

---

# OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ENQUANTO FATORES REDUTORES DE RISCO NA CRISE FINANCEIRA DE 2008

---

## *THE CORPORATE GOVERNANCE LEVELS AS RISK FACTORS IN REDUCING THE FINANCIAL CRISIS OF 2008*

---

### **Robert Armando Espejo**

*Doutorando em Ciências Ambientais e  
Sustentabilidade Agropecuária pela Universidade  
Católica Dom Bosco. Mestre em Contabilidade pela  
Universidade Federal do Paraná (UFPR)  
Professor na Universidade Federal de Mato Grosso  
Do Sul (UFMS)  
Endereço: Avenida Senador Filinto Müller, nº 1555,  
Vila Ipiranga, CEP 79046-460  
Campo Grande, Mato Grosso do Sul.  
Telefone: (67) 3345-3916  
E-mail: robert.espejo@ufms.br*

*Recebido: 18/05/2015    Aprovado: 24/08/2016  
Publicado: 29/08/2016*

### **Ademir Clemente**

*Pós-doutor pela COPPE/UFRJ (2012) e pela University  
of London (1989). Doutor em Engenharia de  
Transportes pela COPPE/UFRJ (1982).  
Professor na Universidade Federal do Paraná (UFPR)  
Endereço: Avenida Senador Filinto Müller, nº 1555,  
Vila Ipiranga, CEP 79046-460  
Campo Grande, Mato Grosso do Sul.  
Telefone: (67) 3345-3916  
E-mail: ademir@ufpr.br*

## **RESUMO**

---

Em tempos de crise econômica mundial, a presente investigação tem como objetivo verificar se os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) constituíram fatores de diferenciação do risco das ações das empresas negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBOVESPA, durante a Crise Financeira de 2008. Metodologicamente, foi realizado um estudo estatístico, transversal. As cotações das ações das empresas segundo os NDGC (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e Sem Governança foram obtidas para o período imediatamente anterior à Crise Financeira (30/06 a 02/09 de 2008) e para o período da crise (03/09/2008 a 05/11 de 2008), por meio do banco de dados Economática. Contrariando as expectativas iniciais, observou-se que as ações das empresas sem governança não apresentaram queda, enquanto as pertencentes aos NDGC apresentaram. A análise por meio do mapa perceptual Box Plot e a análise do desvio-padrão mostram, também, que o risco das ações, representado pela sua volatilidade, foi maior para as empresas pertencentes aos NDGC.

**Palavras-chave:** Risco; Governança Corporativa; Crise Financeira.

## **ABSTRACT**

---

*In terms of global economic crisis, the present investigation aims to determine whether the Differentiated Levels of Corporate Governance (DLCG) constituted differentiating factors of the risk of companies traded on the Stock Exchange, Commodities and Futures Exchange - BM & FBOVESPA, during Financial Crisis of 2008. In terms of methodology, it conducted a statistical and cross-sectional study. The stock prices of*

*the companies according to DLCG (Level 1, Level 2 and Novo Mercado) and No Governance were obtained for the period immediately preceding the Financial Crisis (06/30 to 09/02-2008) and for the period of the crisis (09/03 to 11/05- 2008), through Economática database. Contrary to initial expectations, it was observed that the stocks of companies without governance showed no drop, while those belonging to DLCG presented. The analysis through the perceptual map Box Plot and the standard deviation of the analysis also show that the risk of shares, represented by its volatility, was higher for companies belonging to DLCG.*

**Keywords:** Risk. Corporate governance. Financial crisis.

## 1 INTRODUÇÃO

Em 1994, houve a implantação do Plano Real para conter a excessiva inflação que assolava a nação brasileira e, conseqüentemente, o mercado de capitais, proporcionando, no curto prazo, um rápido crescimento e a estabilização da economia. Em conjunto com a abertura da economia para concorrer com o mercado interno, seja no fornecimento de produtos ou no investimento de recursos financeiros, observa-se o aumento significativo no volume de negociações, motivadas pelas mudanças econômicas, fazendo com que investidores, externos e internos, passassem a ver o mercado de forma bem mais atrativa.

O capital investido na compra e manutenção de ações, visando a busca por maior rentabilidade é acompanhada por riscos superiores aos dos investimentos de renda fixa e ativos não financeiros. Há um *trade-off* entre risco e retorno: em geral, a obtenção de maiores retornos implica a aceitação de níveis mais elevados de risco.

Diante da perspectiva do capital, que está em constante movimento no mercado, destacam-se as crises econômicas e financeiras que impactam no risco aceito pelos investidores, e a Crise Financeira de 2008 que ocasionou um ponto relevante no comportamento dos mercados de ações, inclusive o brasileiro.

O mercado em geral envolve riscos que são acentuados em períodos de crises, provocando um excesso de preocupação por parte dos investidores e causando uma variabilidade de recursos até o seu desinvestimento para proteger o capital investido.

Devido à abertura de mercados, a Crise Financeira de 2008, com origem nos Estados Unidos, atingiu rapidamente os mercados de todo o mundo, e investidores evadiram-se de países que ofereciam menor capacidade de proteção a seus capitais. Mazzucchelli (2008, p.58), em análise comparativa entre a Grande Depressão de 1929 e a Crise Financeira de 2008, afirmou em estudo realizado no período de crise que:

Seguramente, o peso da riqueza financeira em relação ao produto, a sofisticação (e opacidade) das operações financeiras e a interligação entre os vários segmentos dos mercados em escala global são hoje infinitamente maiores do que no final da década de 1920 (...) A conclusão que daí poderia advir é que o curso dos acontecimentos será, em conseqüência, mais dramático e doloroso do que em 1929-1933.

Os investidores procuram proteger seus investimentos contra riscos de mercado, e as empresas, no sentido de atrair investimentos, buscam demonstrar atitudes de precaução contra a volatilidade do mercado, tais como a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Em condições normais, níveis mais elevados de governança corporativa estariam associados com menores riscos. Mas, essa associação prevalece em períodos de crise? As ações de empresas de níveis mais elevados de governança apresentam menores quedas de preços e menores oscilações?

Sendo assim, a questão que motivou este artigo pode ser expressa da seguinte forma: Os NDGC constituíram fatores de diferenciação de risco das ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA durante a Crise Financeira de 2008?

O objetivo geral é investigar se os NDGC são fatores de diferenciação do risco das ações das empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BMF&BOVESPA. Busca-se, portanto, avaliar a eficácia dos NDGC como fatores redutores de risco, comparando a evolução das ações de empresas que aderiram aos NDGC com as que não aderiram.

Cabe ressaltar, também, a importância de mecanismos de governança corporativa para as sociedades empresariais e, conseqüentemente, para seus atores do mercado de capitais. Empresas de grande porte, de maior dificuldade operacional e estrutural, precisam de instrumentos que demonstrem maior transparência em seus procedimentos de tomada de decisão, e que estes se revelem em percepção de proteção para os aplicadores de recursos nestas companhias.

Segundo Silveira, Barros e Famá (2003, p. 59):

O senso comum sugere que empresas com uma estrutura de governança mais adequada às práticas recomendadas pelos “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa” devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada, *ceteris paribus*.

Portanto, é relevante verificar se os NDGC são fatores que reduzem o risco destas organizações em momentos de crise, ou seja, se nessas situações os investidores percebem maior segurança em seus investimentos.

Este artigo contém cinco seções. Na seção seguinte, são estabelecidos os fundamentos teórico-empíricos que sustentam a investigação, baseando-se em aspectos sobre o mercado de ações brasileiro e suas peculiaridades, os mecanismos de governança corporativa e a origem e impactos da Crise Financeira de 2008 no mercado de ações brasileiro. Em seguida, são evidenciados os procedimentos metodológicos e no quarto tópico estão identificados os resultados da pesquisa, por meio da análise do comportamento do mercado de ações brasileiro diante da Crise, comparando-o com o desempenho das empresas pertencentes aos NDGC. A quinta seção apresenta a conclusão.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

O referencial teórico desta pesquisa foi realizado contemplando estudos teóricos e investigações empíricas sobre os temas analisados. Primeiramente, abordou-se o volume de negociação no mercado brasileiro, em seguida a governança corporativa e a Crise Financeira de 2008, seus aspectos motivadores e seu impacto no mercado de ações brasileiro.

### 2.1 Mercado de capital brasileiro

O mercado de capitais brasileiro vem apresentando rápida evolução em termos de volume de negociações, fato que suscita as atenções dos pesquisadores no sentido de compreender a sua dinâmica. A Tabela 1 revela que nos últimos vinte anos, houve um crescimento no volume de títulos negociados da ordem de 9.000%, observando-se um acentuado crescimento de 2005 em diante.

Tabela 1 - Volumes totais negociados na BOVESPA (US\$ 1.000) (continua)

Período	Mercado a Vista	Outros	Total	Índice de Crescimento
1991	7.140.921	1.391.107	8.532.029	1,00
1992	15.630.068	2.659.752	18.289.821	2,14
1993	27.872.657	10.681.374	38.554.031	4,52
1994	60.115.106	28.090.645	88.205.751	10,34

Tabela 1 - Volumes totais negociados na BOVESPA (US\$ 1.000) (conclusão)

Período	Mercado a Vista	Outros	Total	Índice de Crescimento
1995	51.266.593	18.180.367	69.446.960	8,14
1996	81.266.963	16.494.599	97.761.562	11,46
1997	157.713.392	33.378.279	191.091.671	22,40
1998	114.278.381	25.692.162	139.970.543	16,41
1999	70.635.035	14.864.716	85.499.751	10,02
2000	85.555.825	16.173.947	101.729.772	11,92
2001	54.196.147	11.064.980	65.261.127	7,65
2002	41.296.864	7.979.285	49.276.152	5,78
2003	54.945.370	13.026.487	67.971.857	7,97
2004	86.556.842	17.953.994	104.510.840	12,25
2005	138.941.907	27.045.375	165.987.282	19,45
2006	233.379.345	42.241.186	275.620.525	32,30
2007	531.644.330	94.280.572	625.924.900	73,36
2008	696.538.954	80.171.277	776.710.232	91,03
2009	597.850.568	75.003.286	672.853.854	78,86
2010	668.688.599	91.639.498	760.328.097	89,11

Fonte: BM&FBOVESPA (2010).

Devido à interligação dos mercados, a Crise Financeira de 2008 foi sem precedentes, daí a importância do estudo de suas causas e consequências. Com origem no mercado imobiliário dos Estados Unidos, a crise afetou pelo “efeito dominó” as demais economias, ocasionando perdas econômico-financeiras na maioria das regiões. Devido ao fato de haver escassez de dados que evidenciam impactos de crises nos mercados que mantêm algum tipo de negociação com outros mercados, busca-se com este trabalho explicações sobre o movimento ocorrido nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, incorporando seus resultados à gama de pesquisas sobre o tema, ainda escassas.

## 2.2 Governança corporativa

O termo “governança corporativa” pode assumir diversas interpretações, sendo importante o esclarecimento do seu significado, com base em alguns autores. A governança corporativa se relaciona com os diversos *stakeholders* da empresa, podendo ser vista como um campo da administração. “Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos”. (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737).

Rabelo e Silveira (1999, p.4) comentam que “Governança Corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle das corporações”. Estes autores afirmam que o controle e a fiscalização fazem parte do sistema de governança corporativa, que assegura melhor o retorno financeiro.

A abertura da economia proporcionou uma evolução do mercado de ações, atraindo um número maior de investidores, e o aumento no porte das organizações, transformaram empresas familiares em corporações que precisam de gestão profissional. A governança corporativa passa a ser um importante meio para diluir as responsabilidades e através da inclusão de outros membros nos conselhos juntamente com os administradores para afinar o elo de ligação entre os detentores de propriedade, Lodi (2000, p. 24) afirma que:

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa, e a efetiva propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança assegura aos sócios: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

Quando há um número maior de participantes do capital investido em uma organização, torna-se necessário uma nova configuração da estrutura de propriedade para atender as demandas dos investidores que agora utilizam a governança corporativa como mecanismo de equilíbrio e redutor de possíveis conflitos de interesses advindos do distanciamento entre gestão e o capital. Seus princípios recomendam a tomada de decisão corporativa, nivelando os diversos interesses envolvidos entre os atores organizacionais (CARVALHO, 2002, p. 19).

Efetuando a interpretação do conceito de governança corporativa com a utilização de sua aplicação nas entidades, Denis e McConnel (2003, p.1 apud SAMASI, 2007, p. 63) comentam que se trata de:

[...] um conjunto de mecanismos, seja institucional ou baseado no mercado, que induz os controladores interessados da empresa (aqueles que decidem a respeito de como a empresa operará) a tomarem decisões para maximizar o valor da companhia para seus proprietários (fornecedores de capital).

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004, p.06), trata-se do “sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal”. As organizações são formadas para gerar valor para seus acionistas, proporcionando um aumento considerável do capital investido que precisa ser constantemente acompanhado pelos diversos membros, afim de alcançar o melhor resultado para todos os envolvidos, buscando atrair novos investidores e a continuidade da entidade.

Conforme Silveira (2004, p. 13), a governança corporativa sofre influências internas e externas à organização, e “A minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas”.

Apesar de cada empresa ser única, trata-se de um organismo vivo que interage com mecanismos internos e externos que se não alinhados pela boa governança corporativa implantada por uma companhia reduz a assimetria informacional que provoca o conflito entre os membros. Conforme expresso por Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007), adotando os princípios da governança corporativa é provável que diversos usuários se beneficiem pelas vantagens para os acionistas minoritários ou não controladores, que tem pouco poder de voto, mas que podem ter condição de avaliar e reduzir prejuízos caso a empresa seja vendida.

Segundo Sirqueira (2007, p. 27), a governança corporativa objetiva “garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários...”. Em geral, a direção de uma empresa é obtida com maioria das ações, ou seja, 50% mais 1% dá o direito de controle, porém, havendo representação por parte dos demais acionistas por meio de uma governança corporativa é sinônimo de maior transparência e proteção aos acionistas minoritários.

Fora do Brasil diversas pesquisas têm sido motivadas pela temática governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; DENIS, 2001). A pesquisa de Denis (2001) foi realizada de 1975 a 2000 focando nos temas relacionados a governança e o problema de agência envolvendo proprietários e controladores das empresas modernas. O autor destaca que houve uma grande quantidade de pesquisas sobre esta temática, e que “uma coisa comum na maioria dos artigos escritos em governança corporativa é o fato que eles apontam que a primeira idéia a respeito desta temática reside por volta de 1776” (DENIS, 2001, p. 192, tradução nossa). Esta data foi marcada devido à publicação de Adam Smith, a Riqueza das Nações, no qual cita que não se espera que o gestor cuide dos negócios que pertencem a outra pessoa com a mesma vigilância.

Denis (2001, p. 193, tradução nossa) afirma que as regras potenciais geradores de conflito nas entidades relacionadas ao problema de agência são: “1. Desejo dos gerentes de se manter no poder; 2. Aversão ao risco dos gerentes; 3. Fluxo de caixa livre”. Um dos motivos pode estar relacionado ao ganho por resultados, independente do valor da venda, pois muitas vezes está atrelado a comissões sem um vínculo com o risco da operação ou com o financeiro da empresa, ou seja, poderia se vender determinado produto por prazo sempre maior que não iria afetar a comissão do gerente. Uma provável resolução no caso dos gerentes seria divulgar e elaborar um contrato relatando os interesses dos proprietários, visando deixar o mais claro possível as regras para que tenham participação no desempenho da empresa, mediante um monitoramento das ações em prol de um objetivo que atendam os interesses de todos, provendo incentivos em caso de metas atingidas pelos gerentes.

Os mecanismos de governança corporativa contemplam, basicamente, aspectos legais e regulatórios, mecanismos de controle interno, mecanismos de controle externo e a busca de produtos competitivos no mercado. Este último aspecto, segundo Jensen (1993 apud DENIS, 2001) refere-se ao fato de que se o produto é visto pelo mercado como competitivo, com estrutura de custos que permite o estabelecimento de preços competitivos, é um sinal de que a estrutura de governança corporativa está funcionando, ou seja, que os gestores estão agindo em conformidade com os interesses dos detentores do capital.

Algumas pesquisas no Brasil abordam a temática (TERRA; LIMA, 2006; GONDRIGE, 2010), relacionando as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias com o valor das ações. Terra e Lima (2006, p. 35), por exemplo, procuraram identificar empresas sem ou com boas práticas de governança corporativa e se influenciava a divulgação das informações constantes das demonstrações financeiras anuais e trimestrais. Seus resultados revelam que:

os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas. Foi possível perceber retornos anormais significativos apenas em duas subamostras (empresas pontuais na divulgação das suas demonstrações financeiras e empresas privadas) em relação aos seus pares (empresas que atrasaram a divulgação das suas demonstrações financeiras e empresas estatais).

Gondrige (2010) identificou alguns fatores explicativos do nível de evidenciação não obrigatória das empresas brasileiras de capital aberto que negociam suas ações na BM&FBOVESPA. O autor evidenciou seis variáveis também corroboradas pela teoria: porte da empresa, número de membros do conselho, internacionalização, alavancagem financeira, reputação da empresa de auditoria e comitê de auditoria. No entanto, este autor afirma que no Brasil, o mercado de capitais ainda é recente à sua evolução, pesquisas que estabeleçam relacionamento entre nível de governança corporativa e valor das ações ainda são escassas.

Silveira (2002, p.6) citando Carlsson (2001) comenta que “se o século XIX foi a era dos empreendedores e o século XX foi a era do gerenciamento, o século XXI será a era da governança corporativa, definida por ele como a forma pela qual o poder será exercido em todas as corporações do mundo”, como se fosse parte de um processo de amadurecimento tanto dos empreendedores que passam por experiências positivas ou negativas em ambientes de pouca ou muita concorrência, fazendo, se necessário, o aperfeiçoamento da forma como são gerenciadas, até perceber outro ponto importante que é compreender e melhorar a governança corporativa para atender ao crescimento das organizações, demandando maior complexidade em suas operações.

Vieira e Mendes (2006, p.59-60) realizaram uma pesquisa visando analisar os impactos que a governança corporativa tem no valor das empresas brasileiras, no período de 2001 a 2004. As boas práticas de governança corporativa são classificadas em diferentes níveis para facilitar a categorização das companhias e gradativamente são distintas quanto ao nível de informação fornecida aos usuários

internos ou externos a organização. Seus resultados sugerem associação entre o valor das ações e a adoção de normas de conduta diferenciadas, conforme segue:

[...] no Novo Mercado a relação preço/lucro líquido foi 57,42, no Nível 2 foi 36,41 e no Nível 1 foi de 20,02, o que (...) corrobora a idéia de que o preço superior das ações em relação ao lucro líquido decorre do fato de existir um prêmio implícito nas empresas oriundo das práticas de governança. Observa-se, ainda, que esse prêmio se encontra positivamente correlacionado com o grau de governança.

A investigação realizada acima demonstra que dependendo em qual nível a organização esteja nos níveis de governança corporativa, o maior rigor de governança proporciona uma diferenciação maior entre o lucro e o valor das ações.

### 2.3 Crise Financeira de 2008

Devido à interligação das economias em função do avanço tecnológico, comunicações facilitadas e ausência de barreiras alfandegárias, a exposição de um país a um fenômeno de desaceleração econômico-financeira de outro país aumentou potencialmente. Os capitais tornaram-se mais voláteis e com a interligação de sistemas financeiros internacionais a fuga de investidores é presenciada com frequência em cenários de crise (PINHEIRO, 2008).

As crises são reveladas quando o sistema financeiro de uma nação sofre de ausência de liquidez. Conforme explicita Pinheiro (2008, p.99), “uma crise financeira é uma forte e rápida perda de riqueza e substância social, política e institucional em uma economia, manifestada pelo colapso dos preços dos ativos, recessão e desemprego, gerando ameaça à estabilidade da moeda e do sistema bancário”.

No segundo semestre de 2008, mais precisamente entre agosto e outubro, o mercado brasileiro sofreu os efeitos da crise financeira norte-americana de hipotecas *subprime*, cuja bolha imobiliária especulativa abalou as finanças internacionais como um todo (PRATES; FARHI, 2009).

O ano de 2008 demonstrou resultados de desaceleração da economia em função do fenômeno. Mazzucchelli (2008, p.58) destaca que “De acordo com a Federação Mundial das Bolsas de Valores, a desvalorização da riqueza acionária global somou US\$ 29,5 trilhões entre outubro de 2007 e outubro de 2008”.

As causas da crise de 2008 podem ser, de alguma forma, comparáveis à crise de 1929. De acordo com Mazzucchelli (2008, p.61),

No final da década de 1920 e início da de 1930, era ainda limitado o grau de regulação e controle exercido pelas autoridades monetárias sobre o conjunto dos sistemas financeiros. Nos Estados Unidos — o epicentro do terremoto de 1929-1933 — era destacada a proliferação de bancos de pequeno e médio porte, muitos deles fora da área de supervisão do Federal Reserve. Ao mesmo tempo, a inexistência de um “muro de contenção” entre os bancos comerciais e os bancos de investimento permitiu que os primeiros se envolvessem em operações de alto risco, comprometendo de modo temerário os recursos dos depositantes (fenômeno que voltaria a se repetir em 2007-2008)

Entre 2003 e primeiro semestre de 2008, a economia global caracterizou-se por intensa expansão, inflação baixa e elevado crescimento. Os países denominados de BRIC- Brasil, Rússia, Índia e China eram responsáveis por grande parte da renda mundial e principalmente a China era vista como o grande mercado produtor e os Estados Unidos, o potencial mercado consumidor (PRATES; CUNHA, 2009).

Com a redução das taxas básicas de juros, houve um incentivo à expansão imobiliária, culminando em uma bolha especulativa (PRATES; CUNHA, 2009). Com impostos de empresas e pessoas físicas de maior renda sendo reduzidos, provocou-se um aumento de consumo dos indivíduos,

expandindo os gastos dos Estados Unidos, com o incremento de seu endividamento público e privado. Ao contrário do que se podia imaginar, a crise não teve sua origem nos países em desenvolvimento, mas sim nos Estados Unidos, que contagiou os países desenvolvidos.

Prates e Fahri (2009) separaram em duas fases distintas da crise financeira. A primeira fase corresponde a comparação das moedas praticadas no mercado com a desvalorização do dólar envolvendo o período de julho de 2007 a junho de 2008, e o crescente aumento de preços das commodities no mercado internacional. A segunda fase refere-se a um estágio de consequência a primeira, demonstrando um momento de recessão mundial, ou seja, um efeito em cascata que foi gradativamente afetando outros mercados e que se iniciou após o período de agosto de 2008. As autoras afirmam:

A partir de agosto, no entanto, o acirramento da crise financeira, que assumiu dimensões sistêmicas após a falência do Lehman Brothers, provocou forte aumento da aversão aos riscos. Nesse contexto, os ativos e a moeda brasileira tornaram-se importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade dos investidores. De agosto a fim de outubro de 2008, a desvalorização dos ativos e da taxa de câmbio do real foi tão rápida e intensa que se tornou comparável à sofrida pelas outras economias emergentes em dezesseis meses, ou seja, desde o início da crise (PRATES; FAHRI, 2009, p.1-2).

Bezemer (2010, p. 686) realizou uma pesquisa explicitando visões diferentes e opostas, manifestadas por modelos contábeis e análises macroeconômicas. Nessa época a contabilidade internacional estava passando por algumas mudanças contábeis, mas que ainda não era praticada por todas as nações de forma totalmente padronizada, vislumbrava-se estruturas praticadas nos bancos centrais e na economia norte-americana. O autor destaca a necessidade de futuras investigações de determinados pontos dentro da economia que podem proporcionar uma aproximação da contabilidade para maximizar o potencial preditivo das informações, em que “o campo da macroeconomia e o acesso e previsão da estabilidade macrofinanceira, parece ser o escopo de uma contabilidade da economia”.

### 3 METODOLOGIA

Nesta seção são apresentados a tipificação da pesquisa, os procedimentos metodológicos e a forma de tratamento de dados.

#### 3.1 Tipificação da pesquisa

Foi realizado um estudo estatístico, transversal, tendo como referência o mês de setembro de 2008, quando se observou a transferência dos efeitos da Crise dos Estados Unidos para o Brasil (BOSCHI, 2010).

#### 3.2 Construtos e Definições Operacionais

Os construtos da presente investigação podem ser definidos conforme a seguir:

- Crise Financeira de 2008 – momento em que a Crise do *Subprime* dos Estados Unidos afeta o Brasil, em Setembro de 2008;
- Nível de Governança Corporativa – adoção de mecanismos de governança corporativa evidenciados pela pertença aos NDGC no Brasil (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado);
- Risco das Ações – volatilidade (variabilidade do preço) das ações das companhias brasileiras no período de análise.

### 3.3 Procedimentos

Inicialmente, foram investigadas as empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2008. Destas empresas, pesquisaram-se quais eram listadas nos NDGC (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), separando-as em 4 grupos:

- Empresas Sem Nível de governança corporativa.
- Empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa;
- Empresas listadas no Nível 2 de governança corporativa;
- Empresas listadas no Novo Mercado de governança corporativa;

Os valores e os códigos são mostrados no Quadro 1.

Quadro 1 - Construtos e variáveis investigadas

Constructo	Variável	Valor Assumido	Código
Governança Corporativa	NDGC	Sem Governança	0
		Com N1	1
		Com N2	2
		Com NM	3
Risco das Ações	Variação do Preço das Ações	Valor de fechamento do pregão	

Fonte: O autor (2011).

Logo após, foi realizada coleta de dados no banco de dados Economatica, referentes aos preços das ações (preferenciais e ordinárias) destas empresas para o período de 30/06/2008 a 05/11/2008. Este é subdividido em 2 subperíodos: de 30/06/2008 a 02/09/2008 - antes da crise (A), e de 03/09/2008 a 05/11/2008 - durante a crise (D).

### 3.4 População e amostra

Constatou-se, no segundo semestre de 2008, a existência de 397 empresas listadas na BM&FBOVESPA, às quais correspondiam 661 ações, preferenciais ou ordinárias. Buscou-se selecionar as ações que participaram de, no mínimo, 30 dos 46 pregões do período antes da crise e de, no mínimo, 30 dos 46 pregões do período durante a crise.

Tabela 2 - Número de ações separadas por nível de governança corporativa

	Novo Mercado	Nível 1	Nível 2	Sem Nível de Governança Corporativa	TOTAL
Número de ações	83	50	25	82	240

Fonte: O autor (2011).

Um total de 240 ações apresentou conformidade com o critério de seleção. Essas ações foram classificadas de acordo com os NDGC, como mostra a Tabela 2. Destaca-se do total que 34,16% se refere as empresas que não apresentam níveis de governança corporativa, enquanto que 65,84% apresentaram algum nível de governança corporativa.

### 3.5 Tratamento dos Dados

Inicialmente, foi desenvolvida análise gráfica do comportamento dos preços das ações nos períodos antes e depois da crise por meio de gráficos do tipo *Box Plot*. Esses gráficos permitem visualizar deslocamentos do preço mediano e flutuações na dispersão dos preços.

A medida tradicional de risco, entretanto, é o Desvio-Padrão. Do ponto de vista estatístico, trata-se de uma medida de dispersão de valores em torno do valor médio. Medidas de dispersão, segundo

Martins (2002, p.52) “são medidas estatísticas utilizadas para avaliar o grau de variabilidade, ou dispersão, dos valores em torno da média. Servem para medir a representatividade da média”.

Quadro 2 – Cotação média ponderada das ações com ISE e sem ISE (continua)

ANTES DA CRISE - COTAÇÃO					DURANTE A CRISE - COTAÇÃO				
nº	Data	Sem ISE	Com ISE	Total	nº	Data	Sem ISE	Com ISE	Total
1	30/06/08	3,3753	27,7973	6,0419	48	03/09/08	1,83229	23,82525	2,96764
2	01/07/08	2,0216	27,8157	3,3158	49	04/09/08	3,17839	22,68324	4,84675
3	02/07/08	1,5870	27,7529	2,7031	50	05/09/08	2,10641	23,43875	3,69813
4	03/07/08	1,3003	26,2535	2,3199	51	08/09/08	3,11869	22,90601	5,34854
5	04/07/08	1,0183	26,0184	2,0071	52	09/09/08	2,43833	22,11363	4,14656
6	07/07/08	1,9199	26,6355	3,3668	53	10/09/08	2,96104	22,87889	5,45382
7	08/07/08	1,3404	27,5344	2,5509	54	11/09/08	1,74030	24,08753	3,38399
9	10/07/08	1,9536	27,4051	3,4487	55	12/09/08	0,05727	23,79233	0,10879
10	11/07/08	4,3337	28,1897	7,2708	56	15/09/08	1,34109	21,90783	2,63380
11	14/07/08	3,9255	26,3259	6,1301	57	16/09/08	1,71265	21,35726	3,02555
12	15/07/08	5,2244	27,0247	8,0393	58	17/09/08	2,74813	20,69856	4,54605
13	16/07/08	2,7017	26,7131	4,2754	59	18/09/08	5,94722	21,20468	8,88883
14	17/07/08	4,4474	26,8116	6,5250	60	19/09/08	1,18976	23,68468	2,11598
15	18/07/08	4,5001	24,9899	6,6611	61	22/09/08	3,16886	24,84731	5,67652
16	21/07/08	1,5504	26,5049	2,6589	62	23/09/08	3,01286	23,61865	5,19825
17	22/07/08	1,8537	25,8534	3,0974	63	24/09/08	2,85173	23,46610	4,98573
18	23/07/08	1,6635	26,5522	3,0083	64	25/09/08	3,83736	23,14200	6,33307
19	24/07/08	2,6127	24,2572	3,9732	65	26/09/08	2,97453	23,51533	4,78422
20	25/07/08	2,6822	24,2259	4,3435	66	29/09/08	0,89860	23,48758	1,64599
21	28/07/08	2,5703	25,3584	4,3091	67	30/09/08	3,03830	22,59965	5,22386
22	29/07/08	3,8983	25,7654	6,3040	68	01/10/08	2,79044	23,74206	4,86854
23	30/07/08	3,2639	26,7886	5,4574	69	02/10/08	1,79914	22,37280	3,03738
24	31/07/08	1,7162	25,9858	2,8673	70	03/10/08	1,70574	20,83712	3,06025
25	01/08/08	7,8004	24,7439	10,8596	71	06/10/08	0,98118	20,92241	1,72249
26	04/08/08	1,2887	24,5182	2,2114	72	07/10/08	1,38724	19,92424	2,53714
27	05/08/08	0,8195	24,7319	1,4340	73	08/10/08	2,00936	19,19249	3,80994
28	06/08/08	2,1949	25,0500	3,5964	74	09/10/08	1,97820	17,45870	3,66350
29	07/08/08	2,8254	25,8157	4,7923	75	10/10/08	0,79571	16,41695	1,57339
30	08/08/08	3,0499	24,0614	4,9002	76	13/10/08	1,05835	19,69256	1,96773
31	11/08/08	1,8835	23,5459	3,0642	77	14/10/08	0,93226	19,56448	1,73481
32	12/08/08	2,2689	23,7616	3,8327	78	15/10/08	1,76718	18,91230	3,23066
33	13/08/08	2,5661	23,2176	4,4804	79	16/10/08	1,26562	17,61060	2,45051
34	14/08/08	2,0190	23,7208	3,2959	80	17/10/08	2,51840	16,83368	4,35893
35	15/08/08	1,8034	23,0307	2,9337	81	20/10/08	1,57451	18,42411	2,97231
36	18/08/08	2,4736	23,2896	4,3501	82	21/10/08	2,68804	17,86973	4,96106
37	19/08/08	1,9953	24,2547	3,4184	83	22/10/08	0,91777	16,61100	1,80043
38	20/08/08	1,7399	24,9363	2,9751	84	23/10/08	2,62961	15,56079	4,49444
39	21/08/08	2,5490	24,2160	4,3272	85	24/10/08	1,84815	15,24265	3,25219
40	22/08/08	2,5239	24,3465	4,4286	86	27/10/08	1,03507	12,34470	1,92471
41	25/08/08	2,0300	24,4211	3,6981	87	28/10/08	3,33303	14,90229	5,47853
42	26/08/08	0,3211	23,8450	0,6292	88	29/10/08	3,80789	15,98772	6,46769

Quadro 2 – Cotação média ponderada das ações com ISE e sem ISE (conclusão)

ANTES DA CRISE - COTAÇÃO					DURANTE A CRISE - COTAÇÃO				
nº	Data	Sem ISE	Com ISE	Total	nº	Data	Sem ISE	Com ISE	Total
43	27/08/08	0,4235	24,6773	0,7812	89	30/10/08	4,13314	16,84969	6,66823
44	28/08/08	0,4572	23,1393	0,8104	90	31/10/08	4,07904	17,02015	6,26059
45	29/08/08	1,4403	23,2144	2,3859	91	03/11/08	0,92419	15,69410	1,53356
46	01/09/08	0,7634	22,9678	1,2760	92	04/11/08	0,23988	16,87207	0,50718
47	02/09/08	1,4955	24,1647	2,6615	93	05/11/08	0,57054	16,22866	1,07992

Fonte: O autor (2011).

Para realizar o tratamento dos dados, foi feita a ponderação das cotações em relação ao volume de cada ação e recalculada a nova média da cotação das ações, sendo apresentada conforme o Quadro 2.

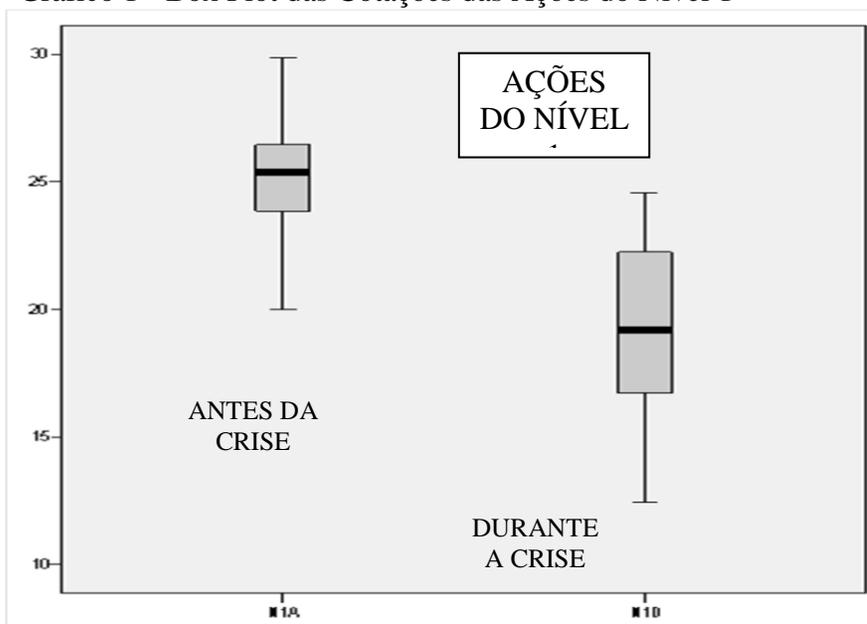
#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção compreende análise gráfica por meio de Box Plot e análise do desvio-padrão.

##### 4.1 Análise Gráfica

O Gráfico 1 apresenta o comportamento das ações do Nível 1 imediatamente antes da Crise Financeira de 2008 (A) e durante a crise (D).

Gráfico 1 - Box Plot das Cotações das Ações do Nível 1

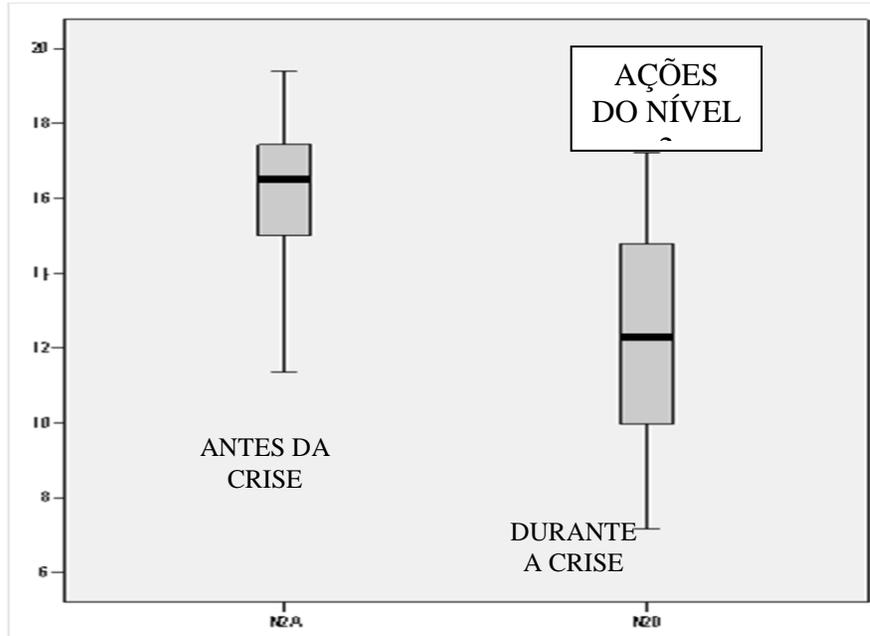


Fonte: O autor (2011).

Observa-se pelo Gráfico 1 que os preços das ações das empresas do Nível 1 apresentam queda e aumento de dispersão.

O Gráfico 2 se refere às empresas do Nível 2 de governança corporativa e mostra padrão muito semelhante ao anterior: as cotações caem e sua variabilidade aumenta durante a crise.

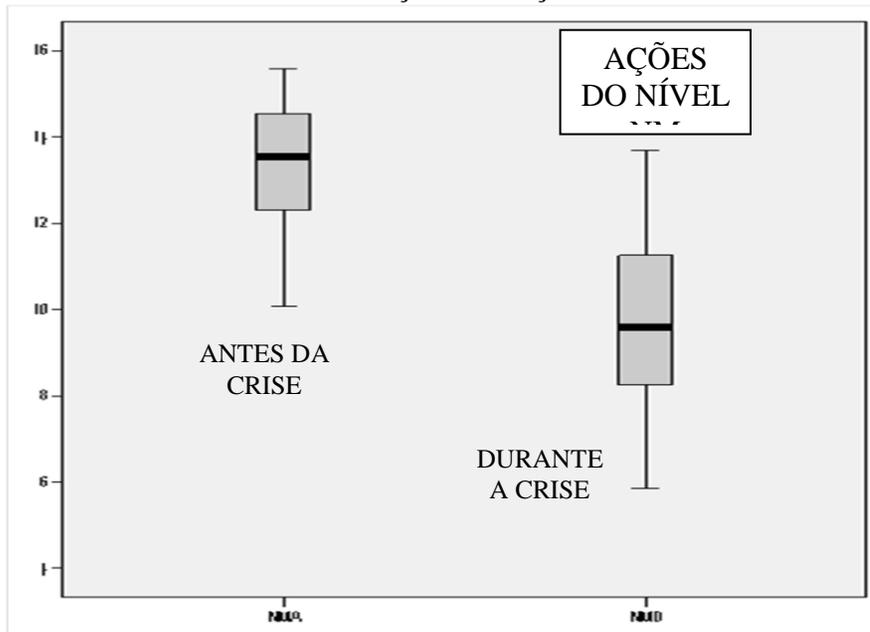
Gráfico 2 - Box Plot das Cotações das Ações do Nível 2



Fonte: O autor (2011).

O comportamento das ações do Novo Mercado é mostrado no Gráfico 3. Observa-se novamente queda nas cotações e aumento da sua dispersão.

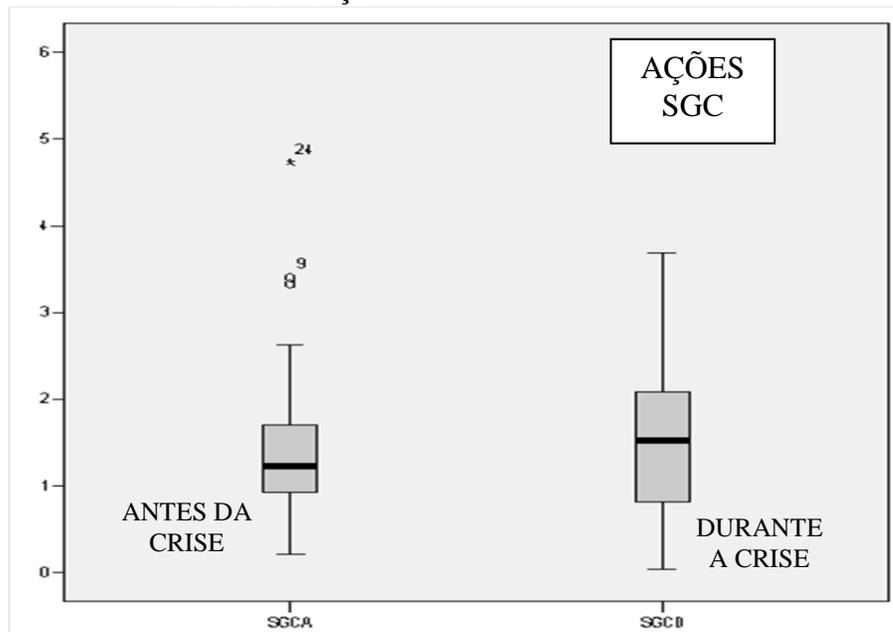
Gráfico 3 - Box Plot das Cotações das Ações do Nível Novo Mercado



Fonte: O autor (2011).

Surpreendentemente, as empresas do segmento tradicional, que não aderiram aos NDGC, apresentaram pequeno aumento no valor das ações, com certo aumento de variabilidade (Gráfico 4).

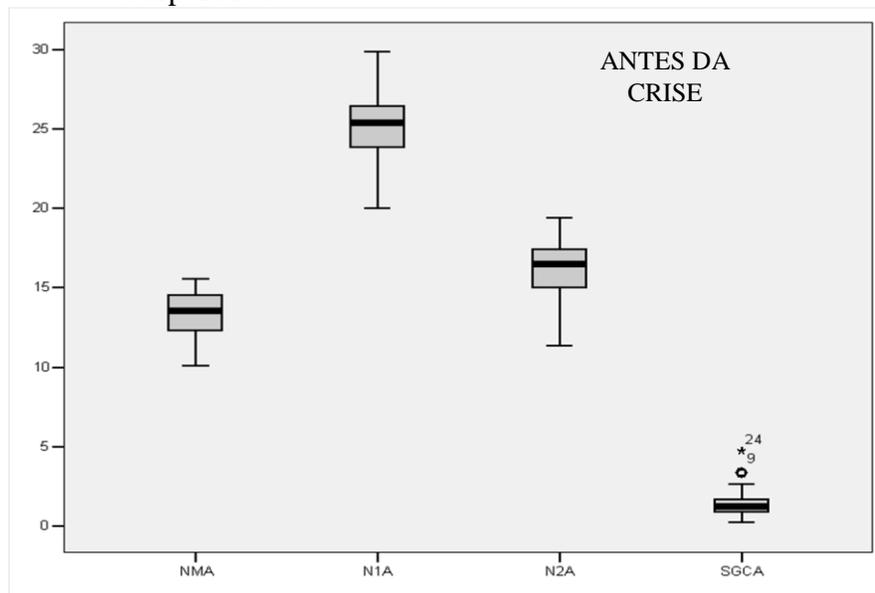
Gráfico 4 - Box Plot das Cotações das Ações das Empresas Sem Nível de Governança



Fonte: O autor (2011).

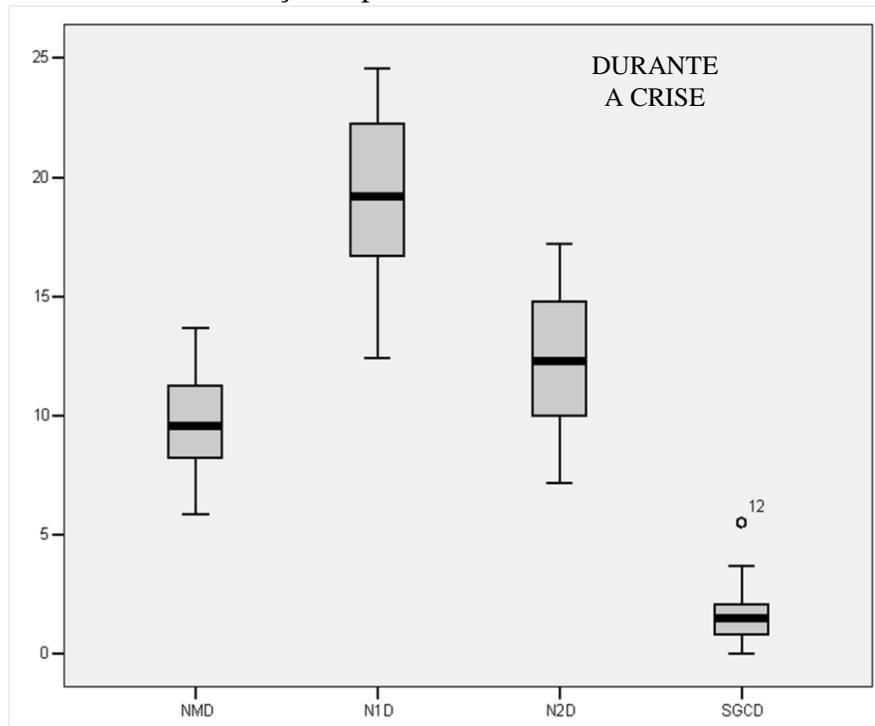
O Gráfico 5 apresenta uma representação de todas medianas no período antes da crise(A), sendo que a de maior valor da ação foi de Nível 1, e as que apresentaram menos variabilidade foram as empresas sem governança corporativa.

Gráfico 5 - Box Plot das Ações das Empresas Segundo Nível de Governança Corporativa



Fonte: O autor (2011).

Gráfico 6 - Box Plot das Ações das Empresas Segundo Nível de Governança Corporativa



Fonte: O autor (2011).

Comparando-se os Gráficos 05 e 06, é possível visualizar que todos os segmentos aumentaram sua variabilidade em relação à mediana durante a crise, e que todas as empresas com governança corporativa tiveram decréscimo no valor das ações. O que surpreendeu foi que as empresas sem governança corporativa tiveram pouca variabilidade e mesmo durante a crise obteve-se um leve aumento do valor das ações, visto de forma conjunta de todas as ações selecionadas na amostra.

#### 4.2 Análise do Desvio-Padrão

A Tabela 3 a seguir apresenta os dados do desvio-padrão das empresas em análise antes e durante a crise, separados em conformidade com o nível de governança corporativa.

Tabela 3 - Análise do Desvio-Padrão

	Novo Mercado		Nível 1		Nível 2		Sem Governança		TODAS	
	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante
Desvio-Padrão	1,326	2,008	1,920	3,073	1,845	2,666	0,888	1,032	1,997	1,848
N =	83		50		25		82		240	

Fonte: O autor (2011).

No período antes da crise (A), em relação ao nível de mecanismos diferenciados de governança corporativa, pode-se observar que a governança corporativa não representa um diferencial no tangente ao risco no período. As empresas as não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram menor risco (0,888), enquanto que as empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa apresentaram desvio padrão superiores (Novo Mercado: 1,326, Nível 1: 1,920 e Nível 2: 1,845).

Ao se analisar o período durante a crise, pode-se observar que a governança corporativa também não representa um diferencial no tangente ao risco no período. As empresas não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram menor risco (1,032), enquanto que as empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa apresentaram desvio padrão superiores (Novo Mercado: 2,008, Nível 1: 3,073 e Nível 2: 2,666).

Ainda na Tabela 03, constatou-se que as ações de empresas sem governança (0,888 e 1,032) tiveram uma menor variabilidade com relação às pertencentes ao Nível 1 (1,920 e 3,073), Nível 2 (1,845 e 2,666) e Novo Mercado (1,326 e 2,008). Neste caso, também a crise parece ter afetado mais a volatilidade das ações das empresas com nível de governança corporativa.

Para facilitar a compreensão, será apresentada a Tabela 4 onde são calculados os desvios-padrão por meio da análise horizontal, tomando a base como sendo antes da crise(A) e assim auferir o complemento da análise anterior.

Tabela 4 - Análise Horizontal do Desvio-Padrão

	Novo Mercado		Nível 1		Nível 2		Sem Governança		TODAS	
	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante
Desvio-Padrão	10	151	100	160	100	144	100	116	100	93
N =	83		50		25		82		240	

Fonte: O autor (2011).

Analisando o efeito na variabilidade das ações, constata-se que as empresas sem nível de governança apresentaram menor risco (100 e 116), ou seja, uma variação de 16%. As demais empresas classificadas nos níveis de governança apresentaram uma variabilidade maior no período se comparados antes e depois da crise: o Novo Mercado demonstrou uma variação percentual de 51%(100 e 151), a classificação de Nível 1 uma variação percentual de 60%(100 e 160) e a classificação de Nível 2 atingiu uma variação de 44%(100 e 144). Em resumo, as empresas que foram classificadas com algum nível de governança corporativa, pelo método de análise horizontal demonstram se com maior impacto pela crise.

Tabela 5 - Análise Vertical do desvio padrão considerando base Nível Novo Mercado

DP	Novo Mercado		Nível 1		Nível 2		Sem Governança		TODAS	
	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante	Antes	Durante
TODAS	100	100	145	153	139	133	67	51	151	92
N =	83		50		25		82		240	

Fonte: O autor (2011).

Em relação à Tabela 5, em que foi feito o cálculo de análise horizontal dos níveis, atribuindo o Novo Mercado como base para os demais, observou-se que as empresas sem governança corporativa apresentaram variabilidade e propensão ao risco bem inferior com relação às demais (antes da crise - A 67% e durante a crise - D 51%). O Nível 1 apresentou maior risco do que o Novo Mercado (145% antes da crise- A e 153% durante a crise - D), sendo que o Nível 2 superou o risco do Novo Mercado (139% antes da crise - A e 133% durante a crise - D). Sendo assim, pode-se inferir que a governança corporativa não pode reduzir o risco diante da crise, também confirmando a análise anterior.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente investigação objetivou verificar se o nível de governança corporativa pode ser considerado fator de diferenciação do risco das ações das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBOVESPA. Sendo assim, foram investigadas 397 empresas, que geraram 661

ações ativas, selecionando-se aquelas que participaram, no mínimo de 30 pregões, antes e durante a crise de 2008, reduzindo a amostra para 240 ações.

Para constatar se a governança corporativa era fator de diferenciação, foram investigadas empresas que possuíam níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), bem como as que não possuíam mecanismos para tal (sem governança corporativa). Realizaram-se análises gráficas e do desvio-padrão de cada agrupamento, antes e durante a crise financeira de 2008.

Observou-se, no estudo, que desconsiderando o fator crise, no período que a antecede, a governança corporativa não pode ser considerada fator redutor de risco em função da volatilidade de suas ações. Quando se menciona o fator crise financeira de 2008, observou-se que durante a crise o comportamento das ações investigadas também não corroborou o esperado, ou seja, que a adoção de mecanismos diferenciados de governança corporativa pode não ter colaborado para redução do risco das ações das empresas que as detinham.

Sendo assim, pode-se afirmar que os resultados da pesquisa atingiram aos objetivos propostos. Espera-se que o presente estudo tenha colaborado para o rol de investigações sobre a crise financeira de 2008. Contudo, o trabalho realizado visa ilustrar parcialmente alguns itens relacionados ao volume e cotação das ações, mediante uma série histórica o qual deve ser analisado na sua forma relativa, tendo em vista outras ferramentas de trabalho para reforçar as afirmações aqui mencionadas.

Recomenda-se que futuros estudos possam ampliar a base de dados da pesquisa, com períodos maiores de investigação antes da crise de 2008(A), ou mesmo o emprego de outras técnicas estatísticas que possam aprofundar os resultados obtidos.

## REFERÊNCIAS

BEZEMER, Dirk J. Understanding financial crisis through accounting models. **Accounting, Organizations and Society**. v.35, p. 676-688, 2001.

BM&FBOVESPA. Estatística sobre volume de negociação. Disponível em: <<http://www.BM&FBOVESPA.com.br>>. Acesso em: 10 maio 2015.

BOSCHI, Renato R. Políticas de Desenvolvimento no Brasil: continuidades, crise e incertezas. In: VII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CIÊNCIA POLÍTICA, 7., 2010, Recife. **Anais...** Recife, 2010.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

COOPER, P., SCHINDLER, D. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CVM. **Dados sobre governança corporativa**. Disponível em: <[www.cvm.org.br/](http://www.cvm.org.br/)>. Acesso em: 10 maio 2015.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, p. 191-212, 2001.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira. **Fatores Explicativos do Disclosure Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade. Curitiba. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em: 10 maio 2015.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1991.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística Geral e Aplicada**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade; FONSECA, Jairo Simon. **Curso de Estatística**. 6ª. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

MAZZUCHELLI, Frederico. A crise em perspectiva: 1929 e 2008. **Novos Estudos - CEBRAP**, 82, pp.57-66, novembro de 2008.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. O efeito-contágio da crise Financeira global nos países emergentes. Trabalho aceito para o Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política, 2009. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/17137/000700097.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 maio 2015.

PRATES, Daniela Magalhães; FARHI, Maryse. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP, Campinas, n.164, ago. 2009.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. Vol. LII, n.2, jan.-june 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**, v. 43, n. 3, p.50-64, 2003.

\_\_\_\_\_. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e a estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese Doutorado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa, desempenho e valor na empresa do Brasil:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2002.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela de; KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães; TOLEDO, Franklina Maria Bragion de. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista Economia**. Brasília, v. 7, n. 3, p. 521-544, 2007.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela de. **Governança Corporativa e otimização de portfólios:** a relação entre risco e retorno das boas práticas de governança. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo. 2007.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais à Divulgação das Informações Contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. São Paulo, n. 42, p.35-49, Set/ Dez. 2006.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em contexto**. Ano 2, n.3, pp.48-67, junho de 2006.