1} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{N1} & \cdots & X_{KN} \end{bmatrix}$$

Cada uma das variáveis foi padronizada. Em seguida, obteve-se a matriz de correlação das variáveis e resolveu-se a equação determinística para os autovalores (λ):

$$|R - \lambda I| = 0$$

Sendo: R a matriz de correlação das variáveis, de ordem $K \times K$.

Esta equação oferece como resultado um polinômio de ordem K . Suas raízes são os K autovalores da matriz R . Passou-se a obtenção dos autovetores (α)

referentes a cada λ , por meio do cálculo da equação matricial $(R - \lambda I) \alpha = 0$, cuja condição é $\alpha' \alpha = 1$.

A partir daí, obteve-se os vetores característicos:

$$\alpha_1 = \begin{pmatrix} \alpha_{11} \\ \vdots \\ \alpha_{1k} \end{pmatrix}, \dots, \alpha_k = \begin{pmatrix} \alpha_{k1} \\ \vdots \\ \alpha_{kk} \end{pmatrix}$$

Por fim, foram obtidos os componentes principais PC:

$$PC_1 = \alpha_{11}X_1 + \alpha_{12}X_2 + \cdots + \alpha_{1K}X_K$$

$$PC_2 = \alpha_{21}X_1 + \alpha_{22}X_2 + \cdots + \alpha_{2K}X_K$$

$$PC_3 = \alpha_{31}X_1 + \alpha_{32}X_2 + \cdots + \alpha_{3K}X_K$$

⋮

$$PC_K = \alpha_{K1}X_1 + \alpha_{K2}X_2 + \cdots + \alpha_{KK}X_K$$

Passou-se ao cálculo do índice de GC:

$$igc = \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \cdots + \lambda_K PC_K}{\lambda_1 + \lambda_2 + \cdots + \lambda_K} \right]$$

$$\lambda_j = var_j$$

$$pesos = \frac{\lambda_j}{\sum_{j=1}^k \lambda_j}$$

A etapa seguinte envolveu padronizar o igc em uma escala de 0 a 1. Utilizou-se a equação:

$$igcpad = \left[\frac{igc_i - \min(igc)}{\max(igc) - \min(igc)} \right]$$

Segundo Nagar e Basu (2002), para obter a importância relativa de cada uma das variáveis que compunham o índice de GC, foi necessário substituir os PCs pela combinação linear que eles representam. A partir daí, a reorganização dos termos da equação possibilitou que se calculassem os pesos de cada variável.

Logo, trabalhou-se com os seguintes passos:

$$\begin{aligned}
 igc &= \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_K PC_K}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_K} \right] \\
 igc &= [\lambda_1(\alpha_{11}X_1 + \dots + \alpha_{1K}X_K) + \dots + \lambda_K(\alpha_{K1}X_1 + \dots + \alpha_{KK}X_K)] * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} \\
 igc &= \left\{ \lambda_1 \left[\alpha_{11} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_1} \right) + \dots + \alpha_{1K} \left(\frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_K} \right) \right] + \dots + \lambda_K \left[\alpha_{K1} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_1} \right) + \dots + \alpha_{KK} \left(\frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_K} \right) \right] \right\} * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} \\
 igc &= \left\{ \left[-\bar{X}_1 \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\sigma_1} \right) - \dots - \bar{X}_K \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\sigma_K} \right) \right] * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} + X_1 \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\sigma_1} \right) + \dots \right. \\
 &\quad \left. + X_K \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\sigma_K} \right) * \frac{1}{\sum_{j=1}^K \lambda_j} \right\}
 \end{aligned}$$

Denominando a primeira parcela desta equação (sombreada acima) de γ , tem-se:

$$igc = \gamma + \underbrace{\left[\frac{1}{\sigma_1} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right) \right]}_{PESO X_1} X_1 + \dots + \underbrace{\left[\frac{1}{\sigma_K} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right) \right]}_{PESO X_K} X_K$$

Os pesos X_1, \dots, X_K representam a ordem de relevância das variáveis na composição do índice. Eles representam a parcela de contribuição de cada variável no valor total do igc. Esses pesos foram padronizados, assumindo valores entre 0 e 1. Assim, conseguiu-se verificar a contribuição das cinco dimensões de governança no índice.

O detalhamento das variáveis de governança corporativa que compuseram os índices está apresentado no Quadro 1.

4 RESULTADOS

Serão delineados neste item a importância relativa dos mecanismos que compõem o índice de

qualidade da governança e a evolução desses mesmos mecanismos durante os períodos de crise e não-crise.

4.1 Importância Relativa dos Mecanismos que Compõem o Índice de GC

No item 3.2 foi apresentado o procedimento de construção dos índices de governança corporativa. Assim, a partir dos cálculos apresentados foi possível obter o peso de cada variável na composição do índice, isto é, sua importância relativa. Os pesos foram padronizados de modo que o valor máximo deles fosse 1 e o mínimo, 0. O cálculo do valor relativo de cada peso possibilitou apurar as variáveis e dimensões que mais contribuem para o valor total do índice de governança. A partir desses cálculos, chegou-se às informações apresentadas na Tabela 1.

VARIÁVEIS REPRESENTATIVAS DOS MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA		
Estrutura de Propriedade	DCONT	Representa o direito de controle do acionista controlador, ou seja, o percentual de ações ordinárias em seu poder.
	DSFC	Representa o direito sobre o fluxo de caixa, ou seja, o direito de propriedade do controlador (percentual de ações ordinárias e preferenciais em seu poder).
Conselho de Administração	SEP_PCEO	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando há separação das funções entre Presidente e CEO; e 0, caso contrário.
	GIC	Número de conselheiros externos dividido pelo total de conselheiros, gerando um percentual que retrata o grau de independência do conselho.
	TAM_CA	Número total de membros do Conselho de Administração.
Proteção aos acionistas minoritários	PAYOUT	Relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício. O índice de <i>payout</i> mede a porcentagem do lucro líquido distribuído aos acionistas da empresa.
	ADR	Variável <i>dummy</i> que indica se a empresa emite ADRs no mercado de ações norte-americano, no nível 2 ou no nível 3.
	DV_AP	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais; e 0, caso contrário.
	PRC	Variável <i>dummy</i> , assumindo o valor 1 quando as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da empresa; e 0, caso contrário.
Compensação de Gestores	VAR_REM	Variação do valor da remuneração anual total paga a todos os administradores.
	REM	Valor absoluto da remuneração total paga aos administradores, incluindo o valor da participação deles nos lucros.
	P_LUCRO	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros da empresa e 0, caso contrário.
	PL_OP	Variável <i>dummy</i> assumindo valor 1 quando a companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra de ações e 0, caso contrário.
Transparência	TRANSP1	Suavização dos lucros operacionais publicados, mediante a alteração de componentes contábeis. Relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações.
	TRANSP2	Suavização e correlação entre a variação em itens contábeis (<i>accounting accruals</i>) e a variação nos fluxos de caixa operacionais.
	TRANSP3	Mede a magnitude dos <i>accruals</i> (componentes contábeis).

Quadro 1: Variáveis representativas dos mecanismos de governança corporativa

Fonte: Elaborado pelos autores deste artigo

Tabela 1: Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de GC das empresas

INDICADOR	MECANISMO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VAR_REM	CG	16,2%	6,7%	8,9%	38,5%	3,1%	0,0%	0,0%	26,4%	4,9%	11,9%
REM	CG	4,8%	5,3%	4,1%	3,4%	2,0%	4,2%	5,6%	3,0%	3,3%	4,7%
P_LUCRO	CG	6,6%	5,7%	5,8%	3,4%	5,8%	4,9%	5,4%	5,7%	5,2%	5,5%
PL_OP	CG	10,2%	7,6%	8,2%	10,4%	6,0%	8,9%	7,8%	2,1%	6,7%	6,9%
TAM_CA	CA	5,1%	5,6%	4,4%	3,4%	2,1%	4,2%	5,8%	3,6%	3,5%	4,5%
GIC	CA	4,3%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	18,9%	7,8%	7,6%	13,3%	4,0%
SEP_PCEO	CA	6,7%	7,4%	5,7%	3,8%	3,1%	6,6%	6,4%	5,7%	7,3%	5,7%
DCONT	EP	4,8%	5,4%	4,3%	3,6%	2,3%	4,4%	5,8%	3,3%	3,4%	4,8%
DSFC	EP	4,9%	5,4%	4,2%	3,5%	2,1%	4,3%	5,7%	3,3%	3,5%	4,9%
PAYOUT	PM	0,0%	0,0%	17,8%	3,4%	34,9%	13,8%	8,5%	14,3%	29,1%	0,0%
ADR	PM	6,5%	6,4%	5,5%	2,7%	6,4%	5,3%	9,2%	0,0%	0,0%	16,4%
DV_AP	PM	2,9%	8,4%	0,3%	2,2%	7,4%	3,4%	6,5%	12,6%	5,3%	7,7%
PRC	PM	5,1%	6,1%	5,4%	3,9%	2,8%	6,0%	9,1%	2,8%	2,7%	9,7%
TRANSP1	TR	4,5%	11,2%	12,4%	8,5%	5,6%	4,8%	5,0%	3,4%	3,2%	3,5%
TRANSP2	TR	12,1%	7,8%	8,7%	4,6%	12,8%	5,5%	5,5%	3,0%	4,8%	4,5%
TRANSP3	TR	5,2%	5,6%	4,3%	4,8%	3,6%	4,8%	5,8%	3,1%	3,8%	5,3%

Legenda: CG: Compensação aos Gestores; CA: Conselho de Administração; EP: Estrutura de Propriedade e Controle; PM: Proteção aos Acionistas Minoritários; e TR: Transparência das Informações Publicadas.

Fonte: Resultados da pesquisa

Em seguida, utilizou-se o índice de governança médio anual para realizar uma ponderação das importâncias relativas, visando possibilitar uma análise por período de crise do estudo. Dessa forma, foram ponderadas as importâncias relativas anuais dos indicadores de governança pela média do índice de governança anual e calculou-se a média ponderada

para cada período de crise e de não crise, obtendo como resultado os dados apresentados na Tabela 2.

A partir dos dados da Tabela 2, elaborou-se a Tabela 3, que consolida os mecanismos ou dimensões de governança por período econômico investigado. Com a Tabela 3, foi possível elaborar o Gráfico 1, que representa a evolução dos mecanismos de governança de acordo com os períodos de crise e de não crise.

Tabela 2: Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança corporativa das empresas, por período de crise e de não crise

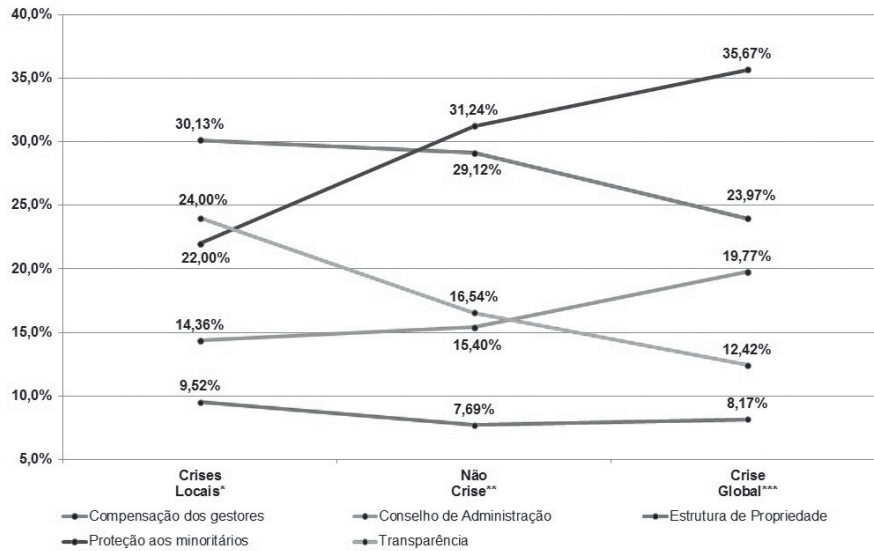
INDICADORES	MECANISMOS DE GC	CRISES LOCAIS	NÃO CRISE	CRISE GLOBAL	TODO PERÍODO
DCONT	Estrutura de propriedade e controle	4,77%	3,88%	4,03%	4,16%
DSFC	Estrutura de propriedade e controle	4,75%	3,80%	4,14%	4,13%
TAM_CA	Conselho de administração	4,94%	3,81%	3,94%	4,14%
GIC	Conselho de administração	2,91%	6,57%	9,23%	6,24%
VAR_REM	Compensação aos gestores	10,70%	13,20%	7,95%	11,27%
REM	Compensação aos gestores	4,67%	3,67%	3,91%	4,00%
PAYOUT	Proteção aos minoritários	7,01%	15,16%	16,42%	13,30%
SEP_PCEO	Conselho de administração	6,51%	5,02%	6,60%	5,80%
ADR	Proteção aos minoritários	6,09%	4,93%	7,16%	5,78%
DV_AP	Proteção aos minoritários	3,42%	6,19%	6,34%	5,49%
P_LUCRO	Compensação aos gestores	6,04%	5,04%	5,32%	5,38%
PL_OP	Compensação aos gestores	8,71%	7,21%	6,79%	7,51%
PRC	Proteção aos minoritários	5,48%	4,97%	5,76%	5,30%
TRANSP1	Transparência	9,48%	5,58%	3,32%	6,07%
TRANSP2	Transparência	9,55%	6,49%	4,65%	6,86%
TRANSP3	Transparência	4,97%	4,47%	4,45%	4,60%

Fonte: Resultados da pesquisa

Tabela 3: Importância relativa dos mecanismos de GC de acordo com os períodos de crises e de não crise

MECANISMOS DE GC	CRISES LOCAIS	NÃO CRISE	CRISE GLOBAL	TODO PERÍODO
Compensação aos gestores	30,13%	29,12%	23,97%	28,15%
Conselho de administração	14,36%	15,40%	19,77%	16,18%
Estrutura de propriedade e controle	9,52%	7,69%	8,17%	8,29%
Proteção aos acionistas minoritários	22,00%	31,24%	35,67%	29,86%
Transparência das informações publicadas	24,00%	16,54%	12,42%	17,53%

Fonte: Resultados da pesquisa



Nota: * Crises Locais: de 2000 a 2002; ** Não Crise: de 2003 a 2007; *** Crise Global: de 2008 a 2009.

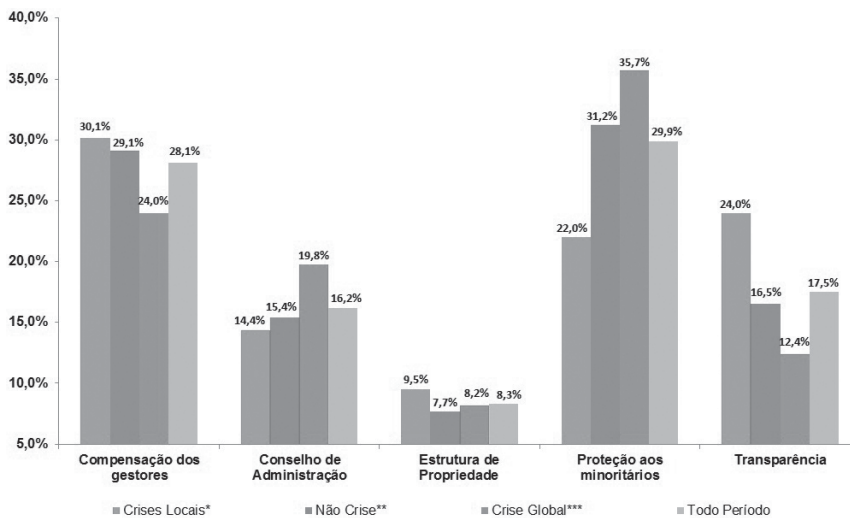
Gráfico 1: Evolução dos mecanismos de governança corporativa por períodos de crises e de não crise

Fonte: Resultados da pesquisa

A análise do Gráfico 1 permite concluir que a estrutura de propriedade e controle foi o mecanismo menos relevante em todo o período, tendo apresentado redução de sua importância nos períodos de não crise e de crise global. Considerando apenas o período de crises locais (2000-2002), o segundo mecanismo menos importante foi o conselho de administração (14,36%). A dimensão mais importante neste período foi compensação aos gestores (30,13%) e a segunda mais importante foi transparência (24%). No que se refere ao período de não crise (2003-2007), o mecanismo mais relevante foi proteção aos minoritários (31,24%), seguida de compensação aos gestores (29,12%).

A transparência perdeu relevância no período de não crise, passando para 16,54%. Analisando o período de crise global (2008-2009), o mecanismo mais importante foi proteção aos minoritários (35,67%). A segunda dimensão mais relevante foi compensação aos gestores (23,97%) e a terceira foi conselho de administração (19,77%). A transparência apresentou grande redução de importância, passando para 12,42% no período de crise global.

O Gráfico 2 foi elaborado com o objetivo de visualizar qual mecanismo foi predominante em cada período econômico em relação ao período total do estudo (2000-2009).



Nota: * Crises Locais: de 2000 a 2002; ** Não Crise: de 2003 a 2007; *** Crise Global: de 2008 a 2009.

Gráfico 2: Evolução dos mecanismos de governança corporativa por período econômico e sua relação com o período total

Fonte: Resultados da pesquisa

Observa-se no Gráfico 2 que a compensação aos gestores é mais importante nos períodos de crises locais (30,13%) e de não crise (29,12%) em relação à análise do período total (28,15%). De outro lado, no período de crise global, este mecanismo foi menos importante (23,97%). Para o conselho de administração, destacou-se o período de crise global, em que esta dimensão assumiu a maior relevância em relação ao período total (19,77%). Nos períodos de crises locais e de não crise, a relevância do conselho foi menor que quando se considera o período total. No que tange à estrutura de propriedade, o período em que ela foi mais importante foi nas crises locais (9,52%), percentual acima do período total (8,29%). Analisando a proteção aos minoritários, ela foi mais significativa no período de crise global (35,67%) e no período de não crise (31,24%). Nas crises locais, essa dimensão se mostrou menos importante do que no período total. Sobre a transparência, ela foi mais relevante durante as crises locais (24%), seguida pelo período total (17,53%). Durante a crise global, a transparência se mostrou pouco importante (12,42%).

5 CONCLUSÃO

Conforme Correia (2008), os mecanismos de governança corporativa podem assumir importâncias distintas no contexto brasileiro. De forma complementar, infere-se, a partir deste estudo, que os mecanismos de GC no Brasil podem assumir importâncias distintas em diferentes ciclos econômicos.

Estudos como os de Johnson *et al.* (2000), Srour (2005), Gonçalves (2009) e Fischer (2012) apontam que a GC pode se traduzir em um instrumento de proteção ao investidor em períodos de crises econômicas.

Dado que a governança corporativa envolve aspectos multidimensionais, este estudo se valeu da abordagem análise de componentes principais (ACP) para construir um índice de qualidade da governança agregando os principais mecanismos propostos pela teoria de agência. Em seguida, a técnica também permitiu identificar a importância relativa de cada dimensão ou mecanismo na composição do índice de governança.

Como resultados do estudo, da análise da contribuição relativa de cada uma das dimensões de

GC, constatou-se que a estrutura de propriedade e controle foi o mecanismo menos relevante em todo o período investigado (variando de 4,43% de importância relativa em 2004 para 11,56% em 2006). No período de crises locais, a dimensão de governança mais importante foi a compensação aos gestores (assumindo 37,8% de importância relativa em 2000 e 27,1% em 2002). Nos períodos de não crise e de crise global, o mecanismo de governança mais relevante foi a proteção aos acionistas minoritários (assumindo 51,4% de peso em 2004 e 33,8% em 2009). Nesses dois últimos períodos, o segundo mecanismo de destaque foi a compensação aos gestores (com pesos de 55,7% em 2003, 37,2% em 2007 e 29% em 2009). A transparência das informações publicadas se mostrou menos importante com o passar dos anos do estudo (com pesos de 25,46% em 2002, 15,15% em 2005 e 13,22% em 2009). Durante o período analisado, os mecanismos referentes ao conselho de administração cresceram em relevância, em especial entre 2004 e 2005 (5,16% para 29,66% de importância), apesar de se mostrarem menos importantes que a compensação dos gestores e a proteção aos minoritários.

Como análise complementar, nota-se que o mecanismo “proteção aos acionistas minoritários”, que assumiu a maior importância entre as dimensões de GC no intervalo de 2003 a 2009, é composto pelas variáveis *payout*, negociação de ADRs em bolsas norte-americanas, direito de voto aos preferencialistas e direito ao reembolso de capital. Sabe-se que após a crise financeira de 2008, tem-se observado no ambiente de negócios brasileiro uma preferência dos investidores por ações de empresas que têm como prática distribuir dividendos aos acionistas com maior frequência, de forma a garantir seus rendimentos mesmo em momentos adversos de retorno. Ademais, nota-se um crescente interesse na academia e no mercado brasileiro pela compreensão e prática de listagem de ADRs no mercado de ações norte-americano (*cross-listing*), fato resultante dos maiores níveis de interdependência entre os países e integração global dos sistemas financeiros internacionais (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2009). Como a proteção aos minoritários – que, por sua vez, é composta por *payout* e ADRs – foi o mecanismo de GC mais importante desta investigação no período de crise global (2008-2009), este estudo se mostrou coerente com a prática do mercado de capitais no Brasil.

O segundo mecanismo de GC mais relevante na pesquisa foi a compensação aos gestores. Isso comprova que os instrumentos de incentivo aos gestores são fundamentais para alinhar os interesses entre principal e agente e maximizar a riqueza dos acionistas. Esse assunto também tem sido constantemente debatido na mídia, envolvendo casos de empresas com altas bonificações a gestores e maus resultados financeiros, e alternativas que as organizações têm buscado para compensar os gestores por mérito e, simultaneamente, melhorar os resultados para os acionistas.

Esta investigação contribuiu com a literatura existente sobre governança corporativa, na medida em que mostrou o papel diferenciado que os mecanismos de GC podem assumir em momentos adversos de retorno. Ademais, indicou a importância relativa das dimensões de GC nos momentos de crises locais (crise energética e eleitoral no Brasil), crise global (crise do *subprime* americano) e não crise. Ou seja, foi possível verificar quais mecanismos de GC foram mais importantes durante as rupturas ocorridas na primeira década do século XXI.

No que se refere às possíveis limitações deste estudo, pode-se citar: (a) o horizonte temporal analisado: seria mais abrangente analisar o período de 2000 a 2012. No entanto, não foi possível devido às mudanças contábeis ocorridas ao final do período; (b) a seleção das variáveis *proxies* que representaram a governança: há questionamentos principalmente sobre as *proxies* de transparência propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). No entanto, não foram encontrados estudos que apresentassem variáveis *proxies* melhores para mensurar os indicadores de interesse deste estudo.

Como sugestões para futuras pesquisas, diversos caminhos podem ser traçados pelos pesquisadores, por exemplo: outras metodologias para relacionar os aspectos de interesse; e a utilização de novas variáveis como *proxy* para representar os mecanismos de GC.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **PEDD Padrão Especial de Disseminação de Dados**. 2011.

Disponível em: <http://www.bc.gov.br/pec/sdds/port/pib_p.shtm>. Acesso em: 10 dez. 2012.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The State of Corporate Governance Research. **Review of Financial Studies**, Oxford University, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1508146>>. Acesso em: 1º set. 2012.

BM&FBOVESPA. **Índice Bovespa - Ibovespa**, maio, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 17 jun. 2012.

BROTTO, J. G. Saiba quais foram as principais crises ao longo dos últimos 40 anos. **Insider News**. 2009. Disponível em: <<http://www.insidernews.com.br/tudo-sobre/saiba-quais-foram-as-principais-criises-ao-longo-dos-ultimos-40-anos>>. Acesso em: 10 maio 2012.

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 ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), Salvador, 2006. **Anais...** ENANPAD, Salvador, 2006.

CHOI, J. J.; PARK, S. W.; YOO, S. S. The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge University, v. 42, n. 4, p. 941-962, 2007.

CLAESSENS, S. *et al.* Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, Wiley Online Library, v. 57, n. 6, p. 2.741-2.771, 2002.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **Lições de casa em meio à turbulência**, São Paulo, v. 63, n. 2, p. 18-19, fev. 2009.

CORREIA, L. F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**. 2008. 274f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

FERNANDES, N. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. **EFA, Ljubljana Meetings Paper**. 2007.

Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=965636>>.

Acesso em: 5 jun. 2010.

FISCHER, M. A. **Governança corporativa analisada nos limites circunscritos da crise subprime:**

análise dos efeitos da crise na volatilidade das ações no novo mercado brasileiro e no *prime standard* alemão.

2012. 200f. Dissertação (Mestrado em Administração).

Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração, Uberlândia-MG, 2012.

GONÇALVES, R. E. **Boas práticas de governança corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?** 2009. 56 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE-FGV), Rio de Janeiro-RJ, 2009.

HALL, B. J.; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats? **Quartely Journal of Economics**, Oxford University, v. 103, n. 3, p. 653-691, 1998.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review [Working Paper]**, New York, 2003.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, American Finance Association, Wiley Online Library, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, University of Chicago, v. 98, n. 1, p. 225-264, 1990.

JOHNSON, S. *et al.* Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, University of Rochester, v. 58, n. 1, p. 141-186, 2000.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, University of Rochester, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, American Finance Association, Wiley Online Library, v. 57, n. 3, p. 1.147-1.170, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, American Finance Association, Wiley Online Library, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

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.

LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. D. M.; FAMÁ, R. Existe Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa no Brasil? In: XXX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), Salvador, 2006. **Anais... ENANPAD**, Salvador, 2006.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

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 set. 2012.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, University of Rochester, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LIPTON, M.; LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, Chicago, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

LIU, C.; UCHIDA, K.; YANG, Y. Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. **International Review of Financial Analysis** Elsevier Inc, Philadelphia, v. 21, n. 1, p. 70-80, 2012.



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 de Contabilidade & Finanças da USP – São Paulo**, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 65- 79, 2006.

MITTON, T. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. **Journal of Financial Economics**, University of Rochester, v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latente variable approach. In: ULLAH, P. *et al.* (Org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker, 2002. Cap. 29.

PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco**: estudo das mudanças em momentos de crise. 2012. 216 f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, American Finance Association, Wiley Online Library, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, FGV, Rio de Janeiro, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

VIANA, F. G. **Relacionamento planejadores energéticos e jornalistas**: a análise da crise energética de 2001. 2004. 114f. Dissertação (Mestrado em Planejamento de Sistemas Energéticos). Universidade Estadual de Campinas, Faculdade de Engenharia Mecânica, Campinas, SP, 2004.

WONG, S. C. Y. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated version). **Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum**. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1409370>>. Acesso em: 2 jun. 2012.