

# ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DO ENQUADRAMENTO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS NOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA BM&F BOVESPA

Paulo Roberto Grassmann Junior<sup>1</sup>  
Dr. José Eduardo Zdanowicz<sup>2</sup>

## RESUMO

O artigo visa analisar o desempenho, a valoração das ações e dos índices econômico-financeiros de companhias brasileiras negociadas em bolsa de valores, de acordo com as práticas de governança corporativa. O estudo trata do tema governança corporativa, com intuito de estabelecer as relações com o mercado de capitais e a valoração das ações das companhias, abordando os conceitos, as características e os órgãos, com destaque para o IBGC e a BM&F Bovespa, os níveis diferenciados de negociação de governança e os métodos para a análise da rentabilidade das companhias. Foi aplicada uma pesquisa exploratória, mediante um estudo de múltiplos casos. Os dados foram coletados a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa e das Demonstrações Financeiras publicadas pelas companhias ao mercado. Assim, demonstrou-se as relações, concluindo-se que a valoração das ações eventualmente é influenciada pela adoção dos sistemas de governança corporativa.

Palavras-Chave: Ações. Bolsa de valores. Governança corporativa. Mercado de capitais. Rentabilidade.

## ABSTRACT

*The purpose of this article is to analyze the performance, stock valuation and the financial economic index of Brazilian companies with available shares in the stock market, according to corporate governance practices. The study manages corporate governance matters with the intention of establishing stock market relations and the stock valuation of companies. This research discusses stock market in the governance context, the concepts and the governing institutes, featuring IBGC and BM&F Bovespa with the different negotiation levels and methods for profitability analysis of companies. An exploratory research was applied, outlined as a multiple case study. The information was gathered based on the quote history of BM&F Bovespa and Financial Statement presented by the companies to the market. Therefore, the results point out that there are possible relations which lead to conclude that stock valuation is eventually influenced by corporate governance adherence.*

*Keywords: Actions. Stock exchange. Corporate Governance. Capital market. Profitability.*

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais no Brasil durante décadas foi marcado por incertezas econômicas, decisões tomadas por interesses pessoais, falta de transparência frente aos

---

<sup>1</sup>Acadêmico do Curso de Administração de Empresas das Faculdades Integradas de Taquara – FACCAT. Taquara/RS. E-mail: juniorgrassmann@gmail.com

<sup>2</sup>Doutor em Gestão e Administração de Empresas pela Universidade de León – Espanha e Professor Orientador das Faculdades Integradas de Taquara – FACCAT. Taquara/RS. E-mail: profeduardoz@hotmail.com.

*shareholders, stakeholders* e ao próprio mercado. Esses fatos geraram uma falta de confiança dos investidores locais e estrangeiros com o mercado brasileiro.

No âmbito internacional, os escândalos contábeis de grandes corporações dos Estados Unidos da América, como as gigantes *Enron Corporation*, apontada como uma das maiores produtoras e distribuidoras de gás natural e a *MCI Worldcom Inc.*, considerada durante anos como a segunda maior empresa de telefonia do país, geraram incerteza e desconfiança nos investidores, mediante a manipulação das suas Demonstrações Financeiras, apresentando resultados em bons níveis, mas encobrendo consecutivos resultados negativos (BORGERTH, 2007).

Nos últimos anos, buscou-se recuperar a imagem e a credibilidade dos mercados de capitais, para que houvesse o retorno dos investidores, o fortalecimento do mercado acionário e a proteção dos sistemas econômicos. Dessa forma, foram fixadas medidas, visando proteger e conceder maiores garantias aos acionistas, por meio de órgãos reguladores do mercado.

Dentre as medidas, foi instituído um código de conduta empresarial em conjunto com as leis que normatizaram as Demonstrações Financeiras, buscando estimular a transparência na gestão, facilitar o acesso às informações e tomadas de decisões relevantes ao mercado. Os códigos de conduta foram resultantes do processo de governança corporativa, que visa minimizar os riscos dos investidores, através da transparência da gestão empresarial, objetivando equidade e, por conseguinte, fortalecer o mercado de capitais (LODI, 2000).

Com o crescimento do movimento de governança corporativa, foram criadas as primeiras organizações para desenvolver e disseminar o tema. No Brasil, dentre os órgãos que regulamentam, direcionam e buscam o desenvolvimento da governança corporativa, destacam-se o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&F BOVESPA.

Para a BM&F Bovespa (2014), a adequação das companhias às boas práticas de governança, as colocam em um nível acima das demais empresas que não aderirem a esse sistema, sinalizando para o investidor que seus negócios são efetuados com transparência, elevando o grau de prestação de contas e o tratamento equitativo ao acionista.

Na ótica do investidor, no momento que opta por investir, há inúmeros fatores à considerar além do valor da ação. Esses fatores tangem à estrutura, à solidez e à transparência das companhias (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014).

Nestes termos, o problema de pesquisa é: Como o enquadramento de companhias brasileiras nos níveis diferenciados de práticas de governança corporativa pode ser um fator que influencia na valoração de suas ações no mercado?

Para justificar a pesquisa, o tema governança corporativa, tem sido objeto de diversas discussões e estudos, sendo reconhecido como um importante fator para o processo de capitalização de empresas no mercado de capitais.

As práticas de boa governança funcionam como um mecanismo que visa proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com o negócio, minimizar os conflitos entre administradores e proprietários e dar subsídios aos acionistas minoritários, criando medidas para a proteção contra perdas por má gestão ou negociação que envolva os ativos da companhia, de forma que as empresas possam se tornar atrativas ao investidor.

O objetivo geral da pesquisa foi: analisar a influência na valoração das ações de companhias brasileiras de capital aberto, sem controle estatal, listadas no Índice Brasil 100 – IBrX-100 da BM&F Bovespa, de 2009 a 2012, pelo enquadramento nos níveis de governança corporativa. Para atingir o objetivo principal, foram elencados os seguintes objetivos específicos: relacionar as principais teorias sobre o mercado de capitais e a governança corporativa; evidenciar as possíveis relações entre a valorização das ações e as práticas de governança na administração das companhias; identificar os níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa.

Quanto aos procedimentos metodológicos, a pesquisa foi desenvolvida como um estudo exploratório e descritivo, onde se procurou aprimorar ideias e descobrir intuições, tendo como objetivo descrever as características de determinado fenômeno para se estabelecer as relações entre variáveis (GIL, 2002).

A pesquisa foi delineada como um estudo de caso múltiplos, definido por Yin (2001) como uma investigação empírica para a sondagem de fenômenos contemporâneos, especialmente, quando não há uma definição clara entre o contexto e o fato, que pode se basear em várias fontes de evidências. A escolha por casos múltiplos fornece, segundo o autor, provas mais convincentes e um estudo mais robusto.

O problema foi abordado de forma quantitativa e qualitativa, pelo método indutivo. Segundo Marconi e Lakatos (2009), os estudos de caso se identificam com a abordagem qualitativa, enquanto a quantitativa gera vantagens ao expressar as relações entre determinadas variáveis, podendo apontar elementos básicos, com o objetivo de gerar precisão e controle. Pelo método indutivo, observou-se os fenômenos que se desejam evidenciar as possíveis causas, a fim de proceder uma generalização da verificação (GIL, 2002).

Para o método de procedimentos técnicos de investigação, o qual explica aspectos mais concretos, foi utilizado o método comparativo de caráter estatístico, que possibilitou a

comparação de grandes grupos, visando ressaltar as diferenças e similaridades entre os fatos (GIL, 2002).

O universo da pesquisa é composto por companhias brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&F Bovespa, classificadas no Índice Brasil 100 - IBrX-100. Para a definição da amostra, utilizou-se a técnica de amostragem estratificada, a qual para Doane e Seward (2011), consiste em dividir a população em subgrupos mais homogêneos de tamanhos conhecidos, denominados de estratos, e retirar amostras aleatórias simples dos subgrupos.

Para seleção da amostra foram utilizadas as ações classificadas no IBrX-100, no período entre 2009 a 2012. No processo de seleção dos estratos foram retiradas da amostra as empresas estatais, por possuírem controle e intervenções governamentais, e assim, diferindo do modelo de administração das demais organizações, o que poderia interferir nos resultados da pesquisa. As empresas restantes foram dispostas conforme seu enquadramento nos níveis diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Mercado Comum. Posteriormente, as ações foram relacionadas pelo percentual de participação no índice. Desses quatro grupos foram selecionadas quatro empresas de cada nível.

Na seleção das quatro empresas de cada estrato, foram excluídas da amostra as empresas que iniciaram a negociação em bolsa durante o período pesquisado, e ordenadas pelo número de vezes em que participaram do IBrX-100, selecionando-se as empresas que foram listadas pelo maior número de vezes no índice, obtendo-se os seguintes estratos, conforme o Quadro 1.

**Quadro 1 – Estratos do estudo.**

<b>Nível 1</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Novo Mercado</b>	<b>Mercado comum</b>
Bradesco (BBDC4)	Gol Linhas Aéreas (GOLL4)	BM&F Bovespa (BVMF3)	Souza Cruz (CRUZ3)
Gerdau (GGBR4)	Multiplus (MULT3)	JBS (JBSS3)	Cia. Sider. Nacional (CSNA3)
Itausa (ITSA4)	Sulamérica (SULA11)	Embraer (EMBR3)	AES Tiete (GETI3)
Vale (VALE5)	Eletropaulo (ELPL4)	Natura (NATU3)	Lojas Americanas (LAME4)

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Para minimizar as distorções nos gráficos, devido aos desdobramentos do valor das ações das empresas: Souza Cruz, Cia Siderúrgica Nacional e Sulamérica, os valores dessas ações foram ajustados proporcionalmente ao desdobramento. Para os valores da empresa Eletropaulo foram consideradas até 2010 a ação negociada com o código ELPL6 e, posteriormente, a ação ELPL4, alteração realizada em assembleia da companhia.

A coleta dos dados foi realizada através de documentação indireta, de pesquisa documental com dados secundários de fontes estatísticas. Foram utilizados a base histórica de cotações de índices e ações da BM&F Bovespa e as Demonstrações Financeiras publicadas pelas empresas selecionadas para a amostra.

A análise dos dados se deu de forma estatística no que tange às variações de preços e às Demonstrações Financeiras. A interpretação dos dados, foi realizada através da análise de conteúdo, tornando possíveis as relações de valor com os níveis de governança corporativa. Os dados foram relacionados, tabulados a fim de organizá-los nos estratos e compará-los. A análise analítica dos dados se deu através dos índices de desempenhos dos preços, relação entre o lucro líquido e os preços, valor dos lucros, volatilidade e o beta das ações.

Dessa forma, o artigo foi estruturado a partir da introdução, em quatro capítulos. Os dois próximos capítulos, apresentam uma base teórica do mercado de capitais e governança corporativa, através de uma contextualização histórica e técnica sobre os assuntos, de forma que possibilitaram a construção de um outro capítulo, no qual apresentam-se os resultados da pesquisa, seguidos pelo capítulo de conclusões que encerra o estudo.

## **2 O MERCADO DE CAPITAIS NO ÂMBITO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

O mercado de capitais, no Brasil, teve seu início após o crescimento da economia brasileira entre as décadas de 50 e 70. Nesse período, grande parte dos financiamentos empresariais eram obtidos através de créditos oficiais, isto é, os valores eram concedidos por bancos e governos. Com o passar dos anos esse modelo de financiamento sofreu um esgotamento, criando espaço para novos modelos de financiamento como o do mercado de capitais (PINHEIRO, 2008).

Com a abertura da economia brasileira na década de 90, investidores estrangeiros identificaram no mercado brasileiro uma boa oportunidade para investimentos. A entrada de capital estrangeiro, inicialmente, deu-se através de investimentos diretos e por *American Depositary Receipts – ADR*, papéis emitidos e negociados no exterior, que representam a propriedade de ações brasileiras (LODI, 2000).

Com a listagem das ADR's na bolsa americana e a adequação das companhias brasileiras às regras e legislações da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, órgão equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ocorreram as primeiras noções com as práticas de relações com investidores qualificados, que derivou a necessidade de aperfeiçoar os negócios (LODI, 2000).

Após o ano 2000, os mercados de capitais internacional testemunharam alguns escândalos, envolvendo grandes companhias americanas que causaram insegurança ao mercado. Em resposta aos acontecimentos, representantes do Estado Americano propuseram alterações nas legislações para que os mesmos não se repetissem, elaborando a Lei *Sarbanes-Oxley* que, a partir de seu Decreto, gerou grandes mudanças no mercado e nas companhias (BORGERTH, 2007).

Segundo Zdanowicz (2012), a Lei *Sarbanes-Oxley* trouxe uma série de implicações para as companhias, através de regras rígidas e um conjunto de sanções e responsabilidades, com o objetivo de gerar transparência e confiança ao investidor. As empresas passaram a ter, entre outras exigências, a entrega de um conjunto adequado de informações à *Securities and Exchange Commission - SEC*, além de definir um comitê de auditoria para a fiscalização das atividades da companhia, alterando a face do mercado, exigindo qualidades extras das companhias.

O mercado de capitais é um sistema que tem por objetivo promover o financiamento das atividades produtivas de uma economia, agindo de maneira a interligar o investidor e as companhias que buscam recursos para seu financiamento em troca de participação societária. O mercado de capitais se compõe de instituições e instrumentos financeiros que possibilitam operações de médio e longo prazo. As operações com ações em bolsas de valores são os melhores exemplos dessas operações (PINHEIRO, 2008).

O desempenho do mercado de capitais é medido através de índices que retratam o comportamento dos preços de ações e mercadorias negociados em bolsa em determinado intervalo de tempo. Esses índices podem indicar a tendência, dar suporte e nortear os processos de negociação e administração de investimentos (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

No Brasil, destaca-se o Ibovespa e o IBrX-100, os quais, segundo a BM&F Bovespa (2014), são considerados os mais importantes do mercado, onde estão listadas as principais companhias nacionais negociadas em bolsa, que dão uma indicação do desempenho e comportamento do mercado. Há outros índices que agrupam firmas de acordo com seus segmentos, volume de negociação e, ainda, conforme as práticas diferenciadas de governança, como o Índice de Governança Corporativa – IGC.

Devido à complexidade desse tipo de mercado, que disponibiliza ao investidor inúmeras opções, são necessários meios pelos quais ele possa tomar decisões de investimentos. Desse modo, surgiram as escolas de análises de investimentos para a condução desse processo, que têm por objetivo projetar os resultados e riscos futuros dos investimentos

disponíveis. Dentre as escolas, destacam-se a fundamentalista e a técnica (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

Na escola fundamentalista, os resultados são dados pela análise de dados macro e microeconômicos, aliado a informações operacionais e Demonstrações Financeiras de cada companhia, determinando o preço justo da ação. A análise técnica, é baseada na interpretação de gráficos, principalmente, de preços e volume. Os gráficos traduzem o comportamento do mercado e a participação de massas de investidores que, para esta escola, influenciam na valoração dos preços (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

Nota-se que houve o desenvolvimento do mercado de capitais, com a entrada de capital estrangeiro e o avanço dos sistemas de governança corporativa nas empresas, alterando-se o modo de avaliar-se as diversas variáveis que compõem o mercado. Assim, considerando a entrada de investimentos estrangeiros e o desenvolvimento natural do mercado, variáveis de menor controle em relação ao desenvolvimento da governança, tornam o entendimento dos processos de governança uma importante chave para o auxílio na tomada de decisão de investimentos.

### **3 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Governança corporativa é o termo usado para designar um sistema que visa desenvolver o melhor relacionamento entre todas as partes envolvidas de uma organização: acionistas, gestores, auditores, executivos e conselhos (*stakeholders*). Esse sistema é tratado como um papel assumido pelo Conselho de Administração com o objetivo de maximizar os ganhos da organização e, ao mesmo tempo, arbitrar os conflitos que possam surgir entre conselhos, auditorias e outras partes envolvidas na administração do negócio (LODI, 2000).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC define governança corporativa como:

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. As 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 (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2014).

Esse sistema assegura aos acionistas um “governo estratégico” da empresa, assim como o monitoramento da Diretoria e das decisões importantes no rumo da companhia. A relação acontece através da atuação de um Conselho de Administração em conjunto ao Conselho Fiscal e a Auditoria Independente no controle da companhia, assegurando os princípios básicos da governança corporativa, exemplificado na figura a seguir (IBGC, 2014).

**Figura 1 – Sistema de governança corporativa.**



Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2014).

A governança corporativa teve seu marco inicial em 1992, quando foi escrito o primeiro código de melhores práticas de governança denominado, *Cadbury Report*, em Londres. Em 1998, em uma releitura e ampliação do Relatório de *Cadbury*, foi publicado o Relatório de *Hampel*, que ampliou aspectos pouco discutidos no primeiro relatório e acrescentou tópicos importantes utilizados na atualidade (LODI, 2000).

Anos mais tarde, o IBGC publicou o primeiro código de boa governança nacional, baseado nos códigos internacionais, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC até então é um dos documentos mais importantes, norteador para as empresas que optem por integrar ações de governança corporativa.

Devido às dissemelhanças, características e Legislações dos mercados internacionais, a governança corporativa pode ter conjeturas diferentes, entretanto, as premissas básicas são sempre as mesmas. No Código brasileiro estão destacados quatro princípios básicos que regem a governança corporativa: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (LODI, 2000).

O princípio da transparência (*disclosure*) objetiva uma maior divulgação às partes interessadas que vão além das obrigações legais, desenvolvendo maior confiança nas relações internas da empresa, com o mercado e os acionistas. Essas informações não se restringem somente aos dados econômico-financeiros, contemplam juntamente as ações gerenciais e atividades de criação de valor, desenvolvendo uma boa imagem e reputação frente a todos interessados (CVM, 2013).

O princípio da equidade (*fairness*) caracteriza-se pelo tratamento igualitário e justo para com todas as partes interessadas, evitando atitudes políticas e discriminatórias em qualquer esfera do negócio. O tratamento igualitário não se restringe ao dueto acionistas minoritários e controladores, são inclusos: funcionários, clientes, a comunidade onde a firma está inserida e todos outros interessados. Direito igualitário a voto e participação nos lucros, direito de fiscalização e saída de sociedade, são exemplos de direitos que uma companhia com boa governança deve oferecer. A prática da equidade de forma integral valoriza a atuação da firma em todas as frentes do negócio (CVM, 2013).

A prestação de contas (*accountability*) envolve todos os agentes da governança corporativa que necessitam prestar contas sobre atos e decisões tomadas até o limite de suas responsabilidades. Ela não se limita ao Conselho de Administração, Presidente e Diretorias executivas. Na boa governança, toda a comunidade empresarial deveria informar e prestar contas de sua atuação para que assim se esclareça o patamar que a empresa se encontra. Segundo as normas nacionais e internacionais, são requeridos das empresas a divulgação mínima das informações como: participações societárias; relatórios financeiros trimestrais e anuais, incluindo o fluxo de caixa; Contabilidade em *Internacional Financial Reporting System* (IFRS); contratos e transações com partes relacionadas; transações com ações por administradores (CVM, 2013).

O princípio de responsabilidade corporativa (*compliance*) determina que os responsáveis pela administração das instituições devam zelar pela sustentabilidade do negócio, visando à longevidade e atentos a questões de ordem social e ambiental, visto que a organização tem responsabilidades junto à sociedade a qual está inserida, considerada um agente de desenvolvimento. A sustentabilidade do negócio pressupõe uma visão de longo prazo em uma estratégia que objetiva o desenvolvimento financeiro da empresa, sem esquecer do desenvolvimento do meio ambiente, da sociedade e dos funcionários (CVM, 2013).

Nota-se que os esforços de governança corporativa são norteados ao desenvolvimento de estruturas que assegurem as tomadas de decisões com base em dados fidedignos, de clareza e de forma que anulem interesses que possam não privilegiar a organização como um todo. É

nesse ponto que se torna presente o Conselho de Administração, uma das peças-chave da governança corporativa. Segundo recomendações da CVM sobre governança corporativa, no Art. II.1, “O Conselho de Administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento” (CVM, 2002).

Para Charan (2010), é grande a importância de um Conselho de Administração ativo que garanta o bom desempenho da companhia, atuando de forma que aconteça uma integração estratégica entre todas as partes da companhia, fazendo-se presente, a fim de estabelecer uma harmonia entre os interesses de todos.

Segundo Borgerth (2007), os membros devem ser escolhidos por votação e consenso dos acionistas; convém evitar a escolha por interesse dos controladores, a fim de ter o controle indireto, elegendo profissionais independentes que estejam capacitados a assumir tal função, preservando assim o profissionalismo do Conselho.

Dessa forma, a companhia que consiga manter uma conduta administrativa dentro dos padrões estabelecidos pelos códigos, teoricamente, tende a tornar suas operações íntegras e qualificadas, demonstrando solidez e transparência, reduzindo os riscos. Para BM&F Bovespa (2014), a redução de risco gera uma precificação maior das ações que, por sua vez, incentiva subscrição de novas ações, fortalece o mercado acionário e facilita os financiamentos para as empresas através deste processo. Assim, segundo Borgerth (2007), o mercado como um todo é fortalecido, tornando-se uma alternativa de financiamento para as empresas.

A transparência gerada pela governança pode levar à redução do custo de capital, uma vez que os acionistas têm maior confiança, investindo mais capital na empresa e os credores por conseguinte, dispõem de garantias nas negociações (VIEIRA; MENDES, 2004).

Para demonstrar essa relação entre mercado, precificação e informações transparentes, Eugene Fama (1970) *apud* Borgerth (2007) desenvolveu a teoria da eficiência de mercados, a qual esclarece que o preço de mercado das empresas não se explica pelo fato de correlação temporal, e sim, pelo modo eficiente de como o mercado recebe as informações disponibilizadas sobre a empresa. O mercado precifica o valor da ação pela forma e o conteúdo de como são divulgadas as informações; se positivas, haverá um aumento, se negativas, uma desvalorização no valor das ações. Para Borgerth (2007, p. 13), “[...] os mercados eficientes, no momento em que a informação é disponibilizada, fazem um movimento de acordo com o efeito da informação sobre o preço dos ativos”. Pinheiro (2008), por sua vez, destaca que o nível de eficiência de um mercado se define pela relação entre informações e preços.

No aspecto de regulamentações da governança, no Brasil, são três os órgãos que exercem influência. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, foi o pioneiro a tratar desses estudos no país, seguido pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM e a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro – BM&F Bovespa.

O IBGC, segundo definição do próprio Instituto, é uma instituição sem fins lucrativos que tem como propósito ser referência em governança corporativa e assim contribuir para o desenvolvimento das organizações, estimulando-as à transparência, à justiça e à responsabilidade nos negócios.

A CVM, no que lhe diz respeito, é uma Instituição que regulamenta e disciplina o funcionamento dos mercados de valores mobiliários. Seus poderes, são o de fiscalizar, investigar, normatizar e disciplinar todos integrantes do mercado. Dentre as atribuições está a de zelar pela confiabilidade, regularidade e padronização das informações, contribuindo para o desenvolvimento sustentável das empresas e do mercado mobiliário (CVM, 2002).

Já a BM&F Bovespa, é a companhia que organiza e administra o mercado de ações, derivativos e mercadorias. Tem a função de registrar as negociações, além de compensá-las e liquidá-las, garantido as liquidações financeiras das operações. A Bolsa possibilita a seus clientes a realização de operações destinadas à compra e venda de ações, transferência de riscos de mercado (*hedge*), arbitragem de preços entre mercados e/ou ativos, diversificação e alocação de investimentos e alavancagem de posições (BM&F BOVESPA, 2014).

No aspecto legal a Lei nº. 6.404/76, conhecida como a Lei das Sociedades por Ações, que foi alterada pela Lei nº. 10.303/01 e, posteriormente, pela Lei nº. 11.638/07 regulam e disciplinam a aplicação das normas e regras do mercado acionário (BM&F BOVESPA, 2014).

A necessidade da adequação das empresas nacionais aos padrões de atuação e administração de negócios internacionais motivou a BM&F Bovespa a criar segmentos especiais de listagem e negociação no mercado de ações. Os segmentos especiais foram criados como uma forma de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atraindo novos investidores e empresas pela adoção da governança corporativa.

A adequação e adesão aos níveis não são obrigatórios, mas conforme a BM&F Bovespa (2014), o conjunto de práticas e normas adotadas pelas companhias é importante para desenvolver maior transparência de modo que cresça a valorização das ações e demais ativos emitidos pelas companhias. Ainda, a valorização e a liquidez das ações sofrem influência positiva, pela segurança e direitos concedidos aos acionistas, além de melhorar a qualidade das informações divulgadas. Os níveis de classificação que visam esclarecer ao

mercado a situação na qual as empresas se encontram, no compromisso com as boas práticas de governança corporativa são: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. O quadro 2 estabelece uma comparação entre todos os níveis.

**Quadro 2 – Comparativo dos segmentos de listagem especiais de Governança Corporativa.**

	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Mercado Comum</b>
Características das ações emitidas.	Permite a existência somente de ações ON.	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais).	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação).	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação).
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> ).	No mínimo 25% de <i>free float</i> .			Não há regra.
Composição do Conselho de Administração.	Mínimo de 5 membros dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos.		Mínimo de 3 membros (conforme legislação).	
Obrigações do Conselho de Administração.	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.		Não há regra.	
Demonstrações Financeiras.	Traduzidas para o inglês.		Conforme Legislação.	
Reunião pública anual e calendário de evento corporativos.	Obrigatório.			Facultativo.
Divulgação adicional de informações.	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.			Não há regra.
Concessão de <i>tag along</i> .	100% para ações ON.	100% para ações ON e PN.	80% para ações ON (conforme legislação).	80% para ações ON (conforme legislação).
Oferta pública de aquisição de ações, no mínimo, pelo valor econômico.	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento.		Conforme Legislação.	Conforme Legislação.
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.	Obrigatório.		Facultativo.	Facultativo.

Fonte: Adaptado de BM&F Bovespa – Comparativo dos segmentos de listagem (2014).

O Nível 1 é o primeiro de boas práticas, onde o principal compromisso da empresa é fornecer informações que possam auxiliar sobre o valor da empresa, por meio de informações de caráter legal e através de informações adicionais às exigidas por Lei. Neste primeiro nível, as empresas são estimuladas a estabelecer uma aproximação e relação maior com os investidores. Outro aspecto importante é a obrigação de manter um percentual mínimo de

25% de ações em circulação, a fim de melhorar a liquidez das ações da empresa (BM&F BOVESPA, 2002).

No Nível 2, além das práticas exigidas no Nível 1, são adicionadas regras societárias que garantem maior equidade de direitos entre os acionistas. As divulgações financeiras, neste nível, devem seguir padrões internacionais de Contabilidade, a fim de atingir investidores estrangeiros (BM&F BOVESPA, 2002).

O nível mais alto de boas práticas é o Novo Mercado. Quando os optantes por esse nível, somam-se todas as práticas dos níveis anteriores, sendo obrigatório somente a emissão de ações ordinárias (ON) que garantam ao acionista o direito a voto, facilitando o acompanhamento e a fiscalização. Neste nível, tem-se a melhor qualidade de informações e os direitos societários são mais amplos (BM&F BOVESPA, 2009).

Vieira e Mendes (2004), afirmam que,

Nas práticas de boa governança estabelecidas pela Bovespa, a passagem para um patamar superior de governança aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhora a qualidade das informações prestadas pela empresa. O resultado esperado seria a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado. Ao estabelecer níveis de governança, a Bovespa pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis guardem uma forte correlação com a valorização e a menor volatilidade das ações (VIEIRA; MENDES, 2004, p. 110).

Em vista das proposições apresentadas, de qualquer forma, todas convergem para um mesmo fim: as companhias que desenvolvem práticas de governança corporativa tornam seus negócios mais transparentes e valorizadas pelos investidores que, por suas vezes, garantem uma espécie de proteção contra os riscos inerentes ao mercado de capitais, ou ao menos, minimizem os riscos, sejam minoritários, institucionais ou mesmo os majoritários. Assim, teoricamente, criam-se, de alguma maneira, vantagens para as firmas em relação às que não optam por boa governança.

#### **4 ESTUDO DE CASO**

A adesão aos segmentos especiais de negociação de boas práticas de governança corporativa da BM&F Bovespa, empiricamente prevê uma valorização ou, no mínimo, uma melhora no desempenho das ações das companhias, provendo maior liquidez e menor volatilidade com o crescimento constante e acima da média de empresas que não estejam

classificadas nestes segmentos. Presume-se que as empresas do Novo Mercado sejam mais valorizadas que as do Nível 2, estas mais que as do Nível 1 e, por conseguinte, mais que as empresas do Mercado Comum.

A grande quantidade de informações de toda a ordem, juntamente com o enorme número de companhias presentes no mercado, emana a necessidade de desenvolver meios para que se possam estabelecer comparações e avaliações. Para que se construa uma análise, há diversos indicadores que utilizam de todos os tipos de dados sobre as firmas. Dentre eles estão a análise macroeconômica, a rentabilidade, valor dos lucros, o valor de mercado, o grau de liquidez, a volatilidade dos preços e o índice beta de uma ação, como os índices comumente utilizados.

A análise macroeconômica fornece parâmetros para um panorama da atividade econômica de um modo geral, utilizando-se de variáveis e indicadores econômicos relevantes que subsidiam a interpretação do cenário geral. Uma análise macroeconômica correta pode ajudar a refletir sobre os rumos das bolsas de valores do sistema econômico. Dentre os indicadores que refletem o cenário macro estão o Produto Interno Bruto - PIB, a inflação, a produção industrial e a taxa básica de juros (PINHEIRO, 2008).

Entre 2009 e 2012, período no qual foram levantados os dados para o estudo, o cenário macroeconômico nacional, exibido na Tabela 1, apresentou um incremento no PIB no ano de 2010, em relação a 2009, saindo de uma retração de 0,3% para um crescimento de 7,5%.

Em relação aos índices de preços, juntamente com o incremento do PIB, apresentaram um aumento dos níveis. O IGP-DI de -1,43% subiu para 11,30%, reduzindo no ano seguinte para 5% e voltando a subir para 8,1% em 2012. O IPCA saiu de 4,31% em 2009 para 5,91% em 2010 e 6,50% em 2011 e reduzindo em 2012 para 5,84%.

**Tabela1 – Índices macroeconômicos brasileiro, no período entre 2009 a 2012.**

<b>Índices</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<i>Produto Interno Bruto (em %)</i>				
PIB	-0,3	7,5	2,7	1,0
<i>Índices de preços (em %)</i>				
IPCA	4,31	5,91	6,50	5,84
IGP-DI	-1,43	11,30	5,00	8,10

*Rendimentos brutos das principais aplicações financeiras (em %)*

Poupança	6,90	7,45	6,48
CDB	8,81	10,92	7,82
Fundos de investimento extra mercado	9,52	11,57	11,99
Fundos de investimento ações	8,57	-7,16	8,68
Dólar	-4,31	12,58	8,94
Ibovespa	1,04	-18,11	7,40

Fonte: Adaptado de Banco Central do Brasil (2014).

Em relação aos rendimentos das aplicações financeiras, o ano de 2011, exceto nos investimentos ligados a ações no qual esse estudo foi baseado, foi o período de maiores ganhos entre os três períodos analisados, com destaque para os fundos de investimentos extra mercados que resultaram nas maiores taxas de rendimentos. Nota-se, nessa análise, que o índice Bovespa foi o investimento com os menores retornos, gerando inclusive uma retração dos investimentos.

Ao se considerar a análise macroeconômica do período, percebe-se que a economia brasileira apresentou resultados variantes, com oscilações, ora positivas, ora negativas, dos principais índices de mercado, como exemplo do PIB e IGP-DI. Além dos índices que medem o desempenho da economia, os investimentos ligados ao mercado de capitais, mais precisamente ao mercado de ações, também sofreram grandes oscilações, tornando-se um período de economia instável.

Ao iniciar-se a análise objeto do estudo, o Gráfico 1 demonstra a evolução dos índices, construídos a partir dos estratos definidos para o estudo. Observa-se uma estreita correlação entre todos os níveis nos primeiros períodos da pesquisa, visto que todos os índices iniciaram no valor zero nesta análise. Entre setembro de 2009 a abril de 2012, o índice Nível 2 apresenta uma sobrevalorização frente aos outros índices, sendo superado pelo Novo Mercado a partir de abril de 2012, mantendo-se até o final da análise.

**Gráfico 1 – Evolução dos estratos do estudo no período de 2009 a 2012.**

Fonte: Elaborado a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa (2014).

Nessa primeira análise, é importante observar o fraco desempenho do índice Nível 1, demonstrando resultados abaixo do Mercado Comum. Em números absolutos, ao final dos

períodos, conforme a Tabela 2, o índice Novo Mercado obteve uma diferença percentual de 24,44% de valorização para o índice Mercado Comum. O índice Nível 1, destacado anteriormente, apresentou uma diferença percentual de 44,16% para o Novo Mercado e 19,74% para o Mercado Comum. O resultado final demonstrou o Novo Mercado com 90,88% de valorização, o Nível 2 com 77,85%, seguidos pelo Mercado Comum com 66,46% e o Nível 1 com 44,72%.

**Tabela 2 – Evolução dos estratos em valores percentuais no período entre 2009 a 2012.**

Ano	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Mercado Comum
2009	51,90%	74,50%	51,25%	50,02%
2010	52,92%	80,43%	70,48%	62,38%
2011	34,79%	71,71%	51,35%	58,50%
2012	46,72%	77,85%	90,88%	66,46%

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

Na mesma análise, porém, utilizando os índices oficiais da BM&F Bovespa: o Índice Brasil 100 – IBrX-100, Índice Bovespa – IBOV e o Índice de Governança Corporativa – IGC, demonstrados no Gráfico 2, em idêntico período, apresenta a partir de abril de 2010, os índices IBrX-100 e IBOV, subvalorizados ao IGC até o final do período analisado.

**Gráfico 2 – Evolução dos índices IBrX-100, IBOV e IGC de 2009 a 2012.**

Fonte: Elaborado a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa (2014).

Em números absolutos, conforme a Tabela 3, o Índice de Governança Corporativa - IGC demonstra de forma clara a sobrevalorização aos outros índices, resultado de uma diferença percentual de 20,29% acima do IBrX-100 e 26,01% do IBOV, obtendo assim 79,47% de valorização, enquanto o IBrX-100 apresentou 59,18% de valorização e o IBOV 53,46%. Essa diferença apresentada entre o IGC e o IBrX-100, representa uma variação percentual positiva de 34,28%.

**Tabela 3– Evolução dos índices em valores percentuais no período entre 2009 a 2012.**

Ano	IBRX-100	IGC	IBOV
2009	51,87%	58,24%	57,94%
2010	56,33%	71,81%	61,01%
2011	46,67%	60,86%	44,06%
2012	59,18%	79,47%	53,46%

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

Apesar da literatura pressupor que as companhias que optem por qualquer nível de governança têm seu desempenho otimizado em relação às empresas do Mercado Comum, como destacado pela BM&F Bovespa (2014), quando afirma que o conjunto de práticas e normas de governança corporativa adotadas pelas companhias torna o negócio mais transparente de modo que cresça a valorização das ações e demais ativos emitidos pelas companhias, o primeiro estudo demonstrou as ações do estrato Nível 1 com valorização abaixo do Mercado Comum. Em contrapartida, as ações do estrato Nível 2, Novo Mercado e, no caso na análise dos índices o IGC, apresentam uma maior valorização às ações do Mercado Comum, legitimando o pressuposto.

Os estratos, também foram submetidos a análises que apresentassem resultados específicos. Assim, na Tabela 4 é demonstrada a relação do lucro líquido pelo valor da ação, a qual retorna o valor da rentabilidade em determinado período. Neste caso, foi calculado pelo lucro líquido do ano pela última cotação de preço da ação daquele ano (PINHEIRO, 2008).

**Tabela 4 – Resultados das médias da relação lucro líquido/preço da ação dos estratos do estudo.**

Índice	2009	2010	2011	2012	Média
Nível 1	5,77%	8,84%	11,75%	6,98%	8,34%
Nível 2	9,87%	9,04%	2,93%	-7,81%	3,51%
Novo Mercado	5,55%	3,95%	3,04%	4,53%	4,27%
Mercado Comum	6,38%	5,72%	8,14%	3,42%	5,91%

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

Nota-se uma diferença percentual de 2,43% do Nível 1, que apresenta a maior média de rentabilidade em relação ao Mercado Comum, com 5,91%, seguidos pelo Novo Mercado com 4,27% e o Nível 2 com 3,51%.

A avaliação do valor dos lucros (*price earnings ratio* – *PER*), segundo Pinheiro (2008), mede-se o número de anos que um acionista levará para recuperar seu investimento. O resultado deste índice é somente aproximado, pois não se leva em consideração o valor do dinheiro no tempo e nem o fato das companhias, normalmente, não repassarem todo o valor do lucro em dividendos aos acionistas. O valor é obtido pela simples divisão do preço da ação pelo lucro líquido por ação da companhia, exatamente o inverso da relação de LL/P.

Na análise apresentada na Tabela 5, as ações do Nível 1 com a média 14,55 anos foram as empresas que devolveriam o capital investido mais rapidamente, seguidos pelo Nível

2 com 19,68 anos e pelo Mercado Comum com 22,23 anos, ficando as ações do Novo Mercado com o maior tempo de retorno do investimento, em torno de 31 anos.

**Tabela 5 – Média do valor dos lucros dos estratos no período de 2009 a 2012.**

<b>Índice</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Nível 1	20,76	11,97	9,40	16,08	14,55
Nível 2	20,06	23,63	13,93	21,10	19,68
Novo Mercado	39,15	38,36	22,90	23,46	30,97
Mercado Comum	28,14	20,60	19,90	20,28	22,23

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

Em vista da análise de rentabilidade, apesar de o Nível 1 e o Mercado Comum apresentarem a rentabilidade mais alta do estudo, o Nível 2 apresenta a menor média de rentabilidade. Os resultados são explicados pelos números extraordinários obtidos pelas empresas da amostra, ou seja, resultados que não se repetiram em outros períodos, como exemplo dos dividendos distribuídos pela a empresa Vale S.A. (ação pertencente ao estrato de Nível 1) nos anos de 2010 e 2011 e os consecutivos prejuízos da empresa Gol Linhas Aéreas (ação pertencente ao estrato de Nível 2). Também observa-se uma constância, mesmo com resultados baixos em comparação aos outros resultados, na rentabilidade média do Novo Mercado, o que nos remete a ideia de conservadorismo e resultados constantes presentes neste estrato.

Em se tratando do tempo de retorno do investimento, segundo Pinheiro (2008), entende-se que para a análise dos resultados é prudente que seja feita através de uma comparação do tempo aceitável pelos acionistas para determinado segmento de investimento, uma vez que os investidores aceitam tempos diferentes, caso haja meios que lhes garantam maior segurança do investimento. Desse modo, não há como estabelecer uma relação direta entre os estratos.

Na análise da volatilidade histórica, definida por Pinheiro (2008) como o cálculo que identifica a intensidade e a frequência de oscilação, isto é, o nível de movimentação dos preços de uma ação, verifica-se:

**Tabela 6 – Média da volatilidade anual dos estratos no período de 2009 a 2012.**

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Mercado Comum
<b>Vol. Anual</b>	28,10%	21,40%	24,28%	20,31%

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

Nos resultados apresentados na Tabela 6 observa-se que, as ações do Mercado Comum demonstraram a menor volatilidade, com 20,31%, seguidas pelas do Nível 2 com 21,40% e do Novo Mercado com 24,28%, e por último, com o maior índice, as ações do Nível 1, com 28,10%.

Contudo, ao se calcular a volatilidade dos índices oficiais da BM&F Bovespa, conforme a Tabela 7, nota-se que a menor taxa de volatilidade foi de 21,53%, correspondente ao IGC, para 22,82% do IBrX-100 e 24,7% do IBOV.

**Tabela 7 – Volatilidade anual dos índices oficiais do mercado do período de 2009 a 2012.**

	IBrX-100	IGC	IBOV
<b>Vol. Anual</b>	22,82%	21,53%	24,70%

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

Há nestes resultados um contraponto, já que na análise dos estratos, as ações do Mercado Comum que não se encontram listadas no IGC, estando somente no IBrX-100 e no IBOV, têm a menor volatilidade, contrariando o que afirmam Vieira e Mendes (2004) que consideram que a passagem aos níveis mais altos de governança tornaria as ações menos voláteis.

Pinheiro (2008) afirma que, o nível de volatilidade pode ser interpretado de maneiras diferentes, dependendo da tendência que se encontra o mercado. Quanto maior a volatilidade, maior o risco, porém em uma análise dentro de um mercado com tendência altista, quanto maior a volatilidade, maiores são as possibilidades de ganho.

Em última análise foi calculado o valor do Beta das ações, que é um indicador que permite diferenciar ativos defensivos de ativos agressivos, classificando as ações por seu nível de risco, em relação ao índice, neste caso o Ibovespa. As ações defensivas são consideradas mais conservadoras, porque oscilam em menor escala do que o mercado em geral, apresentando o Beta entre zero e um. Acima de um, são ações agressivas, que demonstram oscilações maiores do que o mercado, consideradas ações de risco mais alto (PASCHOARELLI, 2008).

**Tabela 8 – Média do valor Beta das ações avaliadas divididas em estratos.**

<b>Estrato</b>	<b>Beta</b>
Nível 1	1,067
Nível 2	0,577
Novo Mercado	0,680

Fonte: Elaborada a partir da base histórica de cotações da BM&F Bovespa.

O objetivo desta avaliação foi evidenciar o quanto reativas as ações foram em relação ao Índice Bovespa. A Tabela 8 apresenta os resultados das médias do índice Beta das ações avaliadas. Neste caso, somente as ações com presença de governança corporativa foram calculadas. Como resultado obteve-se a média das ações de Nível 2 e Novo Mercado com 0,577 e 0,680, respectivamente, classificando-se como ações defensivas de caráter conservador. Já as ações do estrato de Nível 1 apresentaram um resultado de 1,067, que classificou-as como ações agressivas, por terem um índice Beta acima de um.

Em suma, dentro de um contexto geral, notamos que não existe uma constância de resultados quando são analisados os estratos do estudo, devido, em algumas análises, os números extraordinários das empresas alterarem as conclusões. Nas análises foram observados resultados contraditórios, como a evolução dos preços em relação à rentabilidade e o valor dos lucros. Quando analisados os índices completos e oficiais do mercado, há de fato uma superioridade das empresas com boas práticas de governança corporativa. Nesse ponto, vale ressaltar que, uma modificação nos estratos pode gerar resultados mais constantes e conexos.

## **5 CONCLUSÕES**

As pesquisas sobre governança corporativa têm buscado demonstrar os efeitos das boas práticas no modo de administrar as empresas, mas devido à pequena quantidade de estudos, comparado a outras práticas, não há um consenso sobre os seus resultados no valor das ações ou mesmo no valor de mercado das companhias. O que se pode concluir é que as boas práticas tornam o negócio das companhias mais transparente, fidedigno e equânime, no que se refere aos direitos dos acionistas.

O artigo buscou analisar se o enquadramento aos níveis diferenciados de negociação e o uso das boas práticas de governança corporativa tornam as ações dessas empresas mais valorizadas e se de fato gera alguma diferença no desempenho econômico-financeiro.

Para tal foram analisadas as ações de dezesseis empresas, divididas em quatro estratos, organizadas em índices de acordo com o nível de enquadramento nos níveis de governança, bem como o desempenho dos índices oficiais do mercado acionário brasileiro, através de análises baseadas no valor das ações e resultados financeiros no período entre janeiro de 2009 a dezembro de 2012.

Dessa forma, verificou-se, então, a existência de uma possível relação entre o nível de governança corporativa e a valorização das ações de uma determinada companhia. O tratamento dos resultados como possibilidades, se dá pelo fato de entendermos que a valorização de uma ação é influenciada por inúmeras variáveis concomitantemente.

A relação comprova-se nas análises que envolvem os índices oficiais de mercado, onde os resultados obtidos pelo Índice de Governança Corporativa - IGC estão acima dos demais índices avaliados. No crescimento e valorização dos índices, o IGC demonstrou uma diferença percentual de 26,18% para a segunda maior valorização. Nos resultados de volatilidade, o índice também se apresentou como menos volátil, assim consolidando os resultados.

Nas análises que envolveram os índices elaborados para o estudo, nota-se que, assim como com os índices oficiais, na análise do desempenho dos preços, há uma valorização maior de dois, dos três níveis de governança. Quando é avaliada a rentabilidade, as ações de Nível 1 se destacam, enquanto os outros níveis demonstram uma rentabilidade menor que o Mercado Comum, o qual foi uma espécie de balizador para as comparações. Resultados que podem ser explicados por decorrências extraordinárias das empresas, ou seja, resultados fora da média das empresas que foram selecionadas para a amostra.

Nota-se, também, que em algumas análises os resultados são contraditórios. Em algumas, o Mercado Comum apresenta resultados superiores aos estratos com governança corporativa. Neste ponto, destaca-se a análise de volatilidade, no qual o Mercado Comum apresenta a menor volatilidade, contrariando os resultados obtidos com as análises dos índices oficiais. Esse fato também é demonstrado na relação de lucro líquido/preço, no qual o mercado comum demonstra a segunda melhor média.

As práticas de governança corporativa, quando desenvolvidas pelas empresas podem gerar maior credibilidade nos seus resultados, de forma que os investidores se inclinam a optar por investir nestas companhias, pois os riscos de manipulações e o jogo de interesse por parte dos sócios ou grupos majoritários são minimizados. Porém, para mensurar de forma mais concreta os resultados, é necessário que sejam realizadas pesquisas com maior abrangência, englobando mais companhias e por um período de tempo mais longo, de modo a

permitir uma análise adequada, visto que os estudos desenvolvidos até o momento indicam uma melhora no desempenho e valoração das ações, exceto em alguns casos isolados.

Foram encontradas algumas implicações, como a crise financeira de 2008 que impactou os mercados internacionais, inclusive o brasileiro, criando uma situação atípica no mercado, que fez com que se reduzisse a base de dados, iniciando a partir de 2009, o que pode ter minimizado os resultados.

O trabalho foi relevante na busca para esclarecer as relações entre a governança e a valoração das ações de uma companhia, devido ao reduzido número de estudos nesse sentido. Considera-se que o artigo acrescentou em conceitos até então pouco abordados na formação acadêmica, adicionando conhecimentos pontuais da ciência da Administração.

Como sugestões para trabalhos futuros, propõe-se estudar as relações entre a governança corporativa e a valoração das ações no mercado, ou até mesmo a relação com o desempenho de forma geral das empresas, através enfoques e metodologias diferentes, que possam abranger mais o tema, ou ainda com o uso de estratos, utilizando-se de outros métodos de seleção. É importante que novas pesquisas sejam desenvolvidas, indiferente do meio ou de técnicas, para que assim se possa colaborar e endossar o tema, contribuindo para a formação de novas evidências.

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?INDECO>>. Acesso em: 16/07/2014.

BM&F BOVESPA. Disponível em <[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)>. Acesso em: 08 de mar. de 2014.

\_\_\_\_\_. *Nível 1 – Governança corporativa*. São Paulo: 2002. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_Nivel1.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel1.pdf)>. Acesso em: 08 de mar. de 2014.

\_\_\_\_\_. *Nível 2 – Governança corporativa*. São Paulo: 2002. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_Nivel2.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel2.pdf)>. Acesso em: 08 de mar. de 2014.

\_\_\_\_\_. *Novo Mercado – Governança corporativa*. São Paulo: 2009. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf)>. Acesso em: 08 de mar. de 2014.

BORGERTH, Vania Maria da Costa. *SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley*. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Y.; RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais: o que é, e como funciona*. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CHARAN, Ram. *Reinventando a governança corporativa: por que a estratégia de atuação os conselheiros pode determinar o sucesso ou o fracasso de uma empresa*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. *Cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Portal CVM. 2002. Disponível em:

<[www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc)>. Acesso em: 11 de mar. de 2014.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM n.º 469*, de 02 de maio de 2008. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 04 de abr. de 2014.

\_\_\_\_\_. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013.

DOANE, David P.; SEWARD, Lori E. *Estatística aplicada à administração e à economia*. Porto Alegre: AMGH, 2011.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

\_\_\_\_\_. *Técnica de pesquisa em economia e elaboração de monografias*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em

<[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)> Acesso em: 11 de mar. de 2014.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARCONI, Marina de Andrade. LAKATOS, Eva Maria. *Fundamentos da metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PASCHOARELLI, Rafael. *Como ganhar dinheiro no mercado financeiro: encontre o perfil de investidor adequado à sua personalidade*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

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

VIEIRA, Solange Paiva. MENDES, André G. S. Teixeira. *Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, Vol. 11, P. 103 – 122, Dezembro de 2004.

YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZDANOWICZ, José Eduardo. *Finanças aplicadas para empresas de sucesso*. São Paulo: Atlas, 2012.