

GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE ORGANIZACIONAL: DESCRIÇÃO DE ESTUDOS SOBRE O TEMA

Rosemary Gelatti Backes

Faculdades Integradas Machado de Assis (FIMA-RS)

merybackes@hotmail.com

Márcia Bianchi

Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

marcia.bianchi@ufrgs.br

Verenise Rathke

Faculdades Integradas Machado de Assis (FIMA-RS)

casadaslinhas@viabrazil.com.br

Viviane Joseli Kruger Gassen

Faculdades Integradas Machado de Assis (FIMA-RS)

financeiro@graficarex.com.br

RESUMO

Este estudo tem por objetivo apresentar alguns estudos que tiveram por finalidade buscar evidências empíricas que corroborem com a afirmação de que a governança corporativa é benéfica para a performance das empresas, assim como analisar os principais resultados. A pesquisa se utiliza do método dedutivo e se qualificada como uma pesquisa descritiva e documental, aplicada através de um estudo de caso múltiplo, em que a seleção dos estudos considerou o critério de intencionalidade, sendo selecionados doze estudos, para os quais se priorizou a descrição do objetivo, o método de pesquisa adotado e os principais resultados, realizando-se a respectiva análise. Quanto às técnicas de análise dos dados, a maior parte dos estudos (dez) compreendeu testes estatísticos de correlação entre variáveis, sendo utilizadas variáveis referentes ao desempenho, medido através de indicadores econômico-financeiros sobre o valor contábil, sobre o valor de mercado (Q de Tobin e preço da ação) e considerando a melhoria de acesso ao capital. Verificou-se que na maioria dos estudos apresentados, os resultados confirmam a teoria que considera as práticas de governança corporativa benéficas para as organizações, o que reforça o raciocínio de que uma gestão baseada na ética, transparência e credibilidade entre os envolvidos é fator relevante para a criação de valor.

Palavras-chave: Governança corporativa. Performance organizacional. Criação de valor.

Área Temática: A Contabilidade e a Governança Corporativa.

1 INTRODUÇÃO

Os dilemas resultantes da separação entre a propriedade e o controle, assim como os custos derivados desses conflitos, fizeram surgir um modelo de gestão denominado de governança corporativa, que prima pela transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa.

Diante dessas linhas mestras a literatura tem apresentado argumentos de que a adoção das práticas de governança corporativa contribui para o desempenho e evolução da empresa. Essa raciocínio tem como base o fato de que um modelo de gestão que prioriza a transparência e a confiabilidade na relação entre a administração e a propriedade é capaz de promover resultados favoráveis para a empresa, afirmação com respaldo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002, p. 1), que assim se pronuncia: “companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos”.

Segundo a Revista Bovespa (2007), o mercado de ações no Brasil vive um momento ímpar de crescimento, cuja expansão, que dura quatro anos, é animada pela combinação inédita de juros internos declinantes, percepção de queda do risco País, abundância de recursos internacionais, adesão das companhias emissoras às melhores práticas de governança corporativa e crescente popularização do investimento em ações.

Nesse cenário, a busca de evidências que reduzam o risco do investidor tem relevância como fator de incentivo na manutenção do ritmo de crescimento do mercado de ações no Brasil. De outra forma, estudos que buscam identificar o impacto positivo de uma gestão transparente incentivam essa prática em outras empresas, contribuindo para a disseminação da ética nos negócios.

Diante disso, este estudo tem como principal objetivo apresentar alguns estudos que tiveram por objetivo buscar evidências empíricas que corroborem com a afirmação de que a governança corporativa é benéfica para a performance das empresas, assim como discutir os principais resultados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Teoria de Agência

A evolução da sociedade acarreta transformações em todas as áreas, o surgimento das grandes corporações, por exemplo, promoveu demandas que requereram alterações na estrutura física, financeira, patrimonial e de gestão das organizações.

Essa afirmação contextualiza o foco deste estudo, pois o crescimento das empresas separou o compartilhamento do poder organizacional. A separação entre o controle e a propriedade, através da figura do agente (administrador) e do principal (dono do capital) foi importante para suportar um novo perfil de organização, requerendo, por seu porte e complexidade, uma gestão mais especialista.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976), como um contrato em que uma pessoa, o principal, emprega uma outra pessoa, o agente, para realizar algum serviço em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão ao agente. Hendriksen e Van Breda (1999) afirmam que a Teoria da Agência surge quando o agente se compromete a realizar certas tarefas para o principal e este se compromete a remunerá-lo.

Conforme Bianchi (2005), a teoria da agência se preocupa com os problemas causados por informações incompletas ou de pouca relevância para o objetivo do principal, o que se denomina de assimetria de informação. Segundo Milgrom e Roberts (1992), a assimetria de informação pode ser caracterizada como uma situação na qual uma das partes da transação não possui toda a informação necessária para averiguar se os termos do contrato que está

sendo proposto são mutuamente aceitáveis e serão implementados, bem como para avaliar a performance individual dos envolvidos.

Silva et al. (2006) considera que a separação entre a propriedade e a gestão é fonte de virtualidades, principalmente para a sociedade, na medida em que tem permitido que se concretizem investimentos e, conseqüentemente, se dinamize a atividade econômica.

No entanto, além de benefícios incontestáveis para a gestão da empresa nesse novo contexto, a separação entre o controle e a propriedade também acarretou problemas, derivados da ocorrência de conflitos entre o principal e o agente e, conseqüentemente, custos de agência. Esses conflitos, em síntese, seriam derivados do fato de que o agente poderia, por vezes, tomar decisões que buscassem maximizar a sua riqueza em detrimento da riqueza da organização, contrariando os objetivos do principal.

Sob esse enfoque, podem-se citar alguns dos grandes escândalos corporativos que ocorreram nos mercados financeiro e de capitais norte-americanos, Enron, WorldCom e Xerox, cuja repercussão negativa contribui no sentido de promover uma revisão drástica no sistema de gestão vigente nas companhias, já que as práticas antiéticas de administradores e a fragilidade de controles da alta administração das empresas, foi capaz de promover uma grande crise no mercado de capitais, em decorrência de prejuízos a investidores, a funcionários e a sociedade em geral.

A minimização dos problemas derivados da falta de alinhamento entre os objetivos do agente e do principal requereu a formatação de um conjunto de regras, definidas por um sistema de gestão denominado de governança corporativa.

2.2 Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004), instituição responsável pela elaboração e a fiscalização do uso dessas práticas no Brasil, governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva.

A Comissão de Valores Mobiliários (CMV, 2002, p. 1) define governança corporativa como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Para Silva (2006), o conceito de governança corporativa tem como objetivo maior criar condições para uma organização mais racional, ética e pluralista da economia.

Conforme Bianchi (2005), a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que serve para monitorar a gestão e o desempenho das organizações, através de um esforço contínuo em alinhar os objetivos da alta administração aos interesses dos acionistas ou proprietários.

Para Silva (2006, p. 16) “a governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores facilitando assim, o acesso ao capital”.

Em sua essência, portanto, a governança corporativa busca recuperar e garantir a confiabilidade da empresa sob a ótica de seus grupos de interesses, envolvendo os acionistas, funcionários, fornecedores, consumidores, comunidade e governo.

Nos anos 50 já se falava em governança corporativa, porém somente na década de 90 passou a ser conhecida mundialmente, inclusive com essa terminologia, pois em 1992 é lançado na Inglaterra o Código das Melhores Práticas da *Cadbury Commission*, conhecido como *Cadbury Report*. No Brasil, em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 recebeu a denominação de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), sendo divulgado em maio do mesmo ano o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa (SILVA, 2006).

2.3 Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa

No Brasil, o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa foi elaborado pelo IBGC em 1999 e teve apoio da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Este instituto é considerado nacional e internacionalmente um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de governança corporativa no país, pelo reconhecimento e disseminação da importância das boas práticas e pelo crescente interesse das empresas brasileiras em se fortalecerem através da adoção das mesmas.

O Código está dividido em seis capítulos: Propriedade (Sócios), Conselho de Administração, Gestão, Auditoria independente, Conselho Fiscal, Conduta e Conflito de Interesses. As linhas mestras do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, segundo o IBGC (2004, p. 9-10), são: transparência, prestação de contas (*accountability*), equidade e responsabilidade corporativa.

Em relação à transparência, o código menciona que mais do que "a obrigação de informar", a administração deve cultivar o "desejo de informar", sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente, quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança tanto internamente como nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Da mesma forma, os agentes da governança corporativa devem prestar contas (*accountability*) de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

A equidade caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais partes interessadas (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

O código refere-se à responsabilidade corporativa, mencionando que os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a companhia atua. A função social da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se nesse princípio a contratação preferencial de recursos oferecidos pela própria comunidade.

2.4 Níveis de Governança Corporativa

A adesão às práticas de governança corporativa é realizada através de adesão voluntária, para as quais a Bovespa definiu um segmento especial, composto por três níveis que se diferenciam pelo grau de aderência da companhia a essas práticas.

Para integrar a listagem do Novo Mercado, segundo a BOVESPA (2008), a empresa tem que ser uma companhia aberta com as seguintes obrigações: realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; extensão a todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia – *tag along*; estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de balanço anual, seguindo as normas internacionais de contabilidade; introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de

revisão especial; obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; e, cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

As companhias do Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as regras estabelecidas pela BOVESPA (2008) para o nível 1 são: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e, disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As companhias do Nível 1 e seus administradores deverão, ainda, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas de mercado e com quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, aos seus projetos e às suas perspectivas futuras.

Para a classificação como companhia de Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. A BOVESPA (2008) estabelece resumidamente que os critérios de listagem de companhias do Nível 2 são: mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de balanço anual, seguindo as normas internacionais de contabilidade; extensão a todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais; direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível; e, adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

O mais recente segmento criado pela BOVESPA (2008), é o BOVESPA MAIS, idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, principalmente àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

Esse segmento segue o mesmo princípio do Novo Mercado, que exige elevados padrões de governança corporativa e transparência. É indicado para empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, destacando-se se as empresas de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos.

Como se pode notar, a classificação da companhia dentre os níveis definidos pela BOVESPA considera o grau de comprometimento, sendo semelhante a um selo de qualidade da transparência da companhia com seus *stakeholders* (grupos de interesse).

2.5 Benefícios da Governança Corporativa

As práticas de governança corporativa se constituem em um conjunto de regras que visam definir um padrão de comportamento organizacional que seja aceito por seus grupos de

interesse e, por conseguinte, se estabeleça uma relação mútua de confiança. Sob esse enfoque, a literatura apresenta inúmeros benefícios advindos das práticas de boa governança.

O próprio IBGC (2004, p. 6) declara que “as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2004, p. 9), tem como objetivo central: “indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis – visando a: aumentar o valor da sociedade melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para sua perenidade”.

Silva (2006) ressalta que a migração para os níveis de governança corporativa da BOVESPA solidifica o mercado acionário e contemplada inúmeros benefícios aos diferentes públicos.

Quanto às vantagens aos investidores, o autor destaca a maior precisão na precificação das ações, melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos seus direitos societários e redução do risco. No que se refere às empresas, a governança corporativa é capaz de promover melhoria da imagem institucional, maior procura e valorização de suas ações e menor custo de capital.

Ainda conforme Silva (2006), para o mercado acionário, a listagem nos níveis diferenciados gera aumento de liquidez, aumento de emissões e canalização da poupança na capitalização das empresas. Os benefícios para o país se concretizam em empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

Silva (2007) destaca os seguintes benefícios da governança corporativa: valorização das empresas, pelo estímulo aos investidores a pagar “ágios de governança”; requisito para alianças estratégicas; contribui para um melhor entendimento entre os acionistas, conselho e direção; reduz os conflitos de interesses; concede maior proteção aos direitos de acionistas, principalmente os minoritários”.

Tavares Filho (2006) sintetiza as finalidades dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA:

- redução da assimetria informacional entre os investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas;
- redução do custo de capital das companhias que se adaptarem às novas regras;
- aumento do retorno do investimento;
- estimular o interesse dos investidores pelo mercado de capitais no tocante à aquisição de ações e outros títulos e valores imobiliários;
- contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro;
- proporcionar meios para a valorização das companhias.

Assim, a governança corporativa instituída através de um sistema formalizado, com regras e controles eficientes, tende a certificar a conduta ética da empresa perante seus *stakeholders*, que em troca lhe atribuem maior credibilidade.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Para Gil (1987, p. 19), pesquisa é o “procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. Em comum na conceituação de pesquisa, tem-se o seu aspecto racional e o objetivo de encontrar respostas aos problemas propostos.

O método de pesquisa adotado para este estudo é o método dedutivo, que segundo Silva e Menezes (2001, p. 25) “tem o objetivo de explicar o conteúdo das premissas. Por intermédio de uma cadeia de raciocínio em ordem descendente, de análise do geral para o particular, chega a uma conclusão”.

Considerando a classificação desse estudo com base nos objetivos propostos se define como uma pesquisa descritiva, que conforme Gil (2002), objetiva descrever as características de determinada população ou fenômeno ou estabelecer relações entre variáveis. Assim, considerando o objetivo dessa pesquisa, busca-se descrever estudos de modo a confrontar seus resultados com a teoria estudada.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados a pesquisa se qualifica como um estudo de caso múltiplo, utilizando como fonte de coleta de dados a pesquisa documental. Raupp e Beuren (2003) salientam a utilidade da pesquisa documental na medida em que organiza informações que se encontram dispersas, servindo como consulta em estudos futuros.

A classificação da pesquisa como um estudo de caso múltiplo leva em conta que são descritos e analisados doze estudos bibliográficos que adotaram a abordagem, objeto deste estudo. Assim, para a seleção da amostra adotou-se o critério de intencionalidade, por buscar identificar estudos que tivessem por objetivo estudar a relação entre a governança corporativa e a performance organizacional.

Para efeitos deste estudo, a performance organizacional é considerada sob o aspecto econômico-financeiro, através de métricas de valor patrimonial, valor de mercado e vantagem competitiva como, por exemplo, melhor acesso ao capital.

4 ESTUDOS SOBRE O TEMA

4.1 Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil

Silveira (2002) teve por objetivo verificar se o valor de mercado e o desempenho da companhia aberta brasileira se relacionam significativamente com sua estrutura de governança corporativa, definida pelas características de seu conselho de administração.

O estudo foi classificado como uma pesquisa quantitativa com uso do procedimento estatístico de regressão múltipla do tipo seção transversal entre as variáveis dependentes valor da empresa (Q de Tobin e Valor da Empresa sobre Ativo Total) e desempenho (Retorno sobre o ativo do lucro operacional e Retorno sobre o ativo do Lucro operacional próprio, Retorno sobre o PL do Lucro Operacional e Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre o Ativo Total) e as variáveis independentes de governança corporativa (Diretor Executivo como Presidente do Conselho, Independência do Conselho de Administração, tamanho do Conselho).

A amostra em análise foi composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo e na Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA) que apresentaram liquidez significativa nos anos 1998, 1999 e 2000.

Dentre os resultados apresentados no estudo, destaca-se a constatação do autor de que, em média, as empresas que tiverem pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho obtiveram maior valor de mercado, confirmando a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e CVM de separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo é saudável para a empresa. Outra constatação a ser ressaltada refere-se à observação de Silveira (2002) de que as variáveis de valor tiveram relação mais forte com as de governança do que as variáveis de desempenho, sugerindo que a estrutura de governança impacta mais a percepção dos investidores do que o resultado financeiro da empresa.

4.2 Rentabilidade e Valor das Companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa

Tavares Filho (2006) teve como propósito analisar o impacto do desempenho das companhias no Brasil, em termos de rentabilidade (Retorno do Ativo e do Patrimônio

Líquido) e valorização da empresa (Q de Tobin), após ingressarem em um dos três níveis de governança corporativa da BOVESPA (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

O estudo se caracterizou como uma pesquisa empírico-analítica, em que o tratamento dos dados ocorreu das técnicas estatísticas de Teste de *Kolmogorov-Smirnov*, Teste de *Levene*, Teste t de significância e Teste de *Wilcoxon*. A amostra se constituiu de 22 empresas, para as quais os resultados do estudo evidenciaram que o impacto da adesão aos níveis de governança corporativa na rentabilidade e valor dessas corporações é significativamente positivo. O autor justifica essa afirmação no fato de que a análise conjunta revelou aumento nas variáveis analisadas, assim como a análise individual apresentou aumento para algumas empresas e não apresentou redução para as demais.

4.3 Criação de Valor para os Acionistas Pós-Abertura de Capital no Segmento Brasileiro de Locação de Veículos

Silva (2007) realizou estudo com intuito de verificar o desempenho econômico da empresa Localiza Rent a Car S.A. (Localiza) após a Oferta Pública de Aquisições de Ações (OPA) no Novo Mercado. O estudo foi classificado como uma pesquisa qualitativa, de caráter exploratório, aplicada através de um estudo de caso.

Para medir a geração de valor e aumento das riquezas utilizou-se a metodologia do Valor Econômico Adicionado e Agregado – *Economic Value Added (EVA)* e o cálculo do WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*), que se refere ao cálculo do custo de capital ponderado.

O autor constatou que o desempenho da Localiza pós-OPA foi potencializado, criando valor e riqueza para os acionistas. O autor destaca que a melhoria nos índices não pode ser atribuída única e exclusivamente a abertura do capital da empresa, citando alguns fatores que foram favoráveis no período analisado: redução do risco Brasil, aumento da atividade econômica do país e controle da inflação. Além disso, o autor destaca a influência do bom nível de aderência da empresa aos níveis de governança corporativa, já que o estudo identificou a ocorrência de plena conformidade das práticas de governança corporativa adotadas pela Localiza com as recomendações do IBGC e conformidade quase que total com as práticas requeridas pela CVM.

4.4 O Impacto da Governança Corporativa sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: o caso do papel e celulose - 2000 A 2003

O objetivo do estudo de Soares (2003), foi analisar o desempenho das empresas de celulose e papel que ingressaram no Nível 1 de governança corporativa, entre os anos de 2000 e 2003. O estudo fez uso de procedimentos estatísticos e econométricos específicos, além de análise qualitativa, sendo selecionadas as empresas Aracruz, Klabin, Ripasa, Suzano e VCP, cujo desempenho foi comparado com as empresas não listadas (Bahia Sul e Irani). Os resultados evidenciaram que a taxa de crescimento dos valores das ações após o ingresso na listagem foi maior do que no período anterior.

Também foi medido o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que possuem bons níveis de governança corporativa através do IGC (Índice de Governança Corporativa), para o qual o estudo indicou desempenho superior comparado aos índices Ibovespa, IBX e IEE. O Ibovespa representa a média do mercado acionário brasileiro, o IGC representa uma nova carteira composta apenas por empresas listadas nos Níveis Diferenciados e no Novo Mercado, sendo um termômetro do setor, o IBX é uma carteira composta pelas empresas mais negociadas na Bovespa e o IEE representa a média dos valores das ações das empresas de energia elétrica listadas na Bolsa e é muito utilizado no mercado para comparar desempenho de ações e índices.

4.5 Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais à divulgação das Informações Contábeis

Terra e Lima (2006) se propuseram a investigar se o mercado de capitais brasileiro reage de maneira diferente à divulgação das demonstrações financeiras trimestrais e anuais (ITR e DFP) na precificação das ações de empresas que apresentem sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa e que tenham suas ações negociadas na BOVESPA.

O estudo fez uso do método empírico “estudo de evento”, em que foram analisadas 3.682 observações durante o período de 1995-2002, representando as empresas com maior liquidez na Bovespa, em que foram extraídas oito subamostras da amostra total, com a finalidade de verificar a reação dos investidores em relação à divulgação das demonstrações financeiras desses diferentes segmentos de empresas.

Como resultado, o estudo apresentou indícios de que os investidores reagem positivamente a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa. Os autores entendem que iniciativas como o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa constituem-se em avanços rumo às evidenciações voluntárias, capazes de estimular as empresas a aprimorar o conteúdo informacional das suas demonstrações contábeis, tornado-as mais relevantes ao mercado.

4.6 O Impacto do Anúncio e da Adesão das Ações aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil

Conforme Nakayasu (2006), o estudo analisou se os preços das ações das companhias brasileiras possuem relação com sua decisão de adotar um dos níveis diferenciados de práticas de governança corporativa da Bovespa, divulgados por meio de anúncios em jornais (data de anúncio) ou por registro a um dos níveis de governança corporativa diferenciados na BOVESPA (data de adesão).

Foram analisadas empresas que aderiram a Governança por um período de cinco anos, verificando o retorno anormal das ações através de análise quantitativa, considerando duas datas, a do anúncio em jornais da adesão a um dos níveis diferenciados da Governança e a do registro junto a Bovespa dessa adesão. Realizou-se através de estudo de evento, partindo de uma regressão linear simples.

Quanto ao evento “data de anúncio”, os resultados apresentados indicaram uma reação positiva do mercado, ao contrário da “data de registro/adesão” onde não houve evidências de valorização anormal das ações. Em suma, o anúncio da adesão a um dos níveis diferenciados de Governança gera retornos anormais das ações das empresas em questão. Pôde-se verificar que existe eficácia nas iniciativas institucionais, como da BOVESPA para promover as práticas de governança corporativa no Brasil, sendo de grande importância para o desenvolvimento do mercado de capitais.

4.7 O Impacto da Prática da Governança Corporativa na Eficácia Organizacional: o caso do Bradesco S/A

O estudo de Bianchi, Wachholz e Moreira (2007) buscou diagnosticar os impactos econômico-financeiros da implantação das práticas de governança corporativa do Banco Bradesco S/A, analisando e comparando seu desempenho em períodos pré e pós implantação das práticas de governança corporativa.

Em relação aos procedimentos metodológicos a pesquisa foi classificada como qualitativa, quantitativa, descritiva e documental. O estudo envolveu análise de dados de três períodos imediatamente anteriores e três períodos posteriores ao ingresso do Bradesco S/A no nível 1 de governança corporativa. Os dados foram coletados das Demonstrações Contábeis,

disponíveis no site da Bolsa de Valores de São Paulo, procedendo-se à seguinte análise: solvência e liquidez, capital e risco, rentabilidade, análise das ações, eficiência operacional.

De forma resumida, a conclusão do estudo é de que em todos os períodos estudados houve melhora no valor dos índices encontrados comparando o período pré e pós adesão ao nível 1 de governança corporativa. Ressaltou-se, porém, que mesmo atribuindo a melhora dos índices à criação de valor ocorrida pela adesão às práticas da governança corporativa, outros fatores que não foram objeto do estudo, podem ter colaborado para evolução dos índices apresentados.

4.8 Governança Corporativa como Sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais

A premissa do estudo de Cicogna (2007), concentra-se em verificar se as empresas que aderiram aos padrões de governança corporativa da BOVESPA aumentaram seu acesso ao crédito, comparativamente aquelas que continuaram na listagem tradicional. Metodologicamente, o estudo se caracteriza como uma pesquisa bibliográfica, documental, qualitativa e quantitativa, realizada a partir de testes econométricos com o uso de dados em painel dinâmico através do estimador de Arellano-Bond.

Os resultados mostraram que as empresas dos níveis diferenciados de GC possuem maior acesso ao crédito oneroso de longo prazo, embora tenham apresentado menor índice de alavancagem total e de curto prazo, incluindo o índice de endividamento total. Na explicação da autora as empresas pertencentes aos melhores níveis de governança da BOVESPA são privilegiadas frente às demais quando considerado o crédito oneroso de longo prazo, tendo privilégio em instituições financeiras. Contudo, essas empresas utilizam recursos próprios para seus financiamentos de curto prazo, tanto por lucros, quanto pela valorização do patrimônio líquido a valor de mercado, conforme constatações evidenciadas na expressiva vantagem dos indicadores de lucratividade e oportunidades de crescimento, na comparação com os resultados nas empresas da listagem tradicional.

A autora, no entanto, não se furta a citar que algumas variáveis não captadas pelo modelo de estudo, tais como, mudança da política de incentivos do governo para concessão de crédito, as alterações na taxa de juros, e demais fatores que influenciaram o cenário relativo a concessão de crédito, sendo que estas variáveis podem talvez, ter influenciado em parte o resultado positivo da pesquisa.

4.9 Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil

O estudo realizado por Okimura (2003) teve por objetivo verificar a existência de uma relação significativa entre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto e sua estrutura de propriedade e controle, definida pelas características de concentração de votos e propriedade e excesso de votos dos controladores.

Segundo a metodologia utilizada o estudo é classificado como de abordagem empírico-analítica, com natureza descritiva e quantitativa, fazendo uso da análise econométrica de dados em painel num total de 891 observações, derivadas de uma amostra composta por 194 empresas em que foram testadas variáveis de estrutura de propriedade contra variáveis de valor e desempenho.

A variável concentração de votos do acionista controlador foi a variável de estrutura de propriedade que apresentou os resultados mais importantes da pesquisa, sugerindo que o grau de concentração de votos está intimamente ligado a benefícios e custos pelo menos na percepção de valor pelo mercado, ao passo que o excesso de votos deste mesmo acionista controlador reflete de forma negativa sobre o valor da empresa no mercado, indicando, no

entanto, que este excesso se constitui como um mecanismo de favorecimento ao desempenho operacional.

Quanto à concentração de capital do acionista controlador, os resultados encontrados não permitem afirmar, no caso de empresas brasileiras, que haja alguma relação entre concentração de capital controlador e desempenho da empresa.

Em suma, conforme o autor, os resultados sugerem uma influência quadrática de concentração de votos no valor e uma influência negativa de excesso de votos no valor, mas positiva no desempenho.

4.10 Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil

O objetivo do estudo de Silveira (2004) foi avaliar se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o desempenho das companhias abertas no Brasil, medido pelo valor de mercado e a rentabilidade.

Foram utilizadas técnicas estatísticas de regressão linear simples, regressão linear múltipla do tipo seção cruzada, análise de dados em painel e sistemas de equações simultâneas, através do procedimento de mínimos quadrados de três estágios. A amostra foi composta por todas as companhias abertas não-financeiras negociadas na BOVESPA que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998 a 2002, constituindo 161 companhias. A análise do desempenho das companhias foi medido pelo valor de mercado e pela rentabilidade.

Os resultados mostraram que, quanto maior o poder do acionista controlador, pior a qualidade da governança corporativa, ainda que algumas empresas apresentaram alto nível de transparência e um nível menos elevado de estrutura de governança e vice-versa, mostrando ser possível que a relação entre estrutura de propriedade e nível de governança apresentasse sentido diferente em função da aproximação utilizada para a qualidade da governança corporativa. Constatou-se também que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança.

Conforme o estudo, as empresas maiores apresentam em média melhor governança corporativa por possuírem mais recursos para implantação das práticas da governança, em suma o desempenho da empresa parece influenciar a adoção de melhores práticas de governança. Não foi comprovado que uma melhor qualidade da governança corporativa causa impacto positivo significativo sobre o valor e a rentabilidade das empresas, contudo salienta que a variável de desempenho Q de Tobin foi a que apresentou relação positiva mais consistente com a qualidade da governança.

4.11 Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos no Brasil

O estudo de Klotzle e Costa (2006) teve como propósito investigar a influência de mecanismos internos de governança corporativa, relativos ao Conselho de Administração e a Estrutura de Propriedade, sobre o desempenho econômico-financeiro e o valor dos bancos no Brasil. Foram analisados 19 bancos relacionados na BOVESPA, os dados coletados compreendem o período de 1999 até 2003.

Foram realizadas estimações com regressões por meio do método de Mínimos Quadrados Generalizados, com os dados em formato de painel, utilizando-se como variáveis independentes a estrutura de propriedade e do conselho de administração e como variáveis dependentes o Retorno sobre o Ativo e o Q de Tobin, que não apresentaram alterações no seu desempenho quanto à implantação dos mecanismos internos de governança corporativa, conforme proposto na teoria. Segundo os autores essa constatação pode se dar devido às Instituições Financeiras estarem sob regulação do Banco Central, cumprindo normas e exigências, o que minimiza as recomendações do Código das boas práticas de governança

corporativa. Segundo os mesmos, empresas não-financeiras podem obter desempenhos distintos aos dos bancos, pois não necessitam cumprir tais exigências.

4.12 Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil

O estudo de Salmasi (2007) objetivou analisar se investimentos realizados pelas empresas em governança corporativa se refletem no custo de captação de capital próprio, pois assim os financiadores estariam menos expostos a expropriação de seu capital, o que facilitaria a comercialização de suas ações e o acesso ao mercado de capitais, ou seja, os financiadores de capital estariam sujeitos a um menor risco e solicitariam um menor retorno sobre seus investimentos.

Foram analisadas as empresas não financeiras de capital aberto com ações cotadas na Bovespa que estão no banco de dados Economatica, a amostra utilizou-se de 199 ações, sendo que 42,2% são de ações ordinárias, representando 153 empresas. O estudo utilizou-se da regressão linear múltipla para as análises estatísticas tendo como variável dependente o custo de capital próprio e as variáveis independentes de governança corporativa, grau de alavancagem financeira, grau de alavancagem operacional, os setores, o grau de intangibilidade da empresa e o tempo que a empresa se encontra na Bovespa.

Os resultados da pesquisa indicaram que a adoção de governança corporativa não impacta significativamente no custo de capital próprio ou se o faz acaba por aumentá-lo. Ainda, ficou evidenciado uma correlação negativa para a adoção das práticas de governança corporativa com o tempo de negociação na bolsa, o que segundo o autor poderia explicar o impacto no custo de capital, citado anteriormente, pois empresas que estão abrindo o capital podem ter risco associado, comparado a empresas que negociam suas ações na bolsa há mais tempo. Assim, a autora salienta que a valorização das empresas que adotam práticas de governança corporativa poderia se dar não ao fato da redução/aumento do custo de capitais próprios e sim ao incremento do fluxo de caixa futuro quando avaliado pelo método de fluxo de caixa descontado.

5 ANÁLISE DOS ESTUDOS SOBRE O TEMA

Para os estudos apresentados, procede-se uma análise envolvendo a metodologia aplicada, os objetivos e os principais resultados.

A análise dos procedimentos metodológicos utilizados nos estudos é evidenciada a partir das características da pesquisa e os métodos de investigação.

Percebeu-se a predominância do método de pesquisa dedutivo, já que os estudos partem de uma premissa teórica para comprovações particulares. Em relação aos procedimentos metodológicos as pesquisas foram classificadas como qualitativa, quantitativa, descritiva, exploratória e documental.

Em sua grande maioria, os estudos consideraram uma amostra de empresas dentre o universo de companhias abertas listadas na BOVESPA, selecionando para estudo as companhias listadas em Níveis diferenciados de governança corporativa, comparando sua performance com as companhias da listagem tradicional, ou analisando o impacto da adesão às práticas de governança no desempenho da companhia.

Quanto às técnicas utilizadas para análise dos dados, a maior parte dos estudos (dez) compreendeu testes estatísticos de correlação entre variáveis, entre outros. O estudo de Silva (2007) e o estudo de Bianchi, Wachholz e Moreira (2007) concentraram sua abordagem na análise a partir de indicadores econômico-financeiros.

No tocante aos objetivos propostos, a seleção dos estudos considerou a afinidade com o tema estudado, definido como a relação das práticas de governança corporativa com a performance organizacional.

Assim, dentre os estudos apresentados, dez deles buscaram identificar a ocorrência de relação positiva entre a adoção das práticas de governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas, medido através de indicadores financeiros, a partir da análise das demonstrações contábeis, e de valor de mercado, utilizando o Q de Tobin e a valorização das ações.

Dos resultados apresentados, considerando esse enfoque, sete estudos indicaram relação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional, dentre os quais, destaca-se o estudo de Silveira (2002), em que as variáveis de valor tiveram relação mais forte com as de governança do que as variáveis de desempenho. Além desses, salienta-se a constatação de Okimura (2003), que revela a influência negativa do excesso de votos no valor da empresa, mas positiva no desempenho.

Esses achados, portanto, corroboram com a teoria de que a adesão à governança corporativa impacta positivamente na performance organizacional, embora, em sua maioria, os autores reforçam que apesar de fortes evidências de melhoria nos indicadores de desempenho pela adesão às práticas da governança corporativa, outros fatores que não foram objeto do estudo, podem ter contribuído para a evolução dos mesmos.

Em adição, constatou-se que dois estudos (Silveira, 2004; Klotzle e Costa, 2006), não indicaram a ocorrência de relação positiva entre a governança corporativa e o valor e a rentabilidade das empresas.

Ainda, considerando a análise a partir dos objetivos propostos pelos estudos, foi identificado o estudo de Cicogna (2007), que avaliou o impacto da governança corporativa no acesso ao crédito, em que os resultados mostraram que as empresas dos níveis diferenciados de GC possuem maior acesso ao crédito oneroso de longo prazo. O estudo de Salmasi (2007) focou o impacto no custo de captação de capital próprio, comprovando que a adoção de governança corporativa não impacta significativamente no custo de capital próprio ou se o faz acaba por aumentá-lo.

6 CONCLUSÕES

As boas práticas de governança corporativa têm sua base na transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa, premissas capazes de conferir à empresa atributos como, credibilidade, responsabilidade e ética.

Nesse contexto, as práticas de governança corporativa permitem e requerem o aprimoramento da gestão da empresa em suas diferentes áreas, operacional, financeira, contábil e social. Essa gestão diferenciada contribui para que a empresa conquiste vantagem competitiva, pois revela uma empresa bem administrada, organizada e preparada para evidenciar aos interessados todas as nuances que envolvem sua administração.

A literatura tem apresentado inúmeros argumentos que contribuem para a disseminação de que as práticas de governança corporativa se constituem em um sistema de gestão capaz de contribuir com a gestão da empresa e proporcionar benefícios tangíveis e intangíveis, como exposto na fundamentação teórica deste estudo e ratificado na própria definição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002, p. 1): “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Nesse sentido, o objetivo definido para este estudo foi de descrever alguns estudos que tiveram por objetivo buscar evidências empíricas que corroborem com a afirmação de que a governança corporativa é benéfica para a performance das empresas. Para tanto, realizou-se apresentação dos estudos (doze), considerando a descrição dos objetivos propostos, metodologia utilizada e principais resultados.

Em seguida, procedeu-se à análise dos estudos apresentados, envolvendo a metodologia aplicada, os objetivos e os principais resultados. Destaca-se o fato de que a maioria dos estudos corroborou com a teoria que considera as práticas de governança corporativa benéficas para as organizações.

Esta pesquisa contribui para a disseminação do tema, principalmente porque busca identificar o que está sendo realizado em termos empíricos para comprovar a teoria sobre o tema. Diante do que foi constatado, atribui maior assertividade às afirmações que indicam relação positiva entre as práticas de governança corporativa e a performance organizacional.

Em adição, colabora para que haja maior adesão das companhias aos níveis diferenciados da Bovespa, conferindo maior credibilidade ao mercado de capitais brasileiro, que ainda se encontra em fase incipiente, e promove uma cultura ética, ao estabelecer uma relação de confiança entre o principal e o agente, em seus diferentes enfoques.

Dentro dessa ótica, para efeito de pesquisas futuras, sugere-se a identificação da temática na literatura atual, descrevendo e analisando o tema sob a perspectiva dos diferentes congressos brasileiros, de modo a evidenciar o desenvolvimento do assunto nos últimos anos no Brasil, salientando as principais linhas de pesquisa e principais conclusões.

REFERÊNCIAS

BIANCHI, M.; WACHHOLZ, C.; MOREIRA, L. J. **O Impacto da Prática da Governança Corporativa na Eficácia Organizacional: O Caso do Banco Bradesco S/A**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

BIANCHI, Márcia. **A Controladoria como um Mecanismo Interno de Governança Corporativa e de Redução dos Conflitos de Interesse entre Principal e Agente**. 2005. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

BOVESPA. **Níveis de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 03 de abril de 2008.

CICOGNA, M. P. Vieira. **Governança Corporativa como Sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais**. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Junho de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 01 de março de 2008.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HENDRIKSEN, Elton S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo, 2004. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf>. Acesso em: 08 de março de 2008.

JENSEN M.; MECKLING, W. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure*. In: **Journal of Financial Economics**. 1976. p. 305-360.

KLOTZLE, M. C.; COSTA, L. de Andrade. Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos no Brasil. In: **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**. Recife, v. 4, n. 4, 2006. Disponível em: <http://www.ufpe.br/gestao/PDF/GESTORG_2007_N4_V4_ARTIGO_EXIB_02.pdf>. Acesso em: 16 de março de 2008.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. *Economics, Organizacional & Management*. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

NAKAYASU, G. Noboru. **O Impacto do Anúncio e da Adesão das Ações aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo.

OKIMURA, R. Takashi. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da Universidade de São.

RAUPP, F. Maury; BEUREN, I. Maria. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade**. Organizadora: Ilse Maria Beuren. São Paulo: Atlas, 2003.

Revista Bovespa. **Mercado tem Fôlego Para Crescer Mais**. Edição jan/março 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/101/Mercado.shtml>>. Acesso em: 24 de março de 2008.

SALMASI, S. Vidal. **Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

SILVA et al. **Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal**. Instituto Português de *Corporate governance*, 2006. Disponível em: http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf>. Acesso em: 10 de abril de 2008.

SILVA, E. Cordeiro. **Governança Corporativa nas Empresas: guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração**. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, E. Lúcia da; MENEZES, E. Muszkat. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVA, Luis F. da. **Criação de Valor para os Acionistas Pós-Abertura de Capital no Segmento Brasileiro de Locação de veículos**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

SILVEIRA, A. di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo.

SOARES, C. R. Pena. **O Impacto da Governança Corporativa sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O Caso do Papel e Celulose, 2000 a 2003**. 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências - Economia Aplicada) - Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz.

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e Valor das Companhias no Brasil: Uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança da Bovespa**. 2006. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

TERRA, P. R. Soares; LIMA, J. B. Nast de. Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais às Informações Financeiras. In: **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 42, p. 35-49, 2006. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad42/paulo_joao_pg35a49.pdf>. Acesso em: 5 de abril de 2008.