

# A RELAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA COM O DESEMPENHO DAS AÇÕES DE EMPRESAS COM CAPITAL ABERTO NO BRASIL

Jonatam Cesar Gebing<sup>1</sup>, Gabriel Machado Braido<sup>2</sup>, Cíntia Scheuermann<sup>3</sup>

**Resumo:** Este artigo objetiva analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e o desempenho das ações de empresas com capital aberto no Brasil. Para verificar esses desempenhos, foram avaliadas empresas de acordo com seu nível de governança corporativa, descontando o impacto da inflação do período. Diante dos resultados obtidos, foi possível identificar indícios de que as empresas com melhores níveis de governança corporativa tendem a entregar melhores rentabilidades a seus investidores.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Mercado de capitais. Desempenho. Retorno.

## THE RELATION OF CORPORATE GOVERNANCE WITH THE SHARE'S PERFORMANCE OF COMPANIES WITH PUBLICLY TRADED IN BRAZIL

**Abstract:** This article aims to analyze the relationship between corporate governance levels and the share's performance of companies with publicly traded in Brazil. To check such performances, were evaluated companies according to their level of corporate governance, discounting the impact of inflation. Given the results, it was possible to identify evidence that companies with best corporate governance levels tend to deliver better returns to their investors.

**Keywords:** Corporate Governance. Capital Market. Performance. Return.

### 1 INTRODUÇÃO

Para se manterem vivas em um mercado cada vez mais adepto a mudanças e crescimentos exponenciais, as empresas, sejam elas de grande ou de pequeno porte,

---

1 Bacharel em Administração – Linha de Formação Específica em Análise de Sistemas pelo Centro Universitário UNIVATES - jonnygebing@gmail.com

2 Doutorando em Administração (Unisinos). Mestre em Administração (Ufrgs). Especialista em Finanças e Controladoria (Univates). Professor do Centro Universitário UNIVATES – gabrielb@univates.br

3 Pós-graduanda em nível de especialização Finanças e Controladoria (Univates). Bacharela em Ciências Contábeis (Univates) – cintias@univates.br

necessitam revisar seus valores e monitorar os valores entregues aos acionistas cotidianamente, posicionando-se, assim, de maneira mais consistente no ambiente que lhes é proporcionado. Atualmente, empresas do mundo todo têm reconhecido a importância de possuir um nível de governança corporativa definida e seguir à risca as diretrizes encontradas na sua concepção, a fim de maximizar as possibilidades de ascensão e consolidação no mercado, alinhando as expectativas da empresa com os objetivos e anseios de seus investidores.

Devido à alta tecnologia e à constante troca de informações, a falta de um nível de governança estruturado, ou um nível implementado de forma equivocada, pode ocasionar várias perdas na companhia e para seus acionistas. Com os atuais altos índices de corrupção e lavagem de informações, cada vez mais os envolvidos nos processos empresariais primam pela transparência e confiabilidade das informações passadas pelas empresas ao mercado de capitais.

Segundo Silva (2006), a governança corporativa sugere um ponto comum entre todas as definições dos autores e entidades mais influentes na atualidade, podendo ser definida como um conjunto de princípios e práticas que procura minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da organização (*stakeholders*) objetivando reduzir o custo de capital e aumentar tanto o valor da empresa quanto o retorno aos seus acionistas.

Com isso, a governança corporativa vem ganhando destaque cada vez maior nas diretorias de organizações mundo afora, em que diversos estudos e artigos vêm destacando o papel fundamental que a boa governança corporativa faz no desempenho da empresa como um todo. As métricas adotadas pelos mais diversos níveis de governança são úteis para o gerenciamento das empresas e são capazes de definir as diretrizes de alinhamento entre as administrações e seus acionistas.

Além disso, as empresas que visam à abertura de capital na Bolsa de Valores têm se preocupado amplamente com o tema em questão, pois o mercado e seus acionistas veem com bons olhos a transparência e as métricas bem definidas que somente um nível alto de governança pode oferecer às organizações. Um nível elevado de controle reflete em um aumento dos valores da organização e contribui de forma significativa para solidificar a empresa entre as melhores do seu ramo de atuação.

No âmbito nacional, o órgão responsável por definir, criar e alterar os padrões de governança é a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) BOVESPA. Nos anos 2000, foram implantados pela BM&F BOVESPA vários níveis de governança corporativa, que indicam variadas diretrizes e norteiam as empresas em seus processos relacionados à área. A criação desses níveis teve objetivo enquadrar as empresas e possibilitar ao investidor avaliar, de forma abrangente, as companhias que primam pela transparência e clareza na divulgação de suas informações e que possuem respeito considerável para com seus acionistas minoritários.

Dessa forma, este artigo se propõe a analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e o desempenho das ações de empresas com capital aberto no Brasil. Foram analisados os desempenhos das cotações acionárias de empresas, evidenciando se o nível de governança corporativa adotado pelas companhias reflete, de alguma forma, no desempenho desses índices ao longo do tempo. Para analisar os indicadores foram utilizados os dados históricos de quatro anos (2010 a 2013) de um grupo de empresas que pertencem aos

mais variados níveis de governança corporativa definidos pela BM&F BOVESPA. Os dados utilizados para esses levantamentos foram obtidos de forma gratuita nos pregões diários da entidade reguladora em questão.

Este artigo está estruturado em cinco capítulos, sendo este introdutório; o segundo capítulo apresentando o referencial teórico que embasou a pesquisa, seguido pelo capítulo terceiro, compreendendo os procedimentos metodológicos, e o quarto, apresentando e analisando os resultados obtidos. Por fim, o capítulo cinco tece as considerações finais e, finalizando o artigo, na sequência, são apresentadas as referências deste estudo.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Esta seção apresenta embasamento teórico referenciado de variados autores, com a finalidade de oferecer suporte à análise do estudo em questão.

### **2.1 Governança corporativa**

A governança corporativa vem, ao longo do tempo, ganhando destaque na administração das companhias de capital aberto no mundo todo. Segundo Leal (2007, p. 2), pode-se destacar diversas iniciativas que evidenciam isso em âmbito nacional: “a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, a nova Lei das Sociedades por Ações, o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e as Recomendações de governança corporativa da Comissão de Valores Mobiliários”.

#### **2.1.1 Conceitos e definições**

Para Steinberg et al. (2003, p. 18), a governança corporativa “constitui o conjunto de práticas e de relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria executiva, auditoria independente e conselho fiscal” e possui a finalidade de “aprimorar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

Slomski et al. (2008, p. 5) definem a governança corporativa como “um sistema de decisões e práticas de gestão voltadas para a determinação e controle do desempenho e da direção estratégica das corporações”. Nesse contexto, podemos abstrair a ideia de que a governança serve para auxiliar os gestores nas tomadas de decisão em um contexto estratégico.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”. Ou seja, a governança corporativa é definida como um conjunto de práticas sistematizadas que objetiva o aumento de valor das sociedades e a contribuição para sua perenidade e visa ao fortalecimento de sua eficiência e rentabilidade.

Ainda segundo o IBGC, a governança corporativa atua como um agente que visa ao aumento de valor da organização como um todo. Este ganho de valor é fundamentado em

três pilares: a existência de um negócio bem administrado, que gere lucros a todas as partes envolvidas e que possua controles de qualidade atribuídos e bem definidos.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2014, texto digital), “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”. Ou seja, para a CVM, a governança corporativa é resumida como o conjunto de práticas que tem como objetivo aperfeiçoar o desempenho geral das companhias protegendo todas as partes interessadas (investidores, credores, sócios, proprietários etc.). Ainda segundo a CVM (2014, texto digital) “a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia”, ou seja, uma boa prática de governança corporativa auxilia os investidores em suas decisões de investimento, pois fornece embasamento interessante sobre as formas de atuação que o investimento pode ter na companhia em questão.

### **2.1.2 História**

Segundo Silva (2006, p. 13), o movimento de governança corporativa teve início nos Estados Unidos. Na década de 1980 “os acionistas eram passivos e não monitoravam intensamente as decisões tomadas pela administração da empresa, que estava a cargo do CEO, o qual, muitas vezes, acumulava o cargo de presidente do conselho de administração”. Ou seja, até a década de 1980, o tema governança corporativa não tinha valor nas companhias. Seus acionistas não se preocupavam intensamente com os rumos das empresas e não monitoravam as decisões tomadas por elas.

No início da década de 1980, os investidores locais se deram conta de que necessitavam de controles específicos para combater os abusos de diretorias executivas das empresas e a inércia dos conselhos de administração. A partir de então foram sendo criados, gradativamente, códigos de conduta e de boas práticas de governança corporativa nos Estados Unidos, como mostra Silva (2006, p. 15): “muitos investidores institucionais elaboraram códigos de governança corporativa, os quais deveriam ser seguidos pelas empresas da carteira como condição necessária para investimentos”.

Com a evolução do tema em âmbito mundial e com os escândalos em que os controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários, a governança corporativa no Brasil acabou se desenvolvendo de forma intensificada. Esses avanços têm se mostrado necessários, segundo Silva (2006, p. 35), pelos seguintes motivos: “reflexo da abertura da economia brasileira, do aumento dos investimentos estrangeiros no país, do processo de privatização de empresas estatais e do número crescente de empresas brasileiras com acesso aos mercados internacionais”.

Ainda no Brasil, conforme Leal (2007, p. 34), “a partir dos anos 90, com a falência de algumas empresas abertas, fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança empresarial”. A partir desse momento surgia a governança corporativa em âmbito nacional, que tinha como principal finalidade combater o “conflito de agência”, que nada mais é do que a divergência entre os interesses dos gestores e os acionistas/investidores das companhias. O objetivo traçado inicialmente era o de encontrar

uma forma de alinhar o comportamento das diretorias com os desejos e ambições dos acionistas e investidores envolvidos.

### 2.1.3 Modelos

Atualmente destacam-se dois modelos de governança corporativa mais adotados pelas organizações: o anglo-saxão e o nipo-germânico.

Silva (2006, p. 12), explica que:

Os modelos de governança corporativa variam de país para país, mas, em geral, delimitam-se dois sistemas: o anglo-saxão, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, o qual predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa continental. O que diferencia esses dois sistemas são as estruturas de controle e de propriedade, as formas de monitoramento usadas pelos proprietários e suas visões a respeito dos objetivos finais das empresas.

Ainda de acordo com Silva (2006, p. 12), “No modelo anglo-saxão, a propriedade é relativamente pulverizada (*outsider system*), e a liquidez das ações é garantida na bolsa de valores, o que diminui o risco dos acionistas”. Ou seja, no modelo anglo-saxão de governança tem-se uma propriedade mais distribuída, tornando, assim, a liquidez dos papéis empresariais garantida pelas bolsas de valores. Os papéis são negociados frequentemente no mercado à vista de ações, o que causa menor risco a seus acionistas, visto que eles podem vender e comprar os papéis quando e como quiserem. Já sobre o modelo nipo-germânico, Silva (2006, p. 12) define que “existe mais concentração da propriedade (*insider system*), e as participações acionárias são de longo prazo”. Nesse modelo, observa-se o inverso do modelo anglo-saxão. A liquidez acionária é praticamente inexistente e os investidores buscam empresas com o foco no ganho ao longo prazo.

## 2.2 Boas práticas de governança corporativa

Segundo o IBGC (2009), “boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade”. Em outras palavras, as boas práticas de governança corporativa contribuem, por meio de princípios e recomendações, para o alinhamento dos interesses e para a otimização do valor das organizações de capital aberto, facilitando, assim, o acesso às informações empresariais e contribuindo de forma significativa para sua ascensão e consolidação no mercado de atuação.

Dentro das boas práticas de governança destacam-se algumas repartições e tópicos-chave, os quais são abordados a seguir.

### 2.2.1 Estrutura de propriedade

Conforme o IBGC (2009), a estrutura de propriedade pode ser definida sob o seguinte conceito: “Cada sócio é um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social”. Ou seja, boas práticas envolvendo a estrutura de propriedade definem

que todos os sócios da companhia, sejam eles majoritários, minoritários ou controladores, devem, obrigatoriamente, ter direito na tomada de decisão da empresa, levando em conta a proporção acionária que lhe pertence em comparação com o capital social da organização.

Segundo Ramos e Martinez (2006, p. 145), o maior problema encontrado em sociedades com o controle centralizado é “o interesse dos acionistas controladores em detrimento dos demais interessados, ou seja, *stakeholders*, como, por exemplo, direito sobre o fluxo de caixa, nomeação e destituição da administração”. Ainda, segundo Ramos e Martinez (2006, p. 146), “o controle centralizado pode diminuir o controle de monitoramento da administração reduzindo, conseqüentemente, o custo de agência”.

### **2.2.2 Conselho de administração**

De acordo com Slomski et al. (2008, p. 19), “o conselho de administração é o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e acionistas não controladores”. Ainda segundo Slomski et al. (2008), “cabe ao conselho de administração a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão”. Dessa forma, pode-se concluir que o conselho atua como um controlador das decisões da companhia, auxiliando os gestores e a alta cúpula empresarial a seguir as estratégias e diretrizes previamente definidas.

### **2.2.3 Auditoria**

Para Silva (2006, p. 41), a principal atribuição das auditorias nas empresas de capital aberto é “apurar a veracidade e a autenticidade das demonstrações financeiras”, sendo esta obrigatória nas companhias de capital aberto. Com isso, é possível ter mais certeza de que as informações repassadas nos balanços das empresas possuem grau alto de confiabilidade e transparência. Silva (2006, p. 41) ainda explica que “auditores independentes devem ser registrados na CVM, órgão responsável por sua regulação e fiscalização”. Dessa forma, obtém-se padronização desses agentes para que possam desempenhar suas funções com mais êxito e responsabilidade.

### **2.2.4 Conselho fiscal**

Segundo Slomski et al. (2008, p. 20), a principal função do conselho fiscal dentro das organizações com bons níveis de governança corporativa é “fiscalizar os atos dos administradores, verificando o cumprimento de seus deveres legais e estatutários, devendo denunciar erros, fraudes ou crimes que descobrir e sugerir providências úteis aos órgãos de administração”. Nesse contexto, pode-se definir o conselho fiscal como sendo o comitê fiscalizador da organização que preza pelo correto cumprimento das diretrizes de governança impostas. É seu dever também averiguar e denunciar possíveis fraudes e irregularidades encontradas na organização.

Na próxima seção são abordados os principais princípios que regem a governança corporativa.

## **2.3 Princípios da governança corporativa**

Conforme o IBGC (2009), as boas práticas de governança corporativa podem ser definidas em quatro grandes pilares: transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa. A seguir é descrito, resumidamente, cada um dos tópicos em questão.

### **2.3.1 Transparência**

O IBGC (2009, p. 19) define o conceito de transparência como:

Mais do que a obrigação de informar é 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 intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.

Ou seja, os conceitos de um modelo de transparência vão além das informações básicas que as empresas são obrigadas a fornecer a seus acionistas. Em um conceito de excelência, todas as informações de geração de valor e qualquer tipo de comunicado que possa interessar aos envolvidos devem ser divulgados. Ao fornecer informações confiáveis e transparentes, a organização torna-se bem vista pelo mercado como um todo e acaba sendo associada a um menor risco.

### **2.3.2 Prestação de contas**

Segundo o IBGC (2009, p. 19), “os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões”. Em outras palavras, as empresas devem apresentar balanços e normativas em que constam todos os dados empresariais de sua atuação no mercado e devem assumir a legitimidade de todas as informações repassadas aos envolvidos. Nesse princípio, tem-se a Contabilidade como elemento-chave para o controle eficiente de todas as informações em questão.

### **2.3.3 Equidade**

Para o IBGC (2009, p. 19), a equidade “caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis”. Ou seja, o princípio da equidade prima por tratamento justo e igual a todos os acionistas e envolvidos em operações da empresa. Incluem-se nos envolvidos os acionistas e investidores e, também, membros internos e externos da companhia, como: empregados, controladores, fornecedores, credores etc.

A organização deve garantir que todos os envolvidos sejam tratados de forma igual e precisa fornecer as mesmas informações a todos. Qualquer atitude que possa beneficiar ou prejudicar qualquer envolvido, mesmo que indiretamente, não é bem vista sob esse conceito.

### 2.3.4 Responsabilidade corporativa

Conforme o IBGC (2009, p. 19), “agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações”. Os controladores e diretores das companhias devem primar pela sustentabilidade do negócio em que as empresas estão inseridas, ou seja, é dever dos agentes de governança a preocupação com a longevidade dos negócios da companhia e o comprometimento com as decisões estratégicas tomadas.

Na próxima seção será abordada a governança corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F BOVESPA).

### 2.4 Governança corporativa na BM&F BOVESPA

Fundada em 23 de agosto de 1890, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) passou a existir com o objetivo de centralizar em um só local e adequar a realização das transações de compra e vendas de papéis de empresas com capital aberto. A partir de outubro de 2007, passou a ser listada e negociada no mercado de capitais Brasileiro e em 2008 ocorreu a sua fusão com a BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), o que a transformou na segunda maior bolsa de valores das Américas e passou a ser conhecida como a “Nova Bolsa” (BM&F BOVESPA, 2014, texto digital).

Monte et al. (2009, p. 22), explicitam que:

A criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA foi inspirada no *Neuer Markt* alemão, que também exige das empresas a adoção de práticas de governança superiores que funcionam como um selo de qualidade das obrigações contratuais assumidas pela empresa.

Ou seja, a criação dos diversos níveis de governança corporativa pelo órgão regulador brasileiro funciona como um atestado de níveis de qualidade aplicados na gestão e transparência das organizações. Nos anos 2000 foram lançados oficialmente pela BM&F BOVESPA os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Já em 2001 foi lançado pela BM&F BOVESPA o Índice de Governança Corporativa (IGC), que visa amedir o desempenho da carteira de ações de empresas com bons níveis de governança corporativa (BACHMANN; AZEVEDO; CLEMENTE, 2012).

Segundo a BM&F BOVESPA, cada um dos níveis atribuídos corresponde a um conjunto de práticas e normas adotadas visando à excelência em sua governança. Os principais níveis de governança atualmente aplicados pelo órgão são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo cada um dos níveis pré-requisito para a aprovação em um nível mais elevado. Ou seja, uma empresa que deseja ingressar no Novo Mercado (maior nível de governança existente) deve contemplar também todos os requisitos exigidos pelos níveis mais baixos: Nível 1 e Nível 2. No Quadro 1 são detalhados cada um dos níveis e suas práticas associadas.



Quadro 1 – Exigências para aplicação dos níveis de governança corporativa

<b>Nível 1</b>
<p>Apresentação de demonstrações financeiras consolidadas trimestralmente, além de demonstrações do fluxo de caixa da companhia e consolidados.</p> <p>Abertura e divulgação de posição acionária de todos acionistas que possuem 5% ou mais das ações em circulação.</p> <p>Divulgação da quantidade e das características dos valores imobiliários detidos por grupos controladores, membros de conselho de administração ou fiscal.</p> <p>Evolução das posições descritas acima em um período de 12 meses anteriores.</p> <p>Divulgação da quantidade de ações em circulação, separadas por espécie e classe, e seu percentual em comparação à totalidade de ações da companhia.</p> <p>Apresentação de documentos comprobatórios de revisão especial emitido por auditor independente.</p> <p>Disponibilização de um calendário de eventos corporativos que contemple todas as datas importantes no ano corrente.</p> <p>Realização de ao menos uma reunião pública anual com analistas e demais interessados, a fim de apresentar a situação atual da companhia e suas perspectivas futuras.</p> <p>Divulgação mensal de quaisquer negociações relativas a valores imobiliários com emissão da companhia e seus derivativos.</p> <p>Cumprimento dos princípios de equidade envolvendo a emissão de novos ativos por parte de acionistas controladores ou diretores da empresa.</p>
<b>Nível 2</b>
<p>Em uma possível venda do controle acionário da companhia, ela é obrigada a estender a oferta de compra a todos os acionistas de ações ordinárias pelo mesmo valor de aquisição acionária do grupo de controle. Aos detentores de ações preferenciais é garantido o direito de 80% do valor de aquisição das ações ordinárias.</p> <p>Formatação dos balanços financeiros levando em consideração os acordos, normativas e padrões internacionais.</p> <p>O conselho de administração deverá ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de, no máximo, dois anos.</p> <p>A companhia não deve possuir partes beneficiárias.</p> <p>Obrigatoriedade de efetuar uma oferta para compra de todas as ações em circulação em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação.</p> <p>Adesão às normas da Câmara de Arbitragem com a finalidade de resolver possíveis conflitos societários.</p> <p>Concessão do direito de voto aos portadores de ações ordinárias em alterações com alta relevância corporativa, incorporação de empresas, fusões, ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre empresas do mesmo grupo societário.</p> <p>Adequação dos balanços trimestrais às normas de demonstrações contábeis em US GAAP (em inglês e em formato americano) ou IASC GAAP (em inglês e em dólares ou euros).</p> <p>Garantir que no mínimo 25% das ações da companhia estejam em circulação, visando a melhora de sua liquidez e à pulverização das ações.</p>
<b>Novo Mercado</b>
<p>A empresa deve possuir e emitir somente ações de classe ordinárias, dando direito de voto a todos os acionistas da companhia.</p> <p>Obrigatoriedade do <i>Tag Along</i>, ou seja, em caso de venda do controle da companhia, o comprador deverá estender os valores ofertados na compra a todos os acionistas da empresa a fim de assegurar o mesmo tratamento dado ao grupo controlador.</p>

Fonte: Elaborado pelos autores com base em BM&F BOVESPA (2014, texto digital).

### 2.4.1 *Tag Along*

Conforme Aguiar (2005), o *Tag Along* possui papel importante para investidores minoritários, pois garante a eles que a alienação, seja ela direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia de capital aberto, somente poderá ser efetuada se o acionista que está adquirindo as ações se comprometa a efetuar uma oferta pública para a aquisição da totalidade remanescente de ações ordinárias da companhia.

Segundo a BM&F BOVESPA, o *Tag Along* assegura por sua vez que, em caso de alienação da empresa por alteração de controle, o acionista adquirente pague aos acionistas minoritários no mínimo 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Algumas companhias também estendem os benefícios do *Tag Along* a suas ações preferenciais e outras ainda asseguram percentual de pagamento maior do que os 80% exigidos formalmente.

A existência do mecanismo em questão é uma prática interessante de governança corporativa e é vista como uma prática que visa a transparência e que agrega valor interessante à companhia perante o mercado.

### 2.4.2 Relação com investidores

De acordo com o Guia da Bovespa (2000), os primeiros indícios de Relação com Investidores (RI) iniciaram na década de 1950, mas somente em 1969 ocorreu a formalização de um código de ética voltado à área. Na década de 1980 o código passou por profundas reformulações devido à alta concentração de investidores e do intenso movimento do mercado americano. A partir de então o papel da área de Relação com Investidores tem ganhado cada vez mais importância perante os investidores em geral.

Ainda segundo o Guia da Bovespa (2000), na década de 1980 foram dados os primeiros passos relacionados ao tema no Brasil. As empresas mais destacadas na época passaram a acompanhar a Associação dos Analistas Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) em palestras e diálogos com investidores e investiram alguns recursos em envios de correspondências e alertas aos investidores, além de palestras e visitas personalizadas. A partir de então e até os dias de hoje, cada vez mais aumentam a importância e a demanda de informações solicitadas a essa área, reflexo da atenção e do comprometimento dos acionistas em saber como anda o negócio em que suas companhias estão inseridas.

Para o Instituto Brasileiro de Relação com Investidores (IBRI), a área de RI pode ser definida como:

O conjunto de atividades, métodos, técnicas e práticas que, direta ou indiretamente, propiciem a interação das áreas de Comunicação, *Marketing* e Finanças, com o propósito de aprimorar o relacionamento entre os agentes atuantes no mercado de capitais e de divulgar informações que possibilitem a avaliação do desempenho atual e prospectivo de companhias que tenham títulos ou valores mobiliários negociados no mercado de capitais nacional ou internacional.

Com isso, evidencia-se que uma das grandes importâncias da área de Relação com Investidores é promover a fixação de uma imagem positiva da organização, divulgando a todos o trabalho e os relatórios da companhia a fim de atingir todas as partes envolvidas da empresa (acionistas, diretores, clientes, fornecedores, colaboradores etc.).

Conforme Soares e Marques (2003, p. 3), a área de RI “é o elo entre o Mercado e a Empresa, entre a fonte de recursos e seu captador”.

A empresa deve primar sempre para que todos os envolvidos recebam a mesma informação no mesmo tempo, para que não haja, de forma alguma, privilégios ou qualquer benefício ilegal a qualquer um dos envolvidos. Pode-se dizer também que o profissional da área de RI se torna a voz do mercado na empresa e a voz da empresa perante o mercado. Por ser o canal de entrada dos investidores para a companhia, o departamento de Relação com Investidores precisa ser trabalhado de forma bastante profissional e precisa ser capacitado a fornecer as informações corretas em tempo aceitável a todos os interessados.

## **2.5 Inflação e IPCA**

Segundo Souza (2009, p. 44), pode-se conceituar a inflação como “o aumento contínuo e generalizado dos preços dos bens e serviços em uma economia”. Já Amado e Mollo (2003, p. 66) definem a inflação como “o crescimento do nível geral de preços (ou dos preços em geral da economia)”, ou seja, entende-se por inflação a alta contínua dos preços de bens e/ou serviços que afetam o dia a dia da população.

No Brasil, o índice oficial de inflação é representado pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Esse índice abrange, conforme Souza (2009, p. 50), “Famílias com renda mensal de um a 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte, e residentes nas mesmas regiões e cidades pesquisadas pelo INPC”.

Para o presente estudo buscou-se a aplicação do IPCA nas rentabilidades acumuladas obtidas para cada índice avaliado, objetivando utilizar o índice de inflação para retratar de forma correta a rentabilidade líquida obtida por um investimento feito em qualquer um dos cenários avaliados.

## **2.6 Estudos realizados**

Alguns métodos de análise de dados já foram utilizados por autores que efetuaram, de alguma forma, a correlação entre os níveis de governança corporativa das empresas e a evolução do valor de mercado das organizações. No Quadro 2 estão descritos alguns trabalhos relevantes sobre o tema em questão.

Quadro 2 – Alguns estudos realizados sobre a temática

Autor/Ano	Objetivo do estudo
Ramos (2008)	Em seu estudo, o autor busca comprovar, por meio de cálculos estatísticos, se os bancos que possuem nível diferenciado de governança corporativa obtiveram melhora em suas rentabilidades e em seus valores de mercado. No estudo, Ramos utiliza dados anteriores à adesão aos níveis de governança diferenciados e avalia os dados obtidos com os dados coletados após a adesão aos níveis de governança implementados.
Villa (2009)	Estudo sobre a evolução do valor de mercado das companhias de capital aberto levando em consideração o ano inicial de 1994 e o ano final de 2009. No estudo, Villa utiliza a técnica de Valor Presente e Valor Futuro para determinar as variações nos valores de mercado das companhias estudadas.
Miranda; Amaral (2010)	No estudo em questão, os autores buscam apresentar diferentes visões sobre a função dos negócios na sociedade, o desenvolvimento do termo de responsabilidade social corporativa e os principais modelos de governança corporativa. Os autores buscam ainda verificar como os níveis de governança corporativa podem incorporar posicionamento favorável à responsabilidade social.
Meurer (2010)	Em seu estudo, o autor busca evidenciar o percentual de evolução de algumas companhias nos diferentes níveis de governança e os compara com os índices de governança corporativa (IGC) e o índice da bolsa de valores BM&F BOVESPA (IBOVESPA). No estudo, Meurer utiliza técnicas como médias simples e desvio padrão para auxiliar em sua metodologia de análise de resultados.
Belen (2010)	Em seu estudo, o autor procura evidenciar o processo de mudança na gestão de uma empresa que pretende ser listada no Novo Mercado, praticando, assim, os princípios de governança corporativa definidos para o correto acesso da companhia essa certificação.
Pimenta Jr. (2011)	Impacta no risco e no retorno dos preços de fechamento de suas cotações acionárias.
Kapper (2011)	Em seu estudo, o autor busca diagnosticar uma possível relação entre a governança corporativa e o desempenho/lucratividade das empresas de capital aberto no Brasil. O estudo abrange as principais empresas do setor de energia elétrica.
Silva (2012)	Estudo que busca identificar a iniciativa das empresas em aderir aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Discorrido o referencial teórico deste estudo, no próximo capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para a condução desta pesquisa.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para a formulação e organização das combinações estatísticas do presente estudo, foram identificadas as cotações acionárias de 84 empresas dos níveis de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que possuem capital aberto na bolsa de

valores de São Paulo (BM&F BOVESPA). Os dados das cotações acionárias foram coletados anualmente utilizando o portal da BM&F BOVESPA como principal fonte de informação.

Após efetuada a coleta dos dados, eles foram organizados em planilhas utilizando o *software* Excel como apoio. Os dados coletados foram separados pelo nível de governança corporativa adotado pelas organizações. A técnica utilizada para a coleta e avaliação dos dados propostos foi a análise documental. Foram avaliados os documentos com séries históricas das cotações acionárias das empresas abordadas, buscando analisar o que de fato ocorre no mercado com relação aos níveis de governança aplicados pelas organizações.

Sobre a pesquisa documental, Gil (2007) afirma que:

A pesquisa documental assemelha-se muito à pesquisa bibliográfica. A diferença essencial entre ambas está na natureza das fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente das contribuições dos diversos autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que não recebem ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (2007, p. 45).

Para a coleta de dados, a fonte de informação utilizada no presente estudo foi o próprio portal da BM&F BOVESPA, que forneceu todo o embasamento sobre cotações das companhias pesquisadas. A técnica utilizada para a verificação foi a análise de dados secundários, pois os dados em questão já estão disponibilizados gratuitamente na internet, mas carecem de um tipo de avaliação como o aplicado no presente estudo.

Os dados foram coletados para cada empresa pesquisada anualmente e classificados pelo nível de governança das companhias em questão. O plano de amostragem de dados envolve todas as empresas com algum nível de governança corporativa que possuíam capital aberto na bolsa de valores no período de análise: janeiro de 2010 a dezembro de 2013.

Ao analisar a gama de empresas disponíveis foi evidenciada a necessidade de filtragem das mesmas, a fim de tornar mais sólida e confiável a apresentação dos dados levantados. Dessa forma, inicialmente, foram excluídas todas as empresas que não possuíam seu capital aberto e que não tivessem negociações no mercado à vista de balcão da BM&F BOVESPA até o primeiro mês de avaliação do estudo: janeiro de 2010. Também foram excluídas as empresas que eram negociadas normalmente em janeiro de 2010 e que, por algum motivo, o deixaram de ser ao longo do período de avaliação. Ou seja, para atender a esse critério de filtragem foram selecionadas somente as empresas que tiveram negociações na BM&F BOVESPA na totalidade do período analisado no estudo: 02 de janeiro de 2010 a 30 de dezembro de 2013.

Foram retiradas todas as companhias que não se enquadrassem em um dos três níveis de governança corporativa abordados: Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. O objetivo desse filtro é retirar as empresas que não possuem nível algum de governança aplicado ou que possuem outros tipos de negociações que não vêm de encontro com o assunto estudado.

O terceiro filtro aplicado teve como objetivo retirar da análise de resultados as empresas que tenham perdido mais de 90% de seu valor de mercado dentro do período analisado. Esse filtro fez-se necessário para retirar as empresas que possuíam algum problema pontual que não condiz com a realidade do mercado.

Ao final da aplicação dos filtros acima descritos, obteve-se uma gama de 84 empresas a serem avaliadas. De todo o portfólio empresarial, 24 empresas possuem Nível 1 de governança corporativa, 17 possuem Nível 2 e as demais 43 companhias se enquadram no Novo Mercado.

Após a seleção das empresas foi implementada uma forma de avaliar o retorno real dos ativos considerando a inflação real do Brasil. O índice escolhido na avaliação da inflação foi o IPCA, que se trata do índice que mede a inflação oficial do país. Todos os retornos apresentados nos gráficos analisados evidenciam as rentabilidades reais nos períodos, já descontadas as variações da inflação em cada ano avaliado.

Devido à grande quantidade de empresas analisadas, foram utilizadas as técnicas de média simples para avaliar o percentual médio de crescimento das companhias considerando seu nível de governança corporativa. Assim, as duas técnicas de médias simples utilizadas foram: Retorno Nominal Médio, que se caracteriza pela soma das rentabilidades dos períodos dividido pelo número de períodos analisados e Retorno Real Médio, em que foram efetuadas médias simples dos períodos avaliados e descontados os índices de inflação (IPCA) registrados para cada período em separado.

Pode-se destacar como uma das limitações do método adotado o período analisado. Devido à alta gama de informações e de empresas analisadas, o período foi restringido a quatro anos de análise, porém, para conclusão mais elaborada e de maior embasamento seria interessante a realização de avaliação histórica com periodicidade maior. A restrição do período se deve aos critérios de filtragem adotados, pois muitas empresas ficariam de fora do alvo de pesquisa caso a periodicidade de avaliação fosse elevada consideravelmente.

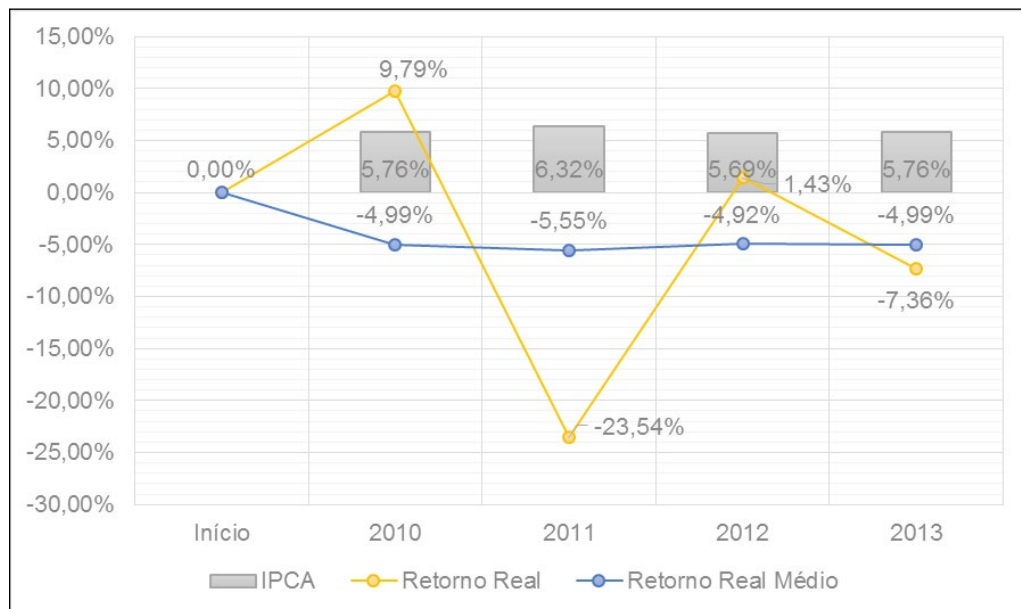
Outra limitação apontada diz respeito à exclusão das empresas que perderam mais de 90% de seu capital no período de análise. Essa exclusão se fez necessária para eliminar da análise as empresas que possuíam problemas operacionais ou financeiros que possam ter fugido do padrão e das tendências de rentabilidade do nível de governança corporativa analisado.

No próximo capítulo são apresentados e analisados os resultados obtidos na pesquisa.

#### **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Analisando as empresas de Nível 1, cujos percentuais de retorno são apresentados no Gráfico 1, observa-se que em dois períodos a rentabilidade do índice se mostrou positiva, como nos casos de 2010, com 9,79%, e 2012, com 1,43%. Em contrapartida, com a queda acentuada dos índices em 2011, verifica-se rentabilidade negativa de 23,54% para o período mencionado.

Gráfico 1 – Retorno obtido pelas empresas de Nível 1 de governança

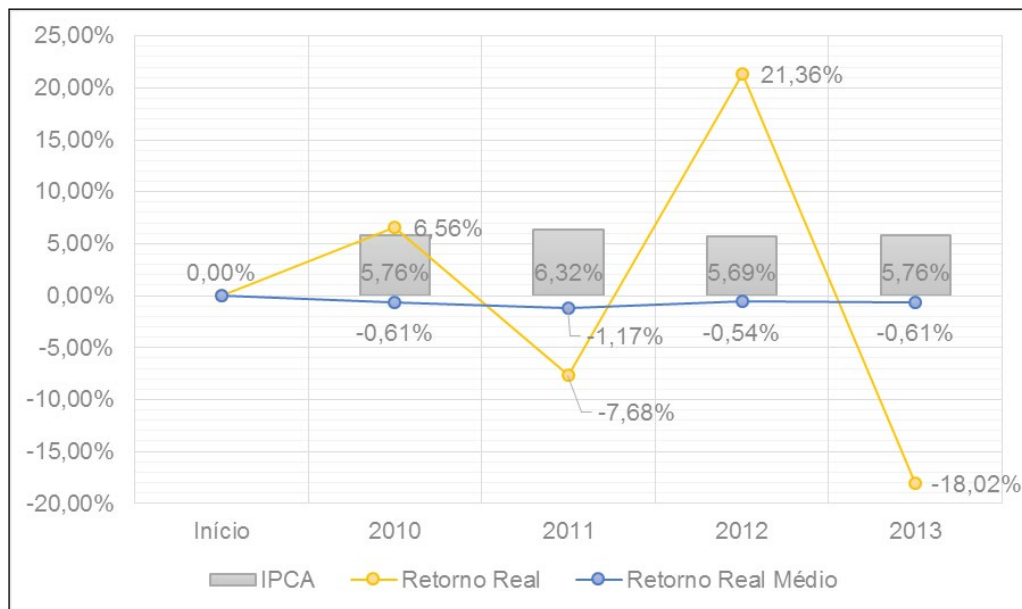


Fonte: Elaborado pelos autores.

Os desempenhos negativos observados podem ser atribuídos às baixas rentabilidades obtidas na maioria dos períodos estudados somadas à rentabilidade negativa de 23,54% registrada no período de 2011. Essa rentabilidade pode ser explicada devido aos fracos resultados apresentados, principalmente pelos setores de bens industriais e materiais básicos, no período de análise em questão.

Na comparação das empresas de Nível 2, apresentadas no Gráfico 2, observa-se rentabilidade com pouca variação nos dois primeiros anos de análise: no período de 2010, evidenciou-se rentabilidade média positiva de 6,56%, e o período de 2011 foi marcado por retração de 7,68% no valor de suas ações.

Gráfico 2 – Retorno obtido pelas empresas de Nível 2 de governança



Fonte: Elaborado pelos autores.

Como destaque do período avaliado pode-se indicar o ano de 2012 como o período mais positivo, avaliado com rentabilidade média real de 21,36%. Esse desempenho pode ser explicado devido às fortes altas registradas nos setores de bens industriais e de materiais básicos.

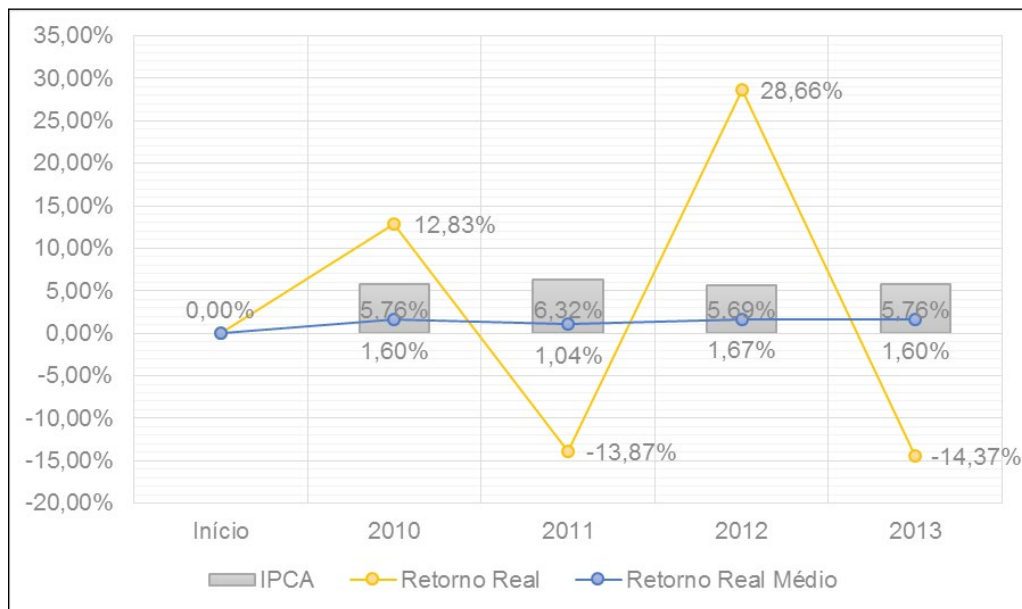
Do lado negativo, cabe destacar o período de 2013, marcado por retração de 18,02% no valor de suas ações, motivada principalmente pelos maus desempenhos dos setores de bens industriais e utilidade pública no período em questão.

Para as empresas que compõem o Novo Mercado, apresentadas no Gráfico 3, pode-se evidenciar dois movimentos de alta e dois movimentos de baixa bem evidentes. Os períodos de 2010 e 2012 foram marcados por rentabilidades positivas de 12,83% e 28,66%, respectivamente. Já os períodos negativos são visíveis nos períodos de 2011 e 2013 com rentabilidades de -13,87% e -14,37%, respectivamente.

No que diz respeito às rentabilidades do Novo Mercado, pode-se ressaltar a previsibilidade dos resultados apresentados. Com exceção do ano de 2010, em que o resultado médio foi positivo e um setor apresentou resultado negativo, todos os outros períodos foram marcados por resultados em linha com as rentabilidades finais obtidas, ou seja, em períodos com rentabilidade negativa foram evidenciadas essas rentabilidades negativas em todos os setores avaliados, e em períodos com rentabilidades positivas todos os setores apresentaram altas em suas rentabilidades médias anuais.



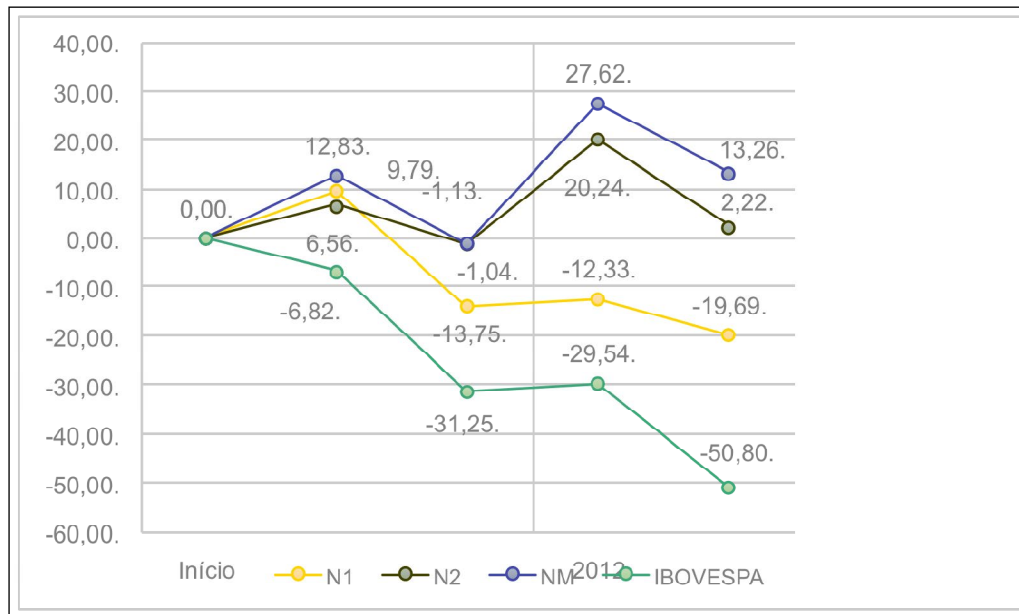
Gráfico 3 – Retorno obtido pelas empresas de Novo Mercado



Fonte: Elaborado pelos autores.

A rentabilidades das ações foram totalizadas a fim de comparar os valores acumulados em cada nível de governança corporativa ao longo do período analisado. Dessa forma, no Gráfico 4 observa-se rentabilidade acumulada de 13,26% para as empresas que compõem o Novo Mercado. Para as empresas que possuem Nível 2 de governança corporativa, o resultado mostra evolução de 2,22% no valor das cotações. Em contrapartida, para as empresas de Nível 1 de governança corporativa, o gráfico apresenta rentabilidade real negativa de 19,69%.

Gráfico 4 – Comparativo entre os níveis de governança



Fonte: Elaborado pelos autores.

Ao analisar o gráfico das rentabilidades reais consolidadas de todas as empresas e setores estudados, observa-se uma tendência rigorosamente respeitada em todos os movimentos dos períodos.

No ano de 2010, todos os níveis de governança corporativa apresentaram valorização média em seus retornos reais tendo como destaque o Novo Mercado, com 12,83%, seguido pelo Nível 1, com 9,79%, e pelo Nível 2, com 6,56%. Para o período de 2011, todos os níveis registraram retração em seus valores de mercado, sendo o nível que registrou a menor queda o Nível 1, com -13,75% de rentabilidade acumulada, seguido pelo Nível 2 com rentabilidade acumulada de -1,13%, e pelo Novo Mercado, que apresentou acumulado de -1,04%.

Ao analisar a rentabilidade acumulada dos índices entre 2011 e 2012 percebe-se novamente um movimento uniforme, em que todos os níveis apresentaram evolução em suas rentabilidades acumuladas. O destaque desse período vai para o Novo Mercado, que registrou ganhos acumulados de 27,63%, seguido pelo Nível 2, com ganhos acumulados de 20,24%, e pelo Nível 1, com retração acumulada de 12,33%. Já para o ano de 2013, último ano de análise, percebe-se movimento parecido com o ano de 2011, ou seja, todos os níveis apresentaram queda em suas rentabilidades acumuladas em comparação com o período ligeiramente anterior: 2012. Ao final das avaliações tem-se como destaque as empresas de Novo Mercado com rentabilidade real acumulada de 13,26%; em seguida, observam-se as empresas de Nível 2, com rentabilidade acumulada de 2,22%, e, por último, as empresas que compõem o Nível 1, que apresentaram retração acumulada de 19,69%.

Em relação ao comparativo com o Índice IBOVESPA, foram levantados os dados históricos de pontuação do índice no período analisado. Os dados consolidados são apresentados no Quadro 3.

Quadro 3 – Comparação IBOVESPA

Comparação	Início	2010	2011	2012	2013
<b>Índice IBOVESPA (pontos)</b>	70.045	69.305	56.754	60.952	51.507
<b>Rentabilidade</b>	0,00%	-1,06%	-18,11%	7,40%	-15,50%
<b>IPCA</b>	0,00%	5,76%	6,32%	5,69%	5,76%
<b>Rentabilidade real</b>	0,00%	-6,82%	-24,43%	1,71%	-21,26%
<b>Rentabilidade acumulada</b>	0,00%	-6,82%	-31,25%	-29,54%	-50,80%

Fonte: Elaborado pelos autores.

De posse desses dados, observou-se rentabilidade real de -50,80% no período analisado, já descontados os efeitos de inflação obtidos pelo IPCA.

A partir desses dados, evidencia-se a importância que um nível elevado de governança corporativa exerce sobre as rentabilidades acumuladas dos ativos. No presente estudo, os resultados obtidos corroboram com o já apontado por Meurer (2010), visto que ele mesmo já havia evidenciado em seu estudo que as empresas que compõem o IGC tendem a apresentar retorno mais expressivo em comparação com as empresas sem as diretrizes sugeridas pela governança corporativa. Nesta pesquisa, o nível mais elevado de governança corporativa (Novo Mercado) obteve desempenho superior de 11,02% em comparação com as empresas e Nível 2 e um desempenho superior de 32,95% em comparação com empresas de Nível 1.

Ao final das análises efetuadas cabe ressaltar também a importância da diversificação de investimentos entre os mais variados setores, a fim de proteger o investidor de medidas que possam intervir nos lucros das companhias e que estejam fora de sua alçada de administração. Um exemplo que pode ilustrar essa situação refere-se ao caso dos impactos da Medida Provisória 579/12 nas empresas de energia elétrica. Caso um investidor possuísse somente empresas do ramo de energia em seu portfólio acionário, teria perdido grande parcela de seu capital por esse motivo.

Ao diversificar entre os mais variados setores e empresas, o investidor acaba diminuindo o risco de seus investimentos, possibilitando, assim, maior segurança e previsibilidade dos resultados.

Apresentados e analisados os resultados deste estudo, no próximo capítulo são descritas as considerações finais sobre a pesquisa efetuada.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para a CVM, a governança corporativa é resumida como o conjunto de práticas que tem como objetivo aperfeiçoar o desempenho geral das companhias, protegendo todas as partes interessadas (investidores, credores, sócios, proprietários etc.). Com isso, o presente trabalho procurou analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e o desempenho

das ações de empresas com capital aberto no Brasil. Buscou-se, também, evidenciar uma possível relação na evolução das cotações de acordo com o nível de governança corporativa adotado pelas empresas/setores estudados.

Para verificar o desempenho das companhias avaliadas, na presente pesquisa foram obtidas as cotações acionárias de todas as 84 empresas do portfólio dentro do período de avaliação proposto: 02/01/2010 a 30/12/2013. De posse desses dados, foram elaboradas tabelas no *software* Microsoft Excel, considerando os períodos de um ano e calculadas as rentabilidades anuais de cada ativo estudado.

No que diz respeito à avaliação das empresas estudadas, observou-se que os resultados, em sua grande parte, sugerem que, em um cenário econômico de igualdade entre as avaliações, companhias com elevados índices de governança corporativa tendem a entregar melhores rentabilidades aos seus acionistas. Essas considerações podem ser calçadas nos números obtidos após o levantamento de dados efetuado, haja vista que ao final da avaliação proposta evidenciou-se rentabilidade real superior em empresas que compõem o maior nível de excelência e transparência em governança corporativa: o Novo Mercado.

Quanto aos números consolidados obtidos, pode-se destacar as empresas de Novo Mercado, com rentabilidade real acumulada de 13,26%. Em seguida, observam-se as empresas de Nível 2, com rentabilidade acumulada de 2,22% e por último as empresas que compõem o Nível 1, que apresentaram retração acumulada de 19,69%.

De posse dos dados levantados, destaca-se a importância da governança corporativa para as empresas de capital aberto listadas na BM&F BOVESPA. Cada vez mais os acionistas e investidores em geral prezam pela transparência e clareza das informações repassadas pelas companhias e, como pode-se verificar, tendem a pagar rentabilidade superior às empresas que possuem essa preocupação e respeito com o mercado como um todo. Com a iminente relação entre imagem das organizações e seus níveis de governança corporativa adotados, pode-se destacar que os agentes de mercado tendem a participar de forma mais ativa dos negócios de companhias com maior transparência e, na maioria dos casos, tendem a confiar mais nos planos e objetivos traçados por essas empresas.

Como sugestão para novos e futuros estudos pode-se destacar a possibilidade de realização de análise com foco em empresas que possuem níveis de governança corporativa definidos e empresas que não possuem qualquer nível e preocupação com o assunto abordado. Outro tema interessante que cabe ressaltar é avaliar a importância que é dada para a governança corporativa em âmbito nacional e comparar o resultado obtido com outros mercados e bolsas de valores espalhadas pelo mundo.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, Carlos Guilherme de Paula. **Governança Corporativa e Geração de Valor aos Acionistas**. 2005, 42f. Monografia (Graduação) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie\\_ufrj\\_cvm/Carlos\\_Guilherme\\_de\\_P\\_Aguiar.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Carlos_Guilherme_de_P_Aguiar.pdf)>. Acesso em 15 set. 2014.

AMADO, Adriana Moreira; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Noções de Macroeconomia: Razões teóricas para as divergências entre os economistas**. Barueri: Editora Manole, 2003.

ADVFN, Utilidade Pública. Disponível em: <<http://br.advfn.com/mundo/brasil/setores/utilidade-publica>>. Acesso em: 22 abr. 2014.

ADVFN, Produção Industrial - Metais, Maquinários e Diversos. Disponível em: <<http://br.advfn.com/mundo/brasil/setores/producao-industrial-metais-maquinarior-diversos>>. Acesso em 22 abr. 2014.

ADVFN, Setores de Empresas Bovespa. Disponível em: <<http://br.advfn.com/mundo/brasil/setores>>. Acesso em 22 abr. 2014.

BALEN, Jair. **Procedimentos Organizacionais e administrativos para uma empresa exercer boas práticas de governança corporativa**. 2010, 59f. Monografia (Graduação) – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/29763/000772487.pdf?sequence=1>>. Acesso em 15 set. 2014.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 2. ed. São Paulo: Pearsom Education do Brasil, 2000.

BM&F BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

BOAVENTURA, Edivaldo M. **Metodologia de Pesquisa: Monografia, Dissertação, Tese**. São Paulo: Editora Atlas, 2004.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 05 abr. 2014.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

HAIR, Joseph F JR, et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HORTA, Rui Américo Mathiasi; BORGES, Carlos Cristiano Hasenclever. **Descontinuidade de empresas Brasileiras do setor de consumo cíclico: Uma metodologia para balanceamento de base de dados utilizando técnicas de Data Mining**. **Revista Ambiente Contábil**, Natal-RN, v. 6, n. 1, p. 99-121, JAN./JUN. 2014. Disponível em: <<http://ufrn.emnuvens.com.br/ambiente/article/view/4124/3993>>. Acesso em: 01 mai. 2014.

IBGC, Instituto Brasileiro de governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

IBGC, Instituto Brasileiro de governança corporativa. **Código das Melhores Práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2009.

KAPPER, Felipe Alves. **O impacto da governança corporativa no desempenho das empresas Brasileiras de Capital Aberto do ramo de energia elétrica**. 2011, 29 f., Monografia (Graduação) – Curso de Ciências Contábeis e Atuariais, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/34995/000785063.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 15 set. 2014.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. In: SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. (Orgs.). **Governança corporativa: Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007. p. 2-22.

MALHOTRA, Naresh. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATTAR, Fauze N. **Pesquisa de Marketing**. São Paulo: Atlas, 1996.

MCDANIEL, Carl. **Pesquisa de marketing**. São Paulo: Thomson, 2004.

MEURER, Vitor Hugo. **Governança corporativa e Rentabilidade**. 2010, 69 f., Monografia (Graduação) – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/26184/000752405.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 24 abr. 2014.

MIRANDA, Rubens Augusto; AMARAL, Hudson Fernandes. Governança corporativa socialmente responsável como estratégia de criação de valor. **Revista Estudos do CEPE**, Santa Cruz do Sul, n. 32, p. 5-31, JUL./DEZ. 2010. Disponível em: <<http://online.unisc.br/seer/index.php/cepe/article/viewFile/1629/1237>>. Acesso em: 22 abr. 2014.

MONTE, Paulo Aguiar et al. Existe relação entre governança corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 2, p. 15-44, 2010.

OLIVEIRA, Silvio Luiz de. **Tratado de metodologia científica: projetos de pesquisas, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses**. São Paulo: Pioneira, 1997.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, António Lopo. **Governança corporativa**. Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 1, jul./dez., 2006

RAMOS, Matheus Quartiero. **O Impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa no valor de mercado e na rentabilidade dos bancos Brasileiros**. 2008, 41 f., Monografia (Graduação) – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/18006/000653099.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 15 set. 2014.

REA, Louis M.; PARKER, Richardd A. **Metodologia de pesquisa: do planejamento à execução**. São Paulo: Pioneira Thomson Learnig, 2002.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, María del Pilar Baptista. **Metodologia de pesquisa**. 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa e sucesso empresarial: Melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes da. et al. O impacto da migração das empresas para níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração UFSM**, Santa Maria, v. 5, n. 2, P. 222-242, MAI./AGO. 2012. Disponível em: <<http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/reaufsm/article/view/2599/pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2014.

SLOMSKI, Valmor; MELLO, Gilmar Ribeiro de; FILHO, Francisco Tavares; MACÊDO, Fabrício de Queiroz. **Governança corporativa e governança na gestão pública**. São Paulo: Atlas, 2008.

SOARES, Geraldo; MARQUES, Lúcio. **O profissional de Relações com Investidores**. 2003. Disponível em: <[http://www.ibri.org.br/Upload/Arquivos/contribuicoes\\_associados/26131569\\_revista\\_triade.pdf](http://www.ibri.org.br/Upload/Arquivos/contribuicoes_associados/26131569_revista_triade.pdf)>. Acesso em: 12 abr. 2014.

SOUZA, Jobson Monteiro de. **Economia Brasileira**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2009.

STEINBERG, Herbert. et al. **governança corporativa: pessoas criam as melhores e as piores práticas**. 2. ed. São Paulo: Editora Gente, 2003.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

VILLA, Marciano. **Níveis de governança corporativa: A evolução no valor de mercado das empresas**. 2009, 48 f., Monografia (Graduação) – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/26779/000748812.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 14 abr. 2014.