

# Revista Contabilidade & Amazônia

ISSN: 2175-1722

SINOP/MT, v. 8, n. 1, art. 5, pp. 74-92, Jan/Dez., 2015

Disponível em: <http://sinop.unemat.br/projetos/revista/>

## A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES DE EMPRESAS NEGOCIADAS NA BOVESPA

**Walterson Jones Oliveira Ferreira**  
Bacharel em Ciências Contábeis (UNEMAT)  
e-mail: [waltersonjones@hotmail.com](mailto:waltersonjones@hotmail.com)

**Fernanda M. Josende Coan**  
Professora titular do Curso de Ciências Contábeis (UNEMAT)  
Mestra em Ciências Sociais (UNISINOS)  
e-mail: [fernanda@unemat-net.br](mailto:fernanda@unemat-net.br)

---

*Copyright* © 2015 Revista Contabilidade & Amazônia. Todos os direitos são reservados. É permitido citar parte dos artigos sem autorização prévia, desde que seja identificada a fonte.

---

## Resumo

*A Governança Corporativa é um sistema composto por práticas, processos, regulamentos, políticas e relacionamentos dentro de uma organização que irão determinar a forma com que ela será controlada e administrada. Órgãos como o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) afirmam que uma vez implantada a Governança Corporativa em uma organização, ela terá vários benefícios, entre eles a melhora no valor de mercado de suas ações. Neste contexto, o presente estudo vem somar com o objetivo de verificar se as empresas de capital aberto listadas na BMF&BOVESPA, que revelam voluntariamente sua preocupação com a sustentabilidade empresarial e que possuem diferentes níveis de Governança Corporativa, tiveram melhora no valor de mercado de suas ações com a adesão a Governança Corporativa. O estudo foi realizado com as empresas que aderiram a Governança Corporativa e que compõem a carteira do ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial da BMF&BOVESPA), verificando o valor de mercado de suas ações dos 12 meses que antecederam a adesão e os 12 meses posteriores. Os resultados mostraram que as empresas, alcançaram resultados mais positivos nos valores de mercado de suas ações após a adesão.*

*Palavras-Chave: Governança Corporativa; BM&FBOVESPA; ISE.*

## 1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa tem ganhado cada vez mais destaque, principalmente após os constantes escândalos contábeis da atualidade. Estes escândalos levam as instituições reguladoras, governos e bolsas de valores de diversos países a começar a implantação de normas, procedimentos e leis que exijam a adesão de boas práticas de governança.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2004), a Governança Corporativa é o conjunto de práticas e relacionamentos entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

No Brasil, algumas instituições iniciaram movimentos que sugeririam a adoção de novas práticas de governança pelas empresas de forma voluntária, como exemplo, pode-se mencionar os níveis diferenciados de Governança Corporativa das empresas da bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA), pois apesar de não ser obrigatória a entrega de informações para o cálculo do nível de governança das empresas a Bolsa incentiva tal atitude.

Outro exemplo é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que incentiva a adoção de melhores práticas de governança com a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para o aumento da transparência. No Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o IBGC traz “os motivos que levam uma companhia a buscar melhorias na Governança Corporativa, são tão numerosos e variados quanto as formas de implementá-los,” assim também, os motivadores para adesão de controles que contribuam para melhorar a Governança Corporativa das empresas podem ser vários. Um forte motivador às empresas é a obtenção de retorno pela implementação dos controles diferenciados ou de níveis melhores de governança. Este retorno sugere-se que seja de obtenção de maior liquidez das ações, de uma melhor avaliação de mercado, de um preço maior nas suas ações com relação aos seus concorrentes, entre outros.

Como exemplo, também cita-se a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que destaca que os investidores analisam se a empresa tem governança, e isto os auxilia na

decisão de investimento, afinal a governança demonstra o nível e as formas de atuação que estes poderão ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. Para a CVM o objetivo de ter Governança Corporativa é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de Governança Corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Neste contexto, percebe-se que existe uma convicção de que a governança corporativa faz com que o valor de mercado das ações da empresa cresça, no entanto não foi encontrado nenhum estudo que venha a contribuir de forma efetiva com esta afirmação, com cálculos e análises necessárias. Diante disto, surge a oportunidade de pesquisa com o questionamento: A Governança Corporativa influencia no valor de mercado das ações das empresas de capital aberto que compõe a carteira do ISE, listadas na BM&FBOVESPA?

Para se chegar a resposta deste questionamento, esse estudo se propõe a verificar se as empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, que revelam voluntariamente sua preocupação com a sustentabilidade empresarial e que possuem diferentes níveis de Governança Corporativa tiveram melhor valor de mercado de suas ações a partir do momento que passaram a adotar. Para alcançar tal objetivo será necessário conhecer os níveis de governança do ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial); identificar as empresas que voluntariamente fornecem informações para cálculo do ISE; verificar dentro das empresas que fornecem as informações, quais possuem níveis de governança corporativa; buscar o valor de mercado das ações das empresas identificadas, e por fim; verificar se as empresas que possuem níveis de governança tiveram melhores resultados de suas ações levando em consideração o valor de mercado que elas possuíam antes e depois de aderir aos níveis de boa prática de governança.

Este estudo se justifica, pois demonstra se de fato a Governança Corporativa pode contribuir com o valor de mercado das ações das empresas. Se os investidores sabendo disto podem considerar que o risco de investimento no mercado de capitais se ameniza e poderá ser percebido pelos investidores como algo que abone sua escolha. Além disso, este estudo de governança como trabalho final do curso de ciências contábeis demonstra a contabilidade como geradora de informações para a governança, com a divulgação de informações, com a identificação das variáveis que influenciam no lucro, com a distribuição de dividendos, com a valorização de ações e com o próprio controle interno e gerencial.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Neste capítulo são apresentados conceitos gerais relacionados ao tema da pesquisa, como Governança Corporativa, Bolsa de Valores e Índice de Sustentabilidade Empresarial, os quais proporcionarão melhor entendimento acerca do assunto.

### **2.1 GOVERNANÇA COORPORATIVA**

A Governança Corporativa teve suas origens nos conflitos de agência, que provém de conflitos potenciais entre acionistas e gestores, acionistas majoritários e minoritários, que surge com a dispersão do capital das corporações, e com isso a separação entre a propriedade e gestão.

Pode-se citar alguns marcos construtivos do que hoje é a Governança Corporativa; primeiro foi com o pioneiro Robert Monks, ele trazia fortemente o impacto do divórcio entre proprietário-executivo; segundo marco foi o Relatório de Cadbury, em 1992, que teve seu

foco nos aspectos mais financeiros da Governança Corporativa; o terceiro marco foi a divulgação dos princípios da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), em 1999, trouxe uma límpida escolha pela definição “stakeholdersoriented”, contudo com a proteção aos direitos das outras partes interessadas, como os acionistas e conselhos; o quarto marco é a Lei Sarbanes-Oxley, que traz um resgate dos valores buscados por Robert Monks, mas que foi promulgada a décadas, impulsionada principalmente por graves escândalos financeiros; o quinto marco é a divulgação dos princípios da ICGN (*International Corporate Governance Network*) em 2009; o sexto marco e o mais importante para o Brasil foi a divulgação dos princípios de Governança Corporativa do IBGC, em 1999, estes princípios são aceitos e respeitados até os dias de hoje.

A Governança Corporativa é o modelo de gestão pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e impulsionadas, abrangendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e instrumento de controle. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa convertem ações em princípios e objetivos, alinhando interesses com a finalidade de conservar e aperfeiçoar o valor da organização.

“A Governança Corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo o relacionamento entre os acionistas, cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2004, p. 19).

Hitt (2002) expõe que a Governança Corporativa representa a relação entre os investidores que são utilizados para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho de organizações. Em seu aspecto central, a Governança Corporativa preocupa-se com a identificação de maneiras para garantir que as decisões estratégicas sejam tomadas eficientemente. Além disso, ela pode ser compreendida como um meio utilizado pelas corporações para estabelecer ordem entre as partes (aos proprietários da firma e seus gerentes de alto nível), cujos interesses possam estar em conflito. Por isso Lodi (2000) define a Governança Corporativa como o sistema de relacionamento entre os acionistas, os auditores independentes, os executivos da empresa e os conselheiros de administração.

Para Almeida (2001), tradicionalmente, a Governança Corporativa se preocupou em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Entretanto, os conflitos de interesse ocorrem entre uma gama mais ampla de agentes, os stakeholders: acionistas minoritários, acionistas majoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores e sociedade como um todo. Desse modo, a Governança Corporativa procura minimizar os possíveis conflitos de interesse entre esses agentes.

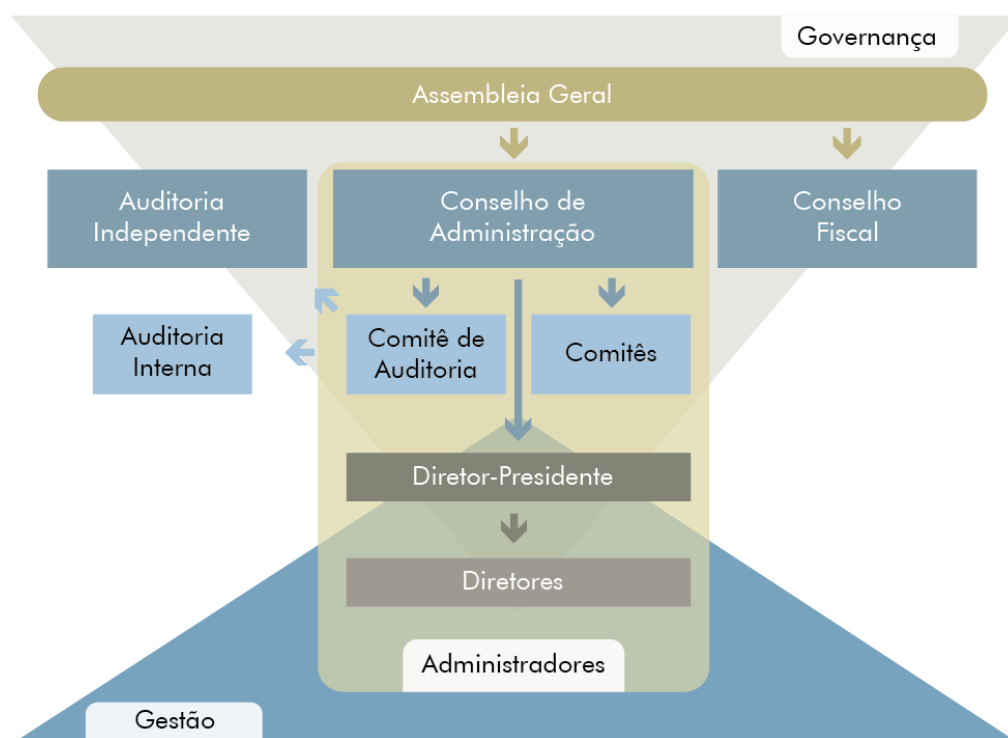
Para minimizar os conflitos, e melhorar a operacionalização do sistema de governança o IBGC (2004, p. 19) estipulou os princípios de Governança Corporativa, que são:

1. **Transparência:** Mais do que a obrigação de informar e o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangível) que norteiam ações gerenciais e que conduzem a criação de valor.
2. **Equidade:** Caracterizam-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders) atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

3. Prestação de Contas (accountability): Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.
4. Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operação.

Estes princípios devem ser usados em toda estrutura de Governança Corporativa das empresas e esta estrutura irá variar de empresa para empresa, conforme suas necessidades, no entanto o IBGC sugere uma estrutura para o sistema de Governança Corporativa conforme a figura a seguir.

Figura 1 - Estrutura de Governança Corporativa sugerida pelo IBGC



Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015)

Na sequência da estrutura de Governança Corporativa apresentada pelo IBGC, têm-se algumas sugestões de atuação para alguns de seus órgãos, também dadas pelo IBGC, conforme segue:

-Assembleia Geral, é a reunião de sócios e o órgão soberano da organização;

-Conselho de Administração, é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, e o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles;

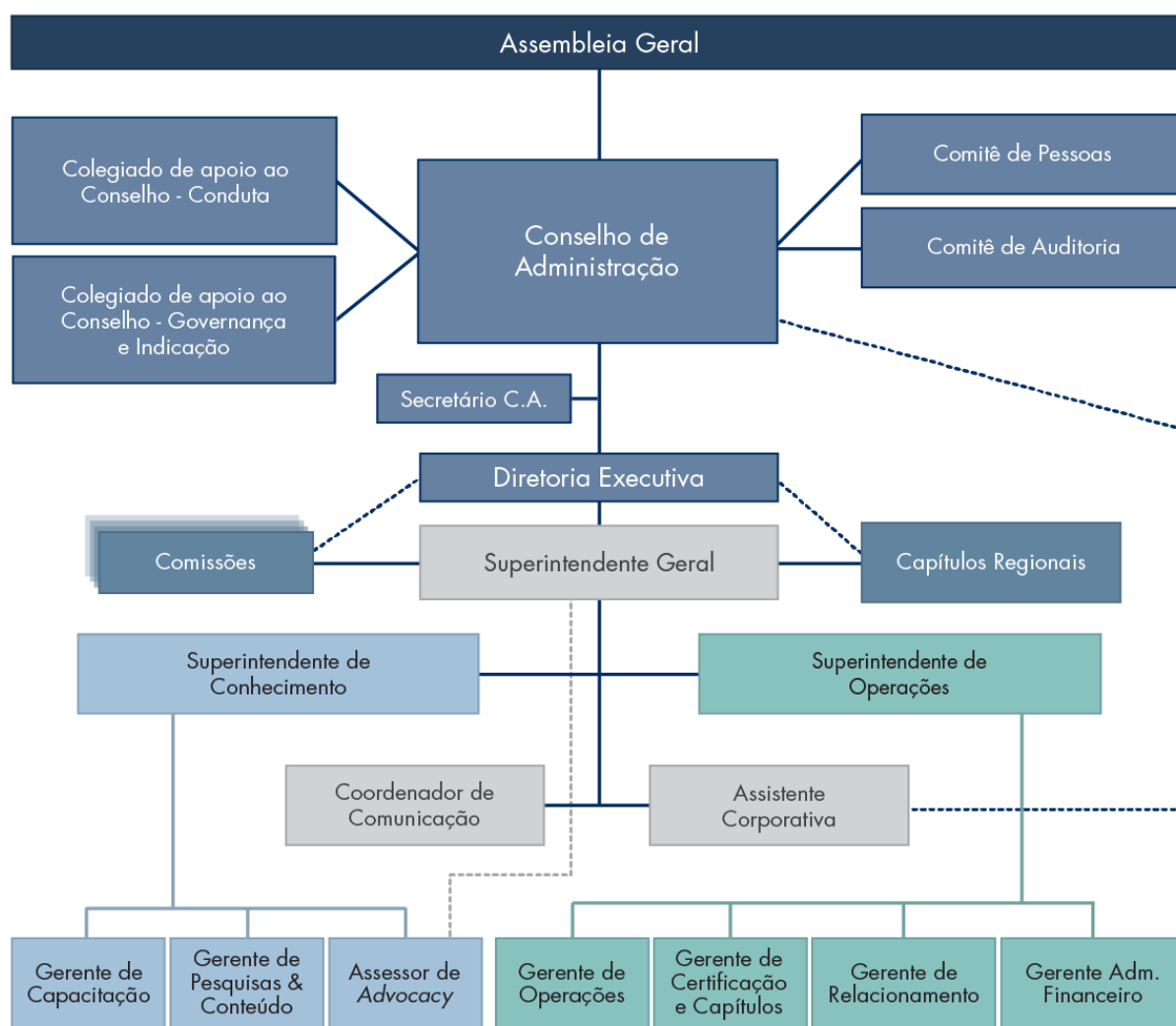
-Comitês do Conselho, são órgãos acessórios ao Conselho de Administração. Sua existência não implica a delegação de responsabilidades que competem ao Conselho de Administração como um todo;

-Conselho fiscal, é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras. Conforme o estatuto pode ser permanente ou não. Sua instalação, no segundo caso, dar-se-á por meio do pedido de algum sócio ou grupo de sócios;

-Diretoria, o diretor-presidente é responsável pela gestão da organização e coordenação da Diretoria. Ele atua como elo entre a Diretoria e o Conselho de Administração. É o responsável ainda pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração e deve prestar contas a este órgão. Lealdade é seu dever para com a organização.

Como exemplo de adaptação da estrutura de Governança Corporativa sugerida pelo IBGC é a do próprio Instituto, conforme a figura abaixo.

Figura 2 - Estrutura de Governança Corporativa do IBGC



Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015)

Esta estrutura é composta pela Assembleia Geral, Conselho de Administração (CA), Diretoria, Superintendência e os órgãos de apoio, como comitês do CA, comitês coordenadores dos Capítulos Regionais e comissões (Especiais, de Apoio à Gestão, Setoriais e Temáticas) IBGC (2015). Cabendo funções distintas a cada órgão que compõe a Governança Corporativa do Instituto, conforme descrito pelo IBGC:

Assembléia Geral, trata-se de foro de manifestação dos associados e para prestação de contas do IBGC; as assembleias têm como competência a eleição e destituição dos membros

do Conselho de Administração, a destituição dos membros da Diretoria, a aprovação das contas, a alteração do Estatuto Social, a deliberação do orçamento e outras decisões do interesse do Instituto conforme seu estatuto social;

-Conselho de Administração, criado desde sua fundação, o IBGC conta com Conselho de Administração, composto por nove associados, eleitos em Assembleia Geral. Guardião das boas práticas de Governança, o Conselho é responsável pela orientação geral, definição da estratégia e monitoramento dos planos de ação, além de se manifestar sobre o desenvolvimento da Governança Corporativa no País.

-Comitês do Conselho, conta com o apoio de dois comitês, cuja competência está em conduzir estudos sobre matérias que demandem uma análise aprofundada e técnica antes de serem levadas à deliberação do colegiado. Os comitês podem ser compostos por três a oito membros, devendo ser todos eles conselheiros, podendo contar com convidados externos.

-Colegiados de Apoio ao Conselho, exercem funções predominantemente consultivas, com o objetivo de apoiar o Conselho de Administração e/ ou a Assembleia de Associados em debates sobre temas específicos de Governança Corporativa por meio de seus pareceres, estudos e opiniões. São compostas por associados ao IBGC nomeados diretamente pelo Conselho de Administração.

-Comitês coordenadores dos capítulos, compostos por associados vinculados a uma determinada filial do Instituto. Os Capítulos promovem assembleia especial de associados locais para eleição de seu Comitê Coordenador, cuja atribuição está em executar as metas e orçamentos e apresentar propostas de interesse da filial para aprovação do Conselho de Administração.

-Diretoria, composta por dois a cinco associados. A Diretoria tem seus integrantes eleitos pelo Conselho de Administração para igual período de mandato: dois anos e admitida uma reeleição. Atualmente dividida nas áreas Administrativa, Jurídica e Financeira, a Diretoria tem como atribuição gerenciar as atividades sociais, de negócios e operações do Instituto e zelar pela observância da lei, do Estatuto e pelo cumprimento das deliberações tomadas na Assembleia Geral, reuniões do Conselho de Administração e em suas próprias reuniões.

-Superintendências, indicada pelo Conselho de Administração, a Superintendência Geral coloca em prática os direcionamentos e orientações emanadas pelo Conselho e pela Diretoria e recebe apoio de sua equipe, segmentada em dois pilares: Superintendência de Operação e de Conhecimento.

Assim, como se pode perceber, com a mudança na estrutura, surgem novos componentes, como por exemplo, o conselho familiar em empresas familiares de capital aberto, tudo depende da necessidade da companhia.

## 2.2 BOLSA DE VALORES

No âmbito histórico, não existe uma definição clara sobre a origem das bolsas de valores. Existem escritores que afirmam que a origem seria grega, outros romana e existem até mesmo aqueles que atribuem a origem das bolsas de valores nos bazares palestinos.

Contudo, o que cabe destacar, é que, conforme expõe Rudge e Cavalcante (1998, p. 136) “o comportamento dos mercadores sintetizava o procedimento comercial que daria vida as Bolsas: a negociação de viva voz, superando barreiras geográficas, linguísticas e ideológicas.”

No entanto, estas bolsas de valores se limitavam a operações relativamente simples, como compra e venda de moedas, metais preciosos e letras de câmbio, e não possuíam caráter associativo e nem estavam relacionadas à títulos e valores mobiliários.

Sobre a palavra bolsa, Pinheiro (2009, p. 240) esclarece que no sentido comercial e financeiro, a expressão originou-se na cidade Belga de Brujas, onde se realizavam assembleias de comerciantes na casa do senhor Van der Burse, em cuja fachada existia um escudo com três bolsas, brasão do proprietário, simbolizando honradez e méritos por sua atuação na área comercial.

É notório que a partir de então as bolsas de valores sofreram profundas modificações e adaptações, sobretudo com a expansão das sociedades por ações, onde, a bolsa assumiu papel importante na oferta e demanda de capitais. Hoje, pode-se definir as bolsas de valores como sendo, conforme Pinheiro (2009, p. 240)

Instituições de caráter econômico que têm como objeto a negociação pública mercantil de títulos e valores mobiliários, ou seja, é um local onde se compram e vendem ações. Nelas ocorre a canalização da oferta e demanda dos investidores e a publicação oficial dos preços ou cotações resultantes das operações realizadas.

Cronologicamente falando, a primeira Bolsa de caráter internacional fora criada na cidade de Amberes, também belga, no ano de 1.531. Mais tarde, em 1.554 surgiu a bolsa inglesa, sediada na cidade de Londres, a francesa em 1.724, e no ano de 1.792 fora criada a bolsa norte-americana na cidade de Nova Iorque. No Brasil, o desenvolvimento da Bolsa de Valores está ligado ao desenvolvimento da estrutura financeira do país. No entanto, conforme Rudge e Cavalcante (1998, p. 137), “antes do século XIX não se encontravam instituições organizadas, mas apenas indivíduos exercendo as funções (...) de corretores.” E somente em 13 de março de 1897 foi expedido o Decreto nº 2.475, que constituiu-se na espinha dorsal da legislação nacional sobre Bolsas e Corretoras em São Paulo. Por ato de seu governo estadual foi aprovada uma tabela de corretagem para a até então Bolsa Livre de Valores, que como relataram Rudge e Cavalcante (1998, p. 138), que “Este fato representou o passo inicial para a criação dos primeiros cargos de corretores de fundos públicos. Em 1897, O Governo Estadual instituía a Bolsa Oficial de títulos de São Paulo.”. Desde então, ao passo das reformas que regulamentaram e institucionalizaram o sistema financeiro nacional, originadas no ano de 1.964, que as Bolsas de Valores assumiram as características que hoje possuem.

Atualmente, conforme relata Pinheiro (2009, p. 240-241), como características, a Bolsa de Valores é um mercado público, onde os títulos e valores são negociados. Apenas os títulos das entidades que tenham sido admitidas a negociação são negociáveis e as transações estão garantidas economicamente e juridicamente em virtude da regulamentação existente, que garante às operações as qualidades dos valores. Ainda, a Bolsa de Valores deve promover a livre concorrência e a diversificação em grande número de investidores e instituições financeiras para que não haja monopólio do mercado, além da transparência na fixação dos preços, gerando credibilidade e confiança.

As Bolsas de Valores possuem diversificadas funções, como facilitar a troca de fundos entre as entidades que precisam de financiamento e os investidores; proporcionar liquidez aos investidores em bolsa, permitindo a recuperação dos investimentos aos investimentos quando necessário através da venda de seus ativos; fixar os preços dos títulos através da oferta e da procura dos mesmos; propiciar informações aos investidores sobre as empresas que negociam em Bolsa; proporcionar confiança aos investidores, uma vez que as compras e vendas de títulos estão garantidas judicialmente; além de publicar os preços e as quantidades negociadas para informar aos investidores e entidades interessadas (Pinheiro. 2009, p. 241).



Nas Bolsas de Valores existem diversos participantes, sendo eles pessoas físicas e/ou jurídicas, caracterizadas como tomadores de capitais (empresas que visam obter recursos para seus investimentos); os ofertadores de capitais (empresas ou participantes que objetivam aplicar suas sobras de liquidez com a finalidade de obter ganho); e os mediadores (instituições financeiras que operacionalizam as demandas dos compradores com a oferta dos vendedores de títulos). Estes participantes podem apresentar caráter de investidores, onde utilizam os mercados das bolsas a fim de obter rendimento em longo prazo. Mas podem apresentar também características de especuladores quando se utilizam desses mercados para obterem lucros em curto prazo, sem se preocuparem com os títulos que estão comprando, que em função da volatilidade do mercado buscam oportunidades de ganho na compra e venda de 8 ações. Há ainda os gestores financeiros que realizam a gestão das empresas para captar recursos a baixo custo e investir recursos sem risco com prazos adequados (Pinheiro. 2009, p.241).

Por fim, como afirma Pinheiro (2009, p. 242)

Podemos dizer que a função de uma bolsa de valores não é a de criar riqueza, mas a de transferir os recursos da economia, pois a cada entrada de fundos no mercado bursátil corresponde a uma fuga de capitais previamente aplicados, que representa simples transferência de propriedade. Isso não significa que as bolsas são organizações neutras com relação à economia. A existência das bolsas propicia aos possuidores de títulos patrimoniais e aos subscritores de novas emissões a certeza da liberação do capital investido, e essa convicção os leva a realizar o investimento.

Desta forma, fica bem evidenciada a criação de riqueza social através das bolsas de valores, uma vez que são elas os organismos que impulsionam o processo e mecanismos de democratização do capital.

No mercado brasileiro, com o intuito de melhorar as práticas de governança, foram criados os níveis diferenciados de Governança Corporativa (Novo Mercado, Nível um, Nível 2), que de acordo com a BM&FBOVESPA (2015) possuem como propósitos, a redução da assimetria informacional e o risco dos investidores por possibilitar um maior e melhor acesso as informações.

Ainda segundo BOVESPA (2015), este segmento é destinado à negociação de ações de empresas que adotem voluntariamente práticas de Governança Corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação.

Para garantir que todas elas teriam um caminho a percorrer em direção ao patamar de Governança Corporativa, hoje demandado pelo mercado, foram criados também os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Portanto, a BOVESPA (2015) define um conjunto de normas de conduta para as empresas, seus administradores e controladores. Aderir a tais práticas de Governança Corporativa distingue as companhias como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, dependendo do grau de comprometimento assumido pela empresa, a tabela a seguir demonstra com clareza as exigências para a inserção dos níveis de Governança Corporativa.

Quadro 1- Requisitos para adesão aos níveis de Governança Corporativa

NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA		REQUISITOS PARA ADESÃO AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA
NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
		Obrigações de todos os administradores de assinarem o termo de anuência da BOVESPA;
		Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital e 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	
	Balço anual seguindo as normas US GAAP ou IAS GAAP;	
	Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.	
	Conselho de administração com no mínimo 5 membros e mandato unificado de 1;	
	Obrigatoriedade de 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 neste Nível;	
	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;	
	TagAlong de 100% aos ordinaristas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas;	
Emissão somente de ações ordinárias e/ou conversão de ações preferenciais em ações ordinárias (proibição de emissão de ações preferenciais)		

Fonte: Adaptado da BM&FBOVESPA (2015)

Através do quadro 1 podemos ver que para serem classificadas no nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no nível 1, a empresa e seus controladores deverão adotar um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. E para integrarem o “novo mercado”, além das exigências do nível 2, as empresas deverão emitir somente ações ordinárias, enquanto no nível 2 as ações preferenciais são admitidas.

### 2.3 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE).

Com o objetivo de atender o aumento da demanda por investimentos que fossem socialmente responsáveis e rentáveis, no final de 2005 foi criado pela Bovespa em parceria com outras instituições (ABRAPP, ANBID, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto ETHOS) o ISE.

Seguindo uma tendência das principais bolsas de valores do mundo, na premissa de que empresas que se preocupam com a sustentabilidade geram valor aos acionistas em longo prazo. O ISE, segundo Bovespa (2015), objetiva refletir o retorno de uma carteira teórica comprometimento reconhecido com responsabilidade social e sustentabilidade empresarial de maneira que estas estariam mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais.

Será integrada a carteira do ISE as ações que além de serem uma das 200 com maior negociação nos últimos 12 meses, atendam simultaneamente os seguintes critérios, conforme Bovespa (2015): a) Ter participado das negociações em pelo menos 50% dos pregões realizados nos 12 meses anteriores ao início da reavaliação da carteira; b) Atender aos

critérios de sustentabilidade determinados pelo Conselho Deliberativo, divididos nas seguintes dimensões: Geral, Natureza do produto, Governança Corporativa, Econômico, financeiro, Ambiental e Social.

Conforme Bovespa (2015) deixará de compor o ISE a empresa que: a) Deixar de cumprir qualquer um dos critérios de inclusão; b) Durante o período vigente da carteira, entrar em regime de recuperação judicial ou falência; c) No caso de oferta pública resultando em retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado; d) Durante a vigência da carteira, deixarem de cumprir algum critério que altere significativamente seus níveis de sustentabilidade e responsabilidade social; e) Suspensão de negociação da respectiva ação por mais de 50 dias.

A vigência da carteira do ISE é de um ano iniciada em 01 de janeiro e termino dia 31 Dezembro correspondente de cada ano.

### 3 METODOLOGIA

O presente estudo, quanto a seu objetivo é exploratório, pois pouco se tem na literatura à respeito da relação governança e o valor de mercado das empresas, para Gil (1999, p. 43) “a pesquisa exploratória é desenvolvida no sentido de proporcionar uma visão geral acerca de determinado fato.” Para Beuren (2004, p. 80) “através deste tipo de estudo, busca-se conhecer com maior profundidade o assunto de modo a torná-lo mais claro ou construir questões importantes para a conclusão da pesquisa”.

Além de exploratória, a pesquisa também é bibliográfica, com uso de fontes secundárias, pois houve a consulta a artigos, a livros e a bases de banco de dados e segundo Gil (2002) e Marconi e Lakatos (2010) é desenvolvida com base em materiais já elaborados e já tornados públicos, em relação a o tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, materiais cartográficos, mas, principalmente, livros e artigos científicos. Através das publicações já realizadas foi elaborado o trabalho inicialmente com uma perspectiva histórica da Governança Corporativa e com o intuito de reunir várias publicações isoladas sobre Governança Corporativa e atribuindo uma nova leitura as mesmas.

Quanto à abordagem do problema ora apresentado, a metodologia apresenta pesquisa quali-quantitativa, fazendo análises mais profundas sobre o tema abordado, destacando suas características e resultados. Beuren (2004) destaca que a pesquisa qualitativa é um tipo de pesquisa que é “primordial no aprofundamento de questões relacionadas ao desenvolvimento da Contabilidade, seja no âmbito teórico ou prático”. Richardson (2011, p. 68) argumenta que “a pesquisa qualitativa pode ser caracterizada como tentativa de uma compreensão detalhada dos significados e características situacionais apresentadas”. Através da pesquisa qualitativa pode-se dizer que é realizada uma análise mais complexa com relação ao objeto de estudo da pesquisa. Contudo, como neste estudo existiu a necessidade de utilização de técnicas de medida e necessidade de conhecer a variação de taxa de retorno, logo, se buscou os recursos da característica quantitativa desta pesquisa. Santos (2009, p. 130) salientam que “a combinação de diversas técnicas de pesquisa possibilita o desenvolvimento de pesquisas mais precisas e interessantes. O desenho multi-método, com a combinação de estratégias quali-quantitativa parece ser mais completo e efetivo do que os realizados exclusivamente com uma das duas abordagens.”

Na parte quantitativa desta pesquisa utilizou-se de cálculos de percentuais de crescimentos, variações e de fórmula matemática para apurar a taxa média de variação dos crescimentos dos valores de mercado das ações das companhias em estudo.

### 3.1 AMOSTRA E COLETAS DE DADOS

Para verificar se realmente os valores de mercado das ações aumentam quando as empresas aderem a níveis de governança, foi inicialmente pego o número de empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, que revelam voluntariamente sua preocupação com a sustentabilidade empresarial, através da carteira ISE, composta por 40 empresas, e optou-se pelas empresas da carteira ISE como forma de delimitação, pois nesta carteira estão as empresas que se destacam por se preocupar com sua sustentabilidade, além disso, se teria acesso ao período de adesão das empresas à Governança corporativa. Após, foram selecionadas as empresas que possuíam algum nível de Governança Corporativa. Reduzindo para 11 empresas a serem pesquisadas.

A presente pesquisa teve consultas documentais, relatórios da administração, demonstrações, e a outros documentos emitidos pelas 11 empresas selecionadas, seja em seus sites próprios, ou no site da BMF&BOVESPA, ou pelo banco de dados do Economática, que utiliza-se de informações contábeis para gerar seu banco de dados. O sistema Economática é uma ferramenta extremamente potente e amigável para análise de ações e de fundos de investimento. Trata-se de um conjunto de avançados módulos de análise que operam sobre uma base de dados de grande abrangência e de alta confiabilidade, (ECONOMÁTICA, 1986).

O levantamento dos dados para a pesquisa se deu quase em seu total, por meio da pesquisa aos documentos, exceto para confirmação da Taxa de Crescimento médio, outaxa de crescimento do valor de mercado nos períodos selecionados.

De acordo com Wikihow (2015) para obter a taxa média de crescimento ou taxa de crescimento do valor de mercado, é necessário diversos intervalo de tempo, onde os dados devem ter valores regulares, cada um com o valor correspondente, a unidade para os valores do tempo não importa, este método trabalhará com os dados reunidos em um período de segundos, minutos, dias, anos etc, utilizando a formula: taxa de crescimento =  $(\text{presente} / \text{passado})^{1/n} - 1$ , onde n é igual quantidade de período de tempo.

No presente estudo a unidade de valor de tempo é anual, onde a taxa de crescimento será calculado no período de 12 meses anterior e posterior a adesão.

Para a tabuação dos dados encontrados na busca documental e pela taxa de crescimento foram criadas tabelas, quadros e gráficos.

Realizada a coleta de dados e as pesquisas bibliográficas necessárias, será desenvolvida a análise dos dados obtidos.

### 3.2 ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados é o momento de confrontar dados, os mesmos eram a lista das empresas da carteira ISE da BMF&BOVESPA, os valores de mercado de suas ações, as variações do valor de mercado das empresas pesquisadas, a média das variações por período e a taxa de crescimento do valor de mercado.

De acordo com Gil (1999, p.168):

[...] a análise tem como objetivo organizar e sumariar os dados de forma tal que possibilitem o fornecimento de respostas ao problema proposto para investigação. Já a interpretação tem como objetivo a procura do sentido mais amplo das respostas, o que é feito mediante sua ligação a outros conhecimentos anteriormente obtidos.

Na análise foram comparados os desempenhos das empresas através dos valores e dos percentuais de crescimento do valor de mercado das suas ações. Foram criados dois períodos,

o primeiro compreendia os 12 meses que antecederam a adesão da Governança Corporativa, respeitando o mês de adesão de cada empresa, e o segundo período, os 12 meses posteriores a adesão.

#### 4 ESTUDO

O estudo foi realizado em 11 empresas listadas na BMF&BOVESPA, de diferentes segmentos. Para chegar nesta quantidade foram definidas delimitações sendo a principal delas, fazer parte da Carteira do ISE- Índice de Sustentabilidade Empresarial.

A carteira do ISE de 2015 é composta por 51 ações de 40 companhias de 19 setores diferentes, onde dessas 40 empresas, 34 estão em diferentes níveis de Governança Corporativa. Para uma melhor análise dos dados será eliminado ações preferenciais, empresas que tenha ocorrido qualquer processo de mudança ou reestrutura. O quadro a seguir demonstra as 40 empresas listadas na carteira do ISE vigente em 2015.

Quadro – 2 Carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE2015

AES TIETÊ	CEMIG	ELETROBRAS	ITAUSA	SABESP
B2W DIGITAL	CIELO	ELETROPAULO	ITAU UNIBANCO	SANTANDER BR
BANCO DO BRASIL	COELCE	EMBRAER	JSL	SUL AMERICA
BICBANCO	COPEL	EVEN	KLABIN S/A	TELEF BRASIL (TELEFÔNICA)
BRADESCO	CPFL ENERGIA	FIBRIA	LIGHT S/A	TIM PART S/A
BRASKEM	DURATEX	FLEURY	LOJAS AMERIC (LOJAS AMERICANAS)	TRACTEBEL
BRF SA	ECORODOVIAS	GERDAU	LOJAS RENNER	VALE
CCR SA	ENERGIAS BR (EDP)	GERDAU MET	NATURA	WEG

Fonte: ISE - Índice De Sustentabilidade Empresarial (2015)

Tendo em vista a população apresentada de 40 empresas da carteira de ISE 2015, conforme evidenciado acima foi possível delimitar e parametrizar a amostra pesquisada. Tendo em vista o montante de 34 empresas que aderem a algum nível de Governança Corporativa, sendo dessas 28 ações ordinárias, eliminando as empresas que não aderem a nenhum nível, empresas que não tenha negociação sem níveis de Governança Corporativa pelo menos no período de um ano, ou seja, a amostra desta pesquisa científica foi o total de 11 empresas que aderem a algum nível de governança, que possuem ações ordinárias, e tenham negociações com e sem Governança Corporativa no período de 24 meses, sendo 12 antes e 12 após a adesão da Governança Corporativa sendo elas BANCO DO BRASIL, BANCO BRADESCO, BRF AS, CEMIG, COPEL, ELETROBRAS, EMBRAER, FIBRIA, GERDAU, GERDAU METALÚRGICA E BANCO ITAÚ UNIBANCO.

Sendo assim, conforme citado anteriormente, o total de 11 empresas de diversos seguimentos, todas com níveis de Governança Corporativa, participantes da carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial-ISE 2015, e que possuem negociações de ações com e sem governança pelo menos no período de um ano antes e um ano após a data de adesão.

#### 4.1 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Após a definição das 11 empresas para amostra da pesquisa, com o auxílio do sistema economática, foi possível obter os dados necessários para a realização do estudo, com os valores de mercado mensal do período de dois anos, referente a um antes e um depois a adesão de níveis de Governança Corporativa, com essas informações foi possível a elaboração do apêndice A e B, aonde demonstra a partir da adesão o valor de mercado correspondente de cada empresa com o período anterior e posterior a data de adesão.

Com a elaboração dos Apêndices A e B foi possível verificar o progresso do valor de mercado das empresas de forma simples, porém para uma melhor análise dos dados, foi necessário calcular variação mensal do valor de mercado de cada empresa utilizando a fórmula (valor final / por valor inicial \* 100), sendo possível encontrar a variação mensal de cada período comparado com o valor inicial que é = 100%, abaixo de 100 significa queda do valor de mercado, acima de 100 significa aumento do valor de mercado, como podemos observar no quadro a seguir.

Quadro 3 – Variações do valor de mercado das empresas pesquisadas

PERIODO	BB	Bradesco	BRF SA	CEMIG	COPEL	ELETR OBRAS	EMBRAE R	FIBRIA	GERDA U	GERDAU MET	ITAUU NIBAN CO
-12	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
-11	103,10	104,53	102,28	96,88	104,96	89,65	104,89	86,15	113,54	105,72	101,65
-10	101,96	104,53	98,72	99,83	127,29	90,55	108,66	96,56	119,74	99,12	104,27
-9	112,02	101,77	97,44	121,19	115,09	88,49	116,62	101,01	121,52	107,48	92,85
-8	141,37	84,92	91,18	116,63	117,04	97,75	119,04	103,59	98,77	112,87	81,09
-7	134,86	105,89	86,77	108,21	111,24	104,66	116,47	99,46	91,48	105,61	91,65
-6	127,69	109,45	75,96	102,02	106,14	113,65	115,99	118,00	87,99	116,39	87,67
-5	137,46	123,41	82,50	91,38	110,88	135,95	129,40	107,61	116,35	112,87	100,96
-4	174,43	109,86	66,86	95,45	101,74	109,00	135,14	108,33	101,43	127,50	96,98
-3	179,12	107,55	77,67	104,16	99,96	108,62	125,00	123,28	102,56	115,62	82,41
-2	180,78	110,84	71,55	105,70	107,41	107,55	128,22	130,17	101,43	123,10	82,11
-1	197,56	110,91	84,78	93,57	119,68	108,15	124,46	143,07	88,08	127,72	79,13
1	183,06	110,38	62,30	100,63	108,58	109,47	116,49	141,71	91,14	159,08	74,95
2	168,09	105,62	60,74	110,40	115,16	104,67	119,25	166,52	93,40	155,12	69,82
3	167,82	103,96	81,22	117,29	117,24	117,51	114,94	178,61	91,19	164,25	93,54
4	161,43	88,44	77,24	118,66	119,70	116,52	119,27	209,62	71,34	169,75	98,39
5	159,75	98,82	81,51	132,00	101,66	111,87	135,39	177,21	98,77	205,83	80,93
6	174,68	115,19	75,39	146,54	95,18	103,74	137,44	180,01	120,83	213,53	78,44
7	198,93	105,21	91,32	142,11	81,14	105,09	142,07	168,17	115,31	214,08	96,22
8	215,24	113,35	111,38	123,79	96,10	107,70	133,39	182,17	127,92	244,11	108,85
9	233,74	127,38	121,76	126,64	87,70	121,46	136,17	192,58	144,02	297,36	109,79
10	230,71	128,44	114,94	114,00	79,65	133,48	147,93	199,29	147,86	316,06	106,22
11	224,29	130,54	125,32	91,89	78,42	113,67	143,60	223,54	167,06	349,28	116,80
12	234,07	116,24	162,73	91,21	93,73	116,40	148,30	210,25	165,44	351,71	120,86

Fonte - Elaborado pelo autor (2015)

Como podemos observar no quadro-3, as variáveis oscilam mês a mês, dificultando uma análise mais precisa da tabela, porém na maioria das empresas houve um aumento do valor de mercado comparado a variação inicial com a final, apenas duas das 11 empresas tiveram queda em sua variação.

Para uma melhor análise dos dados, o quadro a seguir demonstra as médias calculadas por período através de dados obtidos do quadro 3, onde demonstra a média das variáveis por período, podendo assim, avaliar de um modo geral se houve de fato valorização das empresas através das amostras pesquisadas.

Quadro 4 – Média das Variáveis por período

PERÍODO/MESES	MÉDIA
-12	100
-11	100,3844
-10	104,1054
-8	106,8851
-8	107,1773
-7	107,273
-6	111,5097
-5	117,9447
-4	117,848
-3	123,4191
-2	129,6899
-1	198,5865
1	250,166
2	282,6359
3	310,5794
4	349,0923
5	350,731
6	392,9818
7	392,1799
8	434,0237
9	498,3947
10	512,8178
11	519,6635
12	524,4458

Fonte - Elaborada pelo autor (2015)

Através do quadro-04, apesar da média de variação não chegar a ficar abaixo da média inicial, mantendo-se sempre em crescimento, é evidente que após aderir a níveis de Governança Corporativa a média das variáveis aumentou positivamente, de forma mais acelerado comparado com os períodos anteriores. Para comparar e obter melhor análise referente ao crescimento desse período será aplicado a fórmula: taxa de crescimento =  $(\text{presente} / \text{passado})^{1/n} - 1$ , onde n é igual quantidade de período de tempo, podendo assim através do quadro a seguir melhor analisar o crescimento do valor de mercado referente ao período anterior e posterior a adesão.

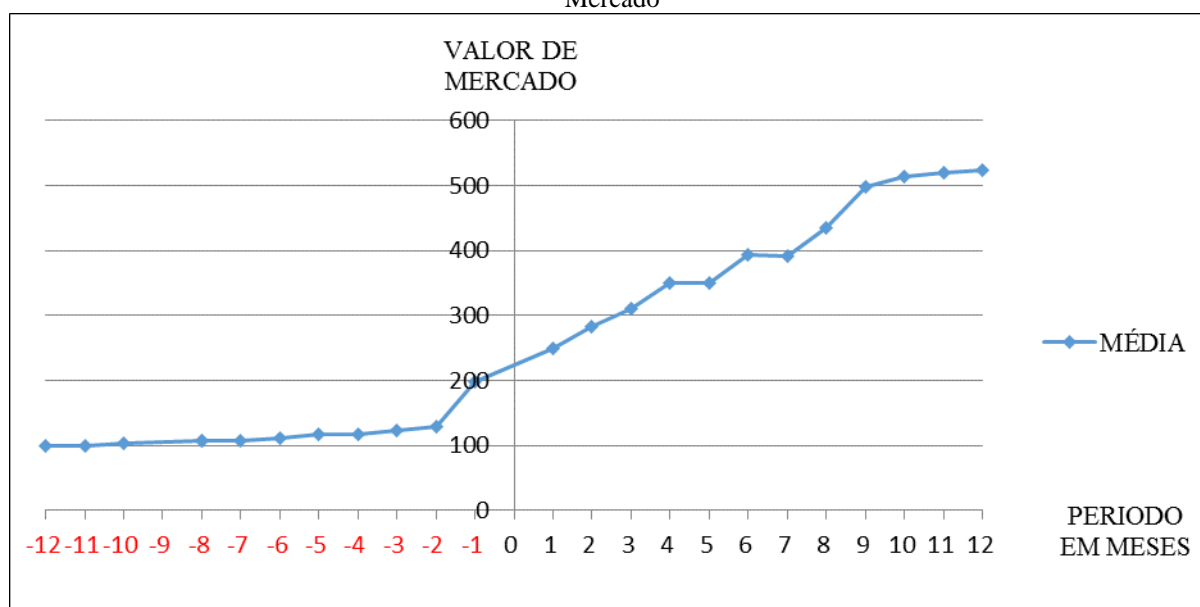
Quadro 5 – Taxa de crescimento do valor de mercado

EMPRESAS	TAXA DE CRESCIMENTO	
EMPRESA	ANTERIOR	POSTERIOR
<b>BRASIL</b>	5,60%	1,99%
<b>BRADESCO</b>	0,83%	0,42%
<b>BRF AS</b>	-1,31%	7,98%
<b>CEMIG</b>	-0,53%	-0,78%
<b>COPEL</b>	1,44%	-1,17%
<b>ELETRONBRAS</b>	0,63%	0,49%
<b>EMBRAER</b>	1,76%	1,95%
<b>FIBRIA</b>	2,90%	3,20%
<b>GERDAU</b>	-1,00%	4,88%
<b>GERDAU MET</b>	1,97%	6,55%
<b>ITAUNIBANCO</b>	-1,85%	3,89%
	MÉDIA	
	0,95%	2,67%

Fonte: Elaborado pelo autor (2015)

Através da taxa média de crescimento podemos avaliar de modo geral que de fato a adesão de práticas de Governança Corporativa fez com que as empresas aqui pesquisadas tivessem um aumento significativo no seu valor de mercado, colaborando para o crescimento do seu capital. O gráfico a seguir expõe com clareza as informações contidas no quadro 04, referente a média variável das empresas pesquisadas, onde o eixo horizontal indica o período de adesão a níveis de governança

Gráfico 1 – Média da Variação do Valor de Mercado



Fonte: Elaborado pelo autor (2015)

Podemos observar que a média de variação já vem em crescimento antes mesmo da adesão de níveis de Governança Corporativa, entretanto após o período de adesão a variação permanece em crescimento, aumentando ainda mais sua variação positivamente, ou seja, podemos concluir que apesar da média obtida das empresas está em constante aumento após a



adesão de níveis de Governança Corporativa a média foi maior do que no ano anterior a adesão.

#### 4.3 ANÁLISE E SUGESTÃO

Este estudo demonstrou se existe a influência da Governança Corporativa no valor de mercado das empresas que aderem essas práticas. Através da comparação do valor de mercado das empresas antes e depois de aderir a algum nível de governança, comparando através de suas variações mensais e taxa de crescimento desse valor e se de fato existe alguma melhoria no seu desempenho após a adesão. Verificou-se que a adesão de qualquer nível de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA pode ser o fator que otimiza o valor de mercado das empresas até aqui pesquisadas, porém vale salientar que não podemos de fato fazer essa afirmação de modo geral, apenas para as empresas que foram pesquisadas, pois existem vários outros fatores que podem interferir nesse resultado, portanto com os resultados obtidos nessa pesquisa podemos ver que após a adesão comparados com o ano anterior são mais satisfatórios.

Observando a Quadro-04, nota-se que a taxa média de crescimento aumenta com a adesão da Governança Corporativa; obtêm melhor desempenho quando se faz a adesão de práticas de governança, este motivo se dá pelo fato de que a Governança oferece informações adequadas para que o investidor possa adquirir ações da empresa com mais segurança.

No entanto, vale salientar que se confirma a que a Governança Corporativa vai maximizar o valor de mercado das empresas que aderem suas práticas, no entanto deve ser considerado que existem diversos fatores que podem influenciar no valor de mercado de uma empresa, e não necessariamente apenas a adesão da governança fará com que isso aconteça.

### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar se existe influência da Governança Corporativa sobre o valor de mercado das ações das empresas. Para realização do estudo foram abordados alguns conceitos importantes no referencial teórico, como por exemplo, Governança Corporativa, Bolsa de Valores, Índice de Sustentabilidade Empresarial, entre outros, esses conceitos serviram para dar um embasamento teórico na realização do estudo.

A metodologia utilizada para a busca de informações e conceitos foi a bibliográfica, e a maneira de se chegar à resposta foi de forma quali-quantitativa, com estudo documental realizado através de informações obtidas de empresas de capital aberto listado na BM&FBOVESPA, sendo um total de 11 empresas.

Dessa forma, a pesquisa analisou se existia ou não influência da Governança Corporativa no valor de mercado das ações das instituições analisadas, avaliando se o aumento do valor de mercado se deve a adesão de níveis diferenciados de Governança Corporativa ou se o aumento é natural, independente da adesão.

Sendo assim, os objetivos deste trabalho foram alcançados, pois as informações das empresas pesquisadas mostraram que houve um aumento significativo após a adesão de práticas de Governança Corporativa, analisando o valor de mercado das instituições através das variáveis obtidas, médias mensais das variáveis e taxa de crescimento das variáveis comparando com o antes e depois da adesão da Governança Corporativa, pode-se notar que houve gradativo aumento após a adesão, ou seja, existe influência no valor de mercado. Porém, em se tratando do valor de mercado de uma instituição, pode-se dizer que vários

outros fatores influenciam no seu valor, neste estudo em específico notamos que houve o aumento do valor de mercado após a adesão em todas as empresas. Acredita-se que a oscilação encontrada possa não ser somente relacionada ao fator de adesão à governança, contudo não se tem dúvida que ele contribuiu com o aumento do valor de mercado das instituições, vale lembrar que as empresas têm períodos de adesão diferentes, sofreram diferentes interferências do mercado e são de ramos diferentes, mesmo assim obtiveram variação positiva.

Diante das dificuldades encontradas para responder a questão essencial deste estudo, devido ao grande número de variáveis que também poderiam estar influenciando no resultado, sugerimos futuros estudos que incluam em suas propostas testes com diversas variáveis unidas.

## REFERENCIAS

ALMEIDA, F. G. *Governança Corporativa no Brasil: Criação de valor com base na gestão corporativa – um estudo de caso do setor de telecomunicações*, Rio de Janeiro: PUC -Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: 2001, Dissertação de Mestrado.

BEUREN, I.M. ; LONGARAY, A.A.; RAUPP, F.M.; SOUSA, M.A.B.; COLAUTO, R.D.;

PORTON, R.A.B.; *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*- 2 ed. – São Paulo: Atlas, 2004.

BEUREN, Ilse Maria (Org.). *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática*. 3ª Edição, 5ª reimpressão – São Paulo: Atlas, 2010.

BOVESPA. *Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa*. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>, acessado em 22/04/2015

BOVESPA. *Índice de Sustentabilidade Empresarial*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&Idioma=pt-br>>, acessado em 01/06/2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Cartilha de Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: CMV. 2006. Online. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 01/06/2015

ECONOMATICA. (1986). *ECONOMATICA*. Acesso em 20 de 04 de 2015, disponível em <https://www.economatica.com.br>

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. 10 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

GIL, A. C. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. São Paulo: Atlas, 2002.

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R, D. *Administração Estratégica*. 4. Ed. Thomson, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVO (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*, 2006. Disponível em: [WWW.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br), Acessado em: 12 de Abril de 2015.

LODI, J. B. *Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. *Fundamentos de Metodologia Científica*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. *Técnicas de pesquisas*. São Paulo: Atlas, 2010.

OCVM – Diretrizes da OCDE para as empresas Multinacionais. Disponível em: <https://drive.google.com/file/d/0Bz94i2-T4z5CZWJwQkt4TWpJYXc/edit?pli=1>, acessado em 01/06/2015.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

RICHARDSON, Roberto Jarry. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de Capitais*. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

SANTOS, Tania Steren dos, *Do artesanato intelectual ao contexto virtual: ferramentas metodológicas para a pesquisa social*. In:Revista Sociologias, jan/jun. 2009, Ano 11, nº 21, p. 120-155.

SILVA, A. C. R. *Metodologia da pesquisa aplicada á contabilidade*, 1.ed. São Paulo: Atlas,2003.

WIKIHOW. *Calculo da Taxa Média de Crescimento*. Disponível em <http://pt.wikihow.com/Calcular-Taxa-de-Crescimento>, acessado em 01/06/2015.

#### APÊNDICE A - Tabela com valor de mercado referente ao período antes da adesão da Governança Corporativa.

EMPRESAS\PERIODO	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1
BRASIL	24540	25300	25020	27489,98	34692,21	33093,49	31335	33733	42806	43957	44364	48481
BRASESCO	14388	15040	15040	14643	12219	15235	15747	17756	15807	15475	15947	15958
BRF SA	703	719	694	685	641	610	534	580	470	546	503	596
CEMIG	4106	3978	4099	4976	4789	4443	4189	3752	3919	4277	4340	3842
COPEL	7179	7535	9138	8262	8402	7986	7620	7960	7304	7176	7711	8592
ELETRORAS	24455	21924	22144	21641	23904	25594	27793	33247	26655	26563	26302	26447
EMBRAER	11954	12538	12989	13941	14230	13923	13866	15469	16155	14943	15327	14878
FIBRIA	6915	5957	6677	6985	7163	6878	8160	7441	7491	8525	9001	9893
GERDAU	2031	2306	2432	2468	2006	1858	1787	2363	2060	2083	2060	1789
GERDAU MET	909	961	901	977	1026	960	1058	1026	1159	1051	1119	1161
ITAUUNIBANCO	108065	109852	112676	100339	87631	99037	94738	109106	104803	89056	88734	85511

#### APÊNDICE B - Tabela com valor de mercado referente ao período após a adesão da Governança Corporativa.

EMPRESAS\PERIODO	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
BRASIL	44924	41249	41183	39615	39203	42867	48817	52820	57359	56617	55040	57442
BRASESCO	15881	15197	14958	12725	14218	16573	15137	16309	18327	18480	18782	16725
BRF SA	438	427	571	543	573	530	642	783	856	808	881	1144
CEMIG	4132	4533	4816	4872	5420	6017	5835	5083	5200	4681	3773	3745
COPEL	7795	8267	8417	8593	7298	6833	5825	6899	6296	5718	5630	6729
ELETRORAS	26771	25597	28738	28495	27358	25369	25700	26339	29703	32642	27797	28465
EMBRAER	13925	14255	13740	14257	16185	16429	16983	15945	16278	17684	17166	17728
FIBRIA	9799	11515	12351	14495	12254	12448	11629	12597	13317	13781	15458	14539
GERDAU	1851	1897	1852	1449	2006	2454	2342	2598	2925	3003	3393	3360
GERDAU MET	1446	1410	1493	1543	1871	1941	1946	2219	2703	2873	3175	3197
ITAUUNIBANCO	80993	75450	101089	106323	87453	84767	103982	117625	118649	114792	126223	130611