

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**MARIANA FONTES MACHADO FERREIRA**

**RELAÇÃO ENTRE O NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O VALOR DE  
MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS NO ISE DA BOLSA, BRASIL, BALCÃO**  
**(B3)**

**RIO DE JANEIRO**  
**2020**

**MARIANA FONTES MACHADO FERREIRA**

**RELAÇÃO ENTRE O NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O  
VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS NO ISE DA BOLSA,  
BRASIL, BALCÃO (B3)**

Monografia apresentada à Faculdade de  
Administração e Ciências Contábeis da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
como requisito para obtenção de grau de  
Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. José Augusto Veiga  
da Costa Marques**

**RIO DE JANEIRO**

**2020**

**MARIANA FONTES MACHADO FERREIRA**

**RELAÇÃO ENTRE O NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O  
VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS NO ISE DA BOLSA,  
BRASIL, BALCÃO (B3)**

Monografia apresentada à Faculdade de  
Administração e Ciências Contábeis da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
como requisito para obtenção de grau de  
Bacharel em Ciências Contábeis.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Orientador: Prof. José Augusto Veiga da Costa Marques**  
**Universidade Federal do Rio de Janeiro**

---

**Prof. Domênico Mandarino**  
**Universidade Federal do Rio de Janeiro**

---

**Prof. Marcos Roberto Pinto**  
**Universidade Federal do Rio de Janeiro**

**RIO DE JANEIRO**

**2020**

Dedico este trabalho à minha família, sobretudo minha falecida mãe. Seu sonho sempre foi me ver numa Universidade Federal e neste último ano, em meio a cartas antigas, descobri que um dos seus desejos quando mais nova era fazer Ciências Contábeis. Pois aqui estou eu, Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, depois de muita luta, cafés e amigos nessa caminhada, realizando o nosso sonho, mãe. É pra você!

## **AGRADECIMENTOS**

Sou grata a todos os professores que contribuíram com a minha trajetória acadêmica, especialmente ao José Augusto e ao Francisco Raeder, responsáveis pela orientação do meu projeto. Obrigada por esclarecer tantas dúvidas e serem tão atenciosos e pacientes. Aos meus amigos, agradeço por todo amor, força, incentivo e apoio incondicional. Agradeço imensamente à Deus, por ter me concedido saúde, força e disposição para fazer a faculdade e o trabalho de final de curso. Sem Ele, nada disso seria possível. Também agradeço à minha família, por ter me tranquilizado nos momentos mais difíceis da minha trajetória acadêmica até então.

## RESUMO

A presente pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre o valor das ações das empresas que compõem a carteira teórica do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 e seus respectivos níveis de governança corporativa. Para a realização da pesquisa foram analisadas as empresas listadas no período de 2010 a 2018 e que compuseram a carteira teórica do primeiro quadrimestre de 2019 da B3. A amostra final foi composta por 19 empresas, cujas informações utilizadas tem periodicidade trimestral, totalizando 36 períodos. Através da técnica estatística de regressão quantílica, modelou-se a relação entre o preço das ações e o nível de governança corporativa das empresas. Os resultados da pesquisa mostraram que não há como comprovar a existência de uma relação positiva entre o preço das ações das empresas e seu nível de governança corporativa, uma vez que o coeficiente estimado se mostrou estatisticamente igual a zero. Conclui-se que esta pesquisa está em constante evolução e recomenda-se que sejam realizadas novas pesquisas, considerando todos os níveis de governança corporativa, tendo em vista que apenas empresas classificadas de acordo com os dois mais elevados (N1 e Novo Mercado) compuseram a amostra.

**Palavras-chave:** Índices de Sustentabilidade. Bolsa de Valores. Governança Corporativa. Regressão Quantílica.

## RESUMEN

Este trabajo tuvo como objetivo analizar la relación entre el valor de las acciones de las empresas que conforman la cartera teórica del Índice de Sostenibilidad Corporativa B3 y sus respectivos niveles de gobierno corporativo. Para llevar a cabo la investigación, se analizaron las empresas enumeradas en el período 2010-2018 y que conformaban la cartera teórica del primer trimestre de 2019 de B3. La muestra final consistió en 19 empresas, cuya información utilizada es trimestral, totalizando 36 períodos. A través de la técnica estadística de regresión cuantil, se modeló la relación entre el precio de las acciones y el nivel de gobierno corporativo. Los resultados han mostrado que no hay forma de demostrar la existencia de una relación positiva entre el precio de las acciones de las empresas y su nivel de gobierno corporativo, ya que el coeficiente estimado fue estadísticamente igual a cero. Se concluye que este trabajo está en constante evolución y se recomienda que se realicen más investigaciones, teniendo en cuenta todos los niveles de gobierno corporativo, considerando que solo las empresas clasificadas según los dos más altos (N1 y Novo Mercado) compusieron la muestra.

**Palabras-clave:** Índices de Sostenibilidad. Bolsas de Valores. Gobierno Corporativo. Regresión Cuantil.

## **LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS**

B3 – Bolsa, Brasil, Balcão – Bolsa de Valores de São Paulo

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GC – Governança Corporativa

HME – Hipótese de Mercado Eficiente

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFC - *International Finance Corporation*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IPO - *Initial Public Offering*

ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial

LLPA = Lucro Líquido por Ação

PA = Preço por Ação

PLPA = Patrimônio Líquido por Ação

TBL - *Triple Bottom Line*



## SUMÁRIO

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS .....	8
1. INTRODUÇÃO.....	10
1.1 Objetivo .....	11
1.2 Relevância .....	12
1.3 Delimitação da pesquisa .....	12
2. REVISÃO DE LITERATURA .....	14
2.1 Relevância da Informação Contábil para o mercado de capitais.....	14
2.2 Hipótese do Mercado Eficiente .....	15
2.3 Reflexos das medidas de sustentabilidade no preço das ações.....	16
2.4 Governança Corporativa.....	18
2.5 Estudos Anteriores.....	19
3. METODOLOGIA.....	21
3.1 Tipologia.....	21
3.2 Dados .....	21
3.3 Modelo Econométrico .....	23
4. RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	25
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	27
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	28

## 1. INTRODUÇÃO

A preocupação da sociedade com relação ao meio ambiente tem se tornado cada vez maior nos últimos tempos, devido aos impactos que são proferidos, principalmente, por grandes empresas e indústrias ao redor do mundo (VITAL, 2009).

Segundo Santos (2001), a pressão exercida atualmente pela sociedade para que as empresas sejam mais transparentes está ainda maior. As organizações podem - e devem - evidenciar em suas demonstrações contábeis seus esforços socioambientais, a fim de divulgar informações a todos os seus *shareholders* e *stakeholders* sobre ações relacionadas ao meio ambiente, à sociedade e à governança corporativa.

A Governança Corporativa (GC) é, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2019), o sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração da companhia, bem como sua diretoria, órgãos de fiscalização e demais partes interessadas. Os princípios básicos da Governança Corporativa são transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Ainda segundo o IBGC (2019), existem duas classificações de GC: *Outsider System* e *Insider System*. O modelo de governança brasileiro se aproxima mais da segunda classificação, por ter predominância da propriedade concentrada, papel relevante no mercado de dívida e mais orientado às partes relacionadas (IBGC, 2019).

Os mercados de capitais são essenciais para o desenvolvimento econômico de um país, pois alocam poupança a recursos de investimentos. Ao fazer isso, pode-se fornecer sinais importantes à formação dos preços dos títulos, que necessitam refletir as informações existentes no sistema econômico a qualquer tempo (FAMA, 1970).

Toda informação divulgada pelas empresas de capital aberto impacta o mercado, seja em maior ou menor grau. A Hipótese de Mercado Eficiente (HME) afirma que a variação dos preços das ações agrega as expectativas e informações disponíveis sobre a empresa. (GONÇALVES; RODRIGUES; MACEDO, 2014)

A HME pode ser classificada em três grupos de acordo com a velocidade com a qual a informação é divulgada. Esses grupos são compostos pelo Mercado Forte, cujos preços já refletem todas as informações, incluindo aquelas informações sigilosas; existe ainda o Mercado Fraco, onde, nesse cenário, os preços são determinados por preços históricos, ou seja, com informações do passado. (RABELO JUNIOR e IKEDA, 2004).

E, além dos mercados forte e fraco, ainda existe o mercado Semiforte. De acordo com Fama (1970), nesse tipo de mercado tanto as informações históricas, como as informações divulgadas são incluídas no momento de definir os preços dos ativos. Segundo Sarlo Neto (2009), o mercado brasileiro apresenta uma forma semiforte.

Muitas são as companhias abertas que operam com ações nos mercados de capitais ao redor do mundo. Com o tempo, as principais bolsas de valores, como a de Nova Iorque, Dow Jones, criaram os chamados Índices de Sustentabilidade, cujo principal objetivo, de acordo com Flinch (2005, p.1), é o de criar uma referência para se medir o desempenho das empresas neles listadas, já que muitos investidores estão buscando aplicar seus recursos em empresas éticas e socialmente responsáveis.

A Bolsa de Valores (B3 – Bolsa, Brasil, Balcão) criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em 2005. Este índice busca criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações, renovando anualmente a carteira de empresas nele listadas. O ISE permite que as partes interessadas avaliem as empresas de acordo com o seu grau de comprometimento sustentável de um modo geral. (B3 – Bolsa, Brasil, Balcão)

Em um mundo onde o que mais importa é maximizar o retorno esperado dos acionistas, ver que existem cada vez mais investidores atentos com a aplicação de seus recursos em empresas que se preocupam com o meio ambiente, a sociedade e a governança corporativa é bastante promissor.

Diante do contexto mencionado, surge o seguinte problema de pesquisa: o nível de informações de governança corporativa das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial brasileiro gera, de fato, um aumento no valor intrínseco de suas ações perante o mercado?

### ***1.1 Objetivo***

O objetivo da presente pesquisa é analisar a relação entre o valor das ações das empresas que compõem a carteira teórica do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 e seus respectivos níveis de governança corporativa, que foram listadas no período de 2010 a 2018 e que compuseram a carteira teórica do primeiro quadrimestre de 2019.

## ***1.2 Relevância***

Essa pesquisa é relevante por ainda não haver consenso entre as pesquisas existentes ao constatar qual é o verdadeiro impacto no valor das ações das empresas que compõem o ISE e seu nível de informação de GC, como ocorre, por exemplo, nas pesquisas realizadas por Mendes (2011), Nossa et al (2009), Alencar (2007) e Miles e Covin (2000). Nas empresas listadas pela B3 – Bolsa, Brasil, Balcão, Mendes (2011) e Nossa et al (2009) fizeram pesquisas e concluíram que não existe relação entre o retorno das ações e o nível de divulgação ambiental nessas empresas. Mendes (2011) utilizou o método da Teoria da Sinalização, enquanto Nossa *et al* (2009) utilizaram o método de Regressão em Painel em sua pesquisa. Alencar (2007), em sua tese de doutorado, constatou que existem relações positivas entre a divulgação e o retorno das ações das empresas pesquisadas. Para a realização de sua pesquisa, foi utilizado o método de Regressão Linear. Para Miles e Covin (2000), em pesquisa feita através do método de Divulgação, concluíram que, pelas evidências encontradas nos trabalhos pesquisados, existe uma relação positiva entre dois tópicos. Outros métodos utilizados para pesquisas sobre esse tema foram o método dos Mínimos Quadrados, utilizado por Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004) e a Teoria de Legitimidade e Divulgação, utilizado por Farias (2008).

Diante disso, não fica claro se a relação entre as divulgações de GC feitas pelas empresas e o retorno das ações delas tende a ser mais positiva ou negativa, carecendo de mais pesquisas para chegar a algum resultado mais concreto sobre o tema, que é um dos objetivos desta pesquisa. Além disso, soa importante que seja realizada pesquisa com modelos estatísticos ainda não utilizados em pesquisas anteriores no que tange à análise dos dados encontrados. Conforme sugerido por Duarte, Girão e Paulo (2017), por ser uma lacuna metodológica a ser explorada na contabilidade, esta pesquisa será feita através do método de regressão quantílica.

## ***1.3 Delimitação da pesquisa***

Essa pesquisa delimitou-se à análise do comportamento do valor intrínseco das ações das empresas de Níveis 1, 2 e de Novo Mercado de Governança Corporativa que entraram na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial no período de 2010 a 2018

e que compuseram a carteira teórica do primeiro quadrimestre de 2019 do Índice de Sustentabilidade Empresarial.”. A delimitação desse período considerou o ano que houve a convergência das normas aos padrões do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e o último ano em que as empresas divulgaram suas informações contábeis.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

Essa seção apresentará conceitos acerca da relevância da informação contábil para o mercado de capitais, da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), dos reflexos das medidas de sustentabilidade no preço das ações, além de estudos anteriores, abordando diferentes opiniões de autores sobre o impacto no valor das ações das empresas que compõem o ISE e o nível de divulgação de informações contábeis.

### *2.1 Relevância da Informação Contábil para o mercado de capitais*

A divulgação de informações, por parte das empresas, é fundamental para os seus usuários no processo de tomada de decisões (MALACRIDA e YAMAMOTO, 2006). Eles afirmam, ainda, que a evidenciação clara, objetiva e completa [de informações] possibilita um maior grau de confiabilidade e segurança ao se decidir por uma alternativa [de decisão] em detrimento de outras. Autores como Brown e Ball (1968) motivaram a realização de pesquisas sobre a importância da informação contábil no mercado de capitais.

Segundo Lopes (2010), pode-se perceber que as informações contábeis são capazes de alterar as expectativas dos investidores, fato este que pode ser observado pela variação do valor de mercado das empresas e medido pelo preço por ação das organizações. Barth et al (2001) definem relevância associando as informações contábeis e o valor de mercado das empresas, ou seja, as informações contábeis são “*value-relevant*”.

Francis e Schipper (1999) afirmam que uma das abordagens que definem relevância pressupõe que a informação contábil é considerada relevante se for aplicada na metodologia de precificação pelos investidores. Segundo Lopes (2010), a análise é feita com base na reação do mercado com relação às informações contábeis disponibilizadas pelas empresas. Lopes (2010) ainda afirma que os estudos de Ball e Brown (1968) e de Beaver (1968) seguem esse tipo de abordagem.

O Conselho Federal de Contabilidade (CFC), por meio da Norma Brasileira de Contabilidade Técnica NBCT-15, versa sobre a questão da divulgação de informações sociais e ambientais a partir da Demonstração de Informações de Natureza Social e Ambiental. Alega que essa demonstração deve apresentar informações sobre a geração e distribuição de riquezas, recursos humanos,

interação da empresa com o ambiente externo e interação com o meio ambiente. (ROBER e BORBA, 2007)

## 2.2 Hipótese do Mercado Eficiente

As evidências em pesquisas de contabilidade relacionadas ao mercado de capitais confirmam a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), ou seja, o mercado de capitais reage instantaneamente, ajustando o preço às novas informações disponibilizadas pela contabilidade (LIMA, 2010).

Para Fama (1970), mercado eficiente é um mercado aonde os preços fornecem sinais adequados para alocação de recursos, ou seja, um mercado onde as empresas podem tomar decisões de produção e investimento e investidores podem escolher ativos que representam a posse dessas empresas sob a hipótese de que os preços dos ativos sempre refletirão inteiramente todas as informações relevantes disponíveis. Neste contexto, mercado eficiente significa um mercado aonde os preços refletem todas as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade às novas informações. Nesse mercado, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao seu desempenho esperado e nenhum investidor é capaz de identificar ativos com preço em desequilíbrio. (MACHADO, MACHADO e CORRAR, 2009).

Haugen (2001) afirma que existem três formas de eficiência de mercados: fraca, semi-forte e forte. Essa afirmação é corroborada por Rabelo Junior e Ikeda (2004) através da tabela a seguir.

**Quadro 1 – Eficiência de Mercado**

<b>Eficiência de Mercado</b>	
<b>Fraca</b>	O preço do ativo reflete toda a informação contida no histórico do preço, sendo impossível prever um preço futuro baseado em um preço histórico, uma vez que o mercado precifica todas as informações disponíveis. Os retornos anormais poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores de preços futuros.
<b>Semiforte</b>	Toda a informação pública disponível está refletida no preço do ativo, incluindo informação sobre as séries de preços das ações, balanços financeiros da empresa e das empresas competidoras, comunicados relevantes entre outras informações públicas, que são relevantes para a empresa. A hipótese de eficiência de mercado semiforte diz que nenhum tipo de análise baseada em dados públicos possibilita avaliar investimentos lucrativos ou não-lucrativos.

**Forte** Toda a informação relevante da companhia (incluindo informações privadas e/ou confidenciais e informações públicas) está refletida no valor da ação. Esta forma é o extremo da hipótese de eficiência de mercado. Quando confirmada, observa-se que um investidor profissional não terá ganho superior que um investidor não profissional, uma vez que o ativo não produzirá retorno superior de maneira constante.

---

**Fonte:** Adaptado de PASCUOTTE (2011)

Forti Peixoto e Santiago (2009) afirmaram que mudanças nacionais e internacionais incentivaram o mercado brasileiro a passar de forte para semiforte. Sarlo Neto (2005) afirmou que as informações contábeis divulgadas podem impactar o preço dos ativos financeiros. Desta forma, a contabilidade é diretamente ligada aos mercados que possuem eficiência semiforte.

### ***2.3 Reflexos das medidas de sustentabilidade no preço das ações***

Fazer parte de índices de sustentabilidade colocam as empresas em um nível maior de credibilidade perante o mercado, chamando atenção de fundos socialmente responsáveis e tornando suas ações mais atrativas (BESLY e SAVITZ, 2005, p. 9). Além disso, segundo estudos de Bond e Walmsley (2003, p. 2), as empresas só realizam relatórios ambientais com o intuito de fazer parte desses índices. O ISE foi criado pela Bolsa de Valores de São Paulo em 2005 e foi originalmente financiado pela *International Finance Corporation* (IFC) e desenhado sob responsabilidade do GVces (B3 – BOLSA, BRASIL, BALCÃO).

A BOVESPA considera o ISE como um “Selo de Qualidade” para as empresas que nele são listadas. Ainda de acordo com a B3 - BOLSA, BRASIL, BALCÃO, o ISE é utilizado para comparar a performance das empresas nela listadas baseando-se na sustentabilidade corporativa, incluindo eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa.

De acordo com a Bolsa, Brasil, Balcão (B3), existem três categorias para a participação do ISE: A elegível, a treineira e a simulado, conforme descrito no quadro a seguir.

---

#### **Quadro 2 - Categorias para participação do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE**

---

##### **Categorias para participação do Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE**

---



<b>Elegível</b>	É o único nível que possibilita as empresas a fazer parte da carteira do ISE, respondendo ao questionário e apresentando evidências, que são analisadas pela equipe técnica competente. A decisão final sobre quais empresas comporão o ISE é revelado no final de cada ano, entrando em vigor no início do ano seguinte.
<b>Treineira</b>	As empresas desta participam apenas para receber um relatório sobre seu desempenho e pontuação, sem precisar apresentar documentação comprobatória sobre os questionários e sem intenção de integrar a carteira.
<b>Simulado</b>	É disponível para todas as empresas listadas na B3 - BOLSA, BRASIL, BALCÃO. Elas podem responder aos questionários do ano anterior quantas vezes quiser para verificar sua pontuação referente àquele ano.

**Fonte:** Adaptado de B3 (2019)

O ISE seleciona até 40 empresas dentre as que detém as 200 ações mais líquidas na bolsa, aplicando questionários voluntários, sob o conceito *Triple Bottom Line* (TBL). Para Santos *et al* (2009), “o conceito TBL envolve a avaliação de elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros”. Os questionários são revisados anualmente e, caso seja necessário, são incluídos itens que melhorem a qualidade do questionário e da avaliação das empresas.

No quadro a seguir encontram-se os critérios de inclusão e de exclusão da Carteira do ISE.

**Quadro 3 – Critérios de Inclusão e Exclusão da Carteira do ISE**

<b>Critérios de Inclusão e Exclusão do ISE</b>	
<b>Inclusão</b>	<b>Exclusão</b>
Estar entre as 200 ações mais líquidas na bolsa; Ter presença em pregão (pelo menos 50%) nas carteiras anteriores; Atender aos critérios de sustentabilidade e ser escolhido pelo Conselho do ISE; Não ser classificado como “ <i>Penny Stock</i> ”, ou seja, os ativos não podem ter cotação inferior a R\$ 1,00.	Deixar de atender a algum dos critérios de inclusão; Durante a vigência da Carteira, a empresa entrar em recuperação judicial ou falência; Caso ocorra algo que altere seus níveis de sustentabilidade e responsabilidade social.

**Fonte:** Adaptado de B3 (2019)

Em entrevista ao site *Hub Sustentabilidade*, redigido por Gabriela Bade M, em 16 de outubro de 2013, a diretora de Sustentabilidade do ISE/BOLSA, BRASIL, BALCÃO (B3), Sonia Favaretto, quando questionada sobre de que maneira ela acreditava que os índices de desenvolvimento sustentável das diversas bolsas de valores do mundo estão impactando o mundo dos negócios, respondeu:

Os índices de sustentabilidade são instrumentos poderosos de introdução de sustentabilidade empresarial, gerando um ciclo muito positivo no mundo dos negócios. Por um lado, estimulam as empresas a adotar as melhores práticas sócio-ambientais e por outro, funcionam como uma importante

ferramenta de referência e de critério de aplicação de capital para os investidores. (...).<sup>1</sup>

No contexto de empresas socialmente responsáveis, é importante que existam estudos que analisem a GC das companhias, como será tratado adiante.

## **2.4 Governança Corporativa**

A governança corporativa (GC) está relacionada à gestão de uma organização, sua relação com os acionistas (shareholders) e demais partes interessadas (stakeholders). A GC, ainda segundo esses autores, ganhou força a partir dos anos 1980 nos Estados Unidos, onde os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, em detrimento dos acionistas (BORGES e SERRÃO, 2005).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define GC como um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Nelson Siffert Filho (1998) define a GC como a forma que os controladores instituem mecanismos de monitoramento e controle em relação aos administradores e fazem com que estes ajam de acordo com o interesse dos controladores (numa visão mais ampla, stakeholders).

Os níveis de governança corporativa são um conjunto de mecanismos que visam proteger os acionistas de arbitrariedades dos diretores, conselheiros e executivos, uma vez que nem sempre seus interesses estão alinhados com os de seus acionistas (MAESTRO INVESTIDOR, 2017). Se dividem conforme o quadro a seguir.

---

### **Quadro 4 – Níveis de Governança Corporativa**

---

#### **Níveis de Governança Corporativa**

---

<b>Nível I</b>	Exige apenas uma maior comunicação com os investidores e que, no mínimo, 25% das ações estejam disponíveis para freefloat, inicialmente, por InitialPublicOffering (IPO) e, depois, no mercado secundário.
----------------	--

---

---

<sup>1</sup> Traduzido do texto: Los índices de sostenibilidad son instrumentos poderosos de inducción de la sostenibilidad empresarial, generando un ciclo muy positivo em el mundo de los negocios. Por un lado, estimulan a las empresas a adoptar las mejores prácticas socio ambientales y por otro, funcionan como importante herramienta de referencia y de criterio de asignación de capital para los inversores. (...)

<b>Nível II</b>	Tem as mesmas exigências do Nível I acrescido de outros requisitos, como a convergência das demonstrações contábeis às normas internacionais. Além disso, os acionistas minoritários têm o direito de se igualar ao dos controladores na troca de controle acionário. O tagalong garante ao minoritário valor idêntico ao recebido pelo controlador caso seja de 100%, bem comum no caso de ações ordinárias.
<b>Novo Mercado</b>	É o mais alto nível de governança corporativa brasileiro, é formado por empresas que excedem as exigências da legislação, no que tange à governança corporativa, e que garantem o direito dos acionistas. As empresas listadas no Novo Mercado somente podem emitir ações ordinárias, o que por si só já dá certa segurança aos acionistas no caso de venda do controle acionário.

**Fonte:** Adaptado de Maestro Investidor (2017)

A seguir serão abordados diversos estudos que evidenciam a relação entre os preços das ações das companhias e seu nível de GC e *disclosure* ambiental.

## 2.5 Estudos Anteriores

Já existem diversos estudos no meio acadêmico sobre a existência da relação entre o valor das ações das empresas e a evidenciação de informações ambientais.

Hackston e Milne (1996), em sua pesquisa, selecionaram as 50 maiores empresas listadas na bolsa de valores da Nova Zelândia e chegaram a uma amostra final de 47 empresas. Utilizaram o método de análise de conteúdo para a análise de dados qualitativos da pesquisa, investigando as práticas de divulgação ambiental das companhias, relacionando-as à sua rentabilidade. Os resultados mostraram que o tamanho da empresa está associado ao nível de divulgação ambiental, porém a sua rentabilidade não.

Pava e Cruz (1996) analisaram 53 empresas americanas que, à época, eram consideradas mais responsáveis socialmente segundo uma entidade especializada em divulgar aos *stakeholders* informações relacionadas aos âmbitos social e ambiental das companhias, denominada *Council on Economic Priorities*. Os autores também não conseguiram chegar à uma relação positiva entre o nível de divulgação ambiental e o retorno das ações dessas companhias.

Miles e Covin (2000) também objetivaram identificar a relação entre investimentos sustentáveis e o desempenho financeiro das companhias, porém concluíram que existe relação positiva entre esses dois fatores, através do método de divulgação e de evidências encontradas em trabalhos pesquisados.

Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004) buscaram analisar as interrelações entre divulgação, desempenho ambiental e desempenho financeiro e utilizaram o Método dos

Mínimos Quadrados para a análise dos dados. Chegaram à conclusão de que existe relação entre o bom desempenho econômico e seu nível de divulgação ambiental.

Alencar (2007) investigou a relação entre *disclosure* e o custo de capital próprio no Brasil. Para isso, utilizou a amostra das 50 empresas mais líquidas da BOVESPA nos anos 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005. Para o estudo, utilizou a técnica de Regressão Linear e chegou à conclusão de que existem relações positivas entre a divulgação e o retorno das ações das empresas pesquisadas.

Farias (2008) baseou sua pesquisa nas Teorias da Legitimidade e da Divulgação utilizando o Teste de Especificação de Hausman para testar suas hipóteses e chegou à conclusão de que não há relação estatisticamente significativa entre a divulgação ambiental e o desempenho econômico das 87 empresas com ações negociadas na bolsa que foram analisadas.

Portela e Rezende (2008) realizaram um estudo sobre o desempenho financeiro do ISE, verificando se o retorno dele é melhor do que o de outros indicadores da bolsa. Os pesquisadores relataram que o ISE não possui melhor retorno que os demais, por selecionar empresas considerando o conceito de sustentabilidade empresarial, que engloba crescimento econômico, equidade social e equilíbrio ecológico.

Nossa *et al* (2009) realizou um estudo empírico-analítico com dados dos balanços sociais publicados das 240 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado, segundo o ranking da Revista Exame (Melhores e Maiores) entre os anos de 1999 e 2006. Para realizar a análise da pesquisa, foi utilizado o modelo de regressão em painel. Como resultado, foi observado que não existe relação entre os indicadores sociais e os retornos anormais das companhias selecionadas.

Mendes (2011) realizou uma pesquisa com empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo entre os anos de 2006 e 2010, através da Teoria da Sinalização e não encontrou evidências de que a divulgação ambiental, seja ela positiva ou negativa, impacte no retorno das ações das companhias analisadas.

Bachoo, Tan e Wilson (2013) fizeram uma pesquisa na Austrália, que identificou a existência de uma relação positiva significativa entre a qualidade da divulgação ambiental e a expectativa de rentabilidade futura das organizações.

Clarkson *et al* (2013) também encontraram relação positiva entre a qualidade da divulgação ambiental e a expectativa de rentabilidade futura das organizações ao estudar 195 empresas nos Estados Unidos em 2003 e em 2006.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Tipologia

Essa é uma pesquisa empírica, também conhecida como pesquisa de campo. A pesquisa de campo caracteriza-se pelas investigações em que, além da pesquisa bibliográfica e/ou documental, se realiza coleta de dados junto a pessoas, com o recurso de diferentes tipos de pesquisa (pesquisa ex-post-facto, pesquisa-ação, pesquisa participante etc.) (FONSECA, 2002)

Nesta pesquisa é utilizado predominantemente o método quantitativo, o qual, de acordo com Fonseca (2002, p. 20), seus resultados podem ser quantificados. Ela se centra na objetividade e recorre à linguagem matemática para descrever as causas de um fenômeno e as relações entre variáveis. Será, também, uma pesquisa de caráter descritivo, que, segundo Triviños (1987), é um tipo de pesquisa que procura descrever fatos e eventos de determinada realidade, onde o investigador deve obter informações sobre o que irá pesquisar. Gil (2002) explica que esse tipo de pesquisa procura estipular algum tipo de relação entre variáveis, além de descrever as características de dada população ou fenômeno.

#### 3.2 Dados

Tendo em vista que a pesquisa se centra à análise do comportamento do valor intrínseco das ações das empresas de Níveis 1, 2 e de Novo Mercado de Governança Corporativa, a população consiste nas 28 empresas que compõem a carteira teórica do ISE de 2019, conforme Quadro 5. O período de análise compreende as datas de fechamento dos trimestres entre os anos de 2010 a 2018. Foram coletados dados sobre o preço de fechamento das ações, além do lucro líquido e do patrimônio líquido, ambos por ação, na base de dados Economatica®.

**Quadro 5** - Composição da Carteira Teórica Anual ISE 2019  
**Carteira Teórica Anual ISE 2019**

<b>Empresas</b>	<b>Nível de GC</b>
AES Tietê	Nível 2

B2W Digital	Novo Mercado
Bradesco	Nível 1
Brasil	Novo Mercado
Braskem	Nível 1
CCR SA	Novo Mercado
Cemig	Nível 1
Cielo	Novo Mercado
Copel	Nível 1
Duratex	Novo Mercado
Ecorodovias	Novo Mercado
Eletronbras	Nível 1
Eletropaulo	Novo Mercado
Energias BR	Novo Mercado
Engie Brasil	Novo Mercado
Fleury	Novo Mercado
Itausa	Nível 1
ItauUnibanco	Nível 1
Klabin S/A	Nível 2
Light S/A	Novo Mercado
Lojas Americ	Nível 1
Lojas Renner	Novo Mercado
MRV	Novo Mercado
Natura	Novo Mercado
Santander BR	Tradicional
Telef Brasil	Tradicional
Tim Part S/A	Novo Mercado
Weg	Novo Mercado

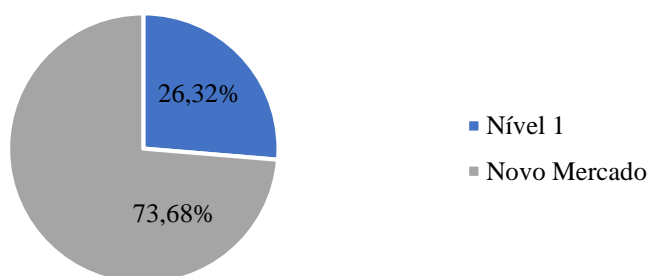
**Fonte:** Elaboração Própria a partir de dados da Universidade Federal de Santa Catarina (2019)

Vale ressaltar, porém, que algumas empresas precisaram ser desconsideradas para o presente estudo. As companhias dos setores financeiros foram retiradas da amostra, em virtude do elevado volume do ativo desse segmento, além de suas ações possuírem alta alavancagem, característica específica do setor, e por possuírem normas contábeis diferenciadas. Informações referentes às empresas AES Tietê, Eletropaulo e Klabin não se mostraram completas e, nesse sentido, precisaram ser excluídas da amostra. Também precisou ser excluída a Telefônica Brasil, pois foram consideradas apenas empresas cujo nível de GC fosse Nível 2, Nível 1 ou Novo Mercado.

Sendo assim, a base de dados final é composta por 19 empresas, cujas informações utilizadas tem periodicidade trimestral, totalizando 36 períodos. Portanto, a amostra é formada com 684 observações.

Por fim, é importante destacar que, após a exclusão de algumas observações da amostra, restaram somente empresas cuja governança corporativa é classificada em Nível 1 ou Novo Mercado. O Gráfico 1 ilustra a distribuição da classificação de GC durante o período de análise.

**Gráfico 1** - Classificação das empresas de acordo com a Governança Corporativa



**Fonte:** Elaboração Própria a partir da base de dados

### 3.3 Modelo Econométrico

A metodologia utilizada para verificar uma possível relação entre governança, e o preço das ações listadas na ISE é a regressão quantílica. De acordo com Koenker e Bassett (1978), a regressão quantílica é uma técnica estatística de análise que possibilita caracterizar uma distribuição condicional de uma variável resposta a partir de um conjunto de regressores, sendo uma técnica robusta a dados heterocedásticos. Além disso, os autores argumentam que essa metodologia se mostra mais adequada para amostras que apresentam dados não homogêneos, sendo este o caso. De acordo com Yaohao (2016), essa técnica não utiliza a média como parâmetro, como é realizado na regressão linear. Em vez disso, ela estima várias retas para diferentes quantis associados. Esse tipo de regressão, segundo Campos (2011), é demonstrado pela equação:

$$\min_{b \in R^{n-1}} \left\{ \sum_t \hat{I} \{t: y_i \geq x_i b\} q | y_i - x_i b | + \sum_t \hat{I} \{t: y_i \geq x_i b\} (1 - q) | y_i - x_i b | \right\} \quad (1)$$

Essa técnica é utilizada em diferentes áreas, como na administração pública, através dos trabalhos de Bretschneider, Marc-Aurele Jr. e Wu (2005) e Azam (2009), por exemplo, mas a utilização dessa pesquisa na contabilidade ainda é muito pouco explorada, motivo pelo qual este trabalho a utiliza.

Para esta pesquisa, foi utilizado o modelo a seguir:

$$PA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LLPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \beta_3 NovoMerc_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

onde: os subscritos  $i$  e  $t$  se referem, respectivamente à empresa e ao tempo, em trimestre;  $PA$  é o preço por ação;  $LLPA$ , o lucro líquido por ação;  $PLPA$ , o patrimônio líquido por ação e  $NovoMerc$  é uma variável binária que reflete o nível de CG da empresa; os  $\beta$ 's são os parâmetros a serem estimados; e  $\varepsilon$  é o termo de erro.

O  $LLPA$  e o  $PLPA$  são as variáveis de controle da equação, ou seja, são as variáveis que, segundo Marconi e Lakatos (2000, p. 198), “o investigador neutraliza ou anula proposadamente em uma pesquisa com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente”.

Conforme Jung (2009), as variáveis dependentes “são aquelas cujo comportamento se quer verificar em função das oscilações das variáveis independentes, ou seja, correspondem àquilo que se deseja prever e/ou obter como resultado”. Ainda segundo Jung (2009), as variáveis independentes correspondem “àquilo em função do qual se deseja conseguir realizar previsões e/ou obter resultados”. No caso particular desse estudo, a variável dependente é o preço por ação ( $PA$ ), enquanto para a variável independente, é utilizado uma *dummy* (1 para o novo mercado e 0 para os demais). Variável *dummy* é uma variável qualitativa, ou seja, são aquelas que decorrem de observações expressas por meio de categorias de atributos qualitativos que são traduzíveis em ou convertíveis a números. (RAUEN, 2012). Dessa forma, espera-se com este estudo assumir a seguinte hipótese:

*H0: Boas práticas de Governança Corporativa tendem a aumentar o valor de mercado das empresas listadas na B3 que estão enquadradas no índice ISE.*

Neste estudo foram utilizados dois quantis, a saber:

$\tau_1$ : Quantil das ações com preços baixos;

$\tau_2$ : Quantil das ações com preços altos.



#### 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Previamente à análise econométrica, é importante destacar algumas das principais estatísticas descritivas da amostra. Ressalta-se que as variáveis utilizadas apresentam informações com grande volatilidade. A Tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas.

**Tabela 1** - Estatísticas Descritivas

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Preço por Ação	3,97	56,84	13,28	7,24
Lucro Líquido por Ação	-14,49	9,80	0,87	1,69
Patrimônio Líquido por Ação	0,20	69,74	10,39	13,72

**Fonte:** Elaboração própria a partir da base de dados

Para identificar a relação entre o preço no valor das ações e seu nível de GC das empresas listadas no ISE da B3, utilizou-se o software Stata. O nível de confiança da pesquisa é de 95%. Além disso, optou-se a utilização de erros padrão robustos em relação à heterocedasticidade. Os resultados da regressão quantílica estão dispostos na Tabela 2.

**Tabela 2** - Resultados

Variável	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Estatística <i>t</i>	P-valor	Intervalo de Confiança de 95%	
<i>LLPA</i>	1,4803	0,1650	8,99	0,000	1,1590	1,8070
<i>PLPA</i>	0,1250	0,0280	4,46	0,000	0,0700	0,1801
<i>NovoMerc</i>	-0,8070	0,7841	-1,03	0,304	-2,3466	0,7324
<i>Constante</i>	9,7858	0,8323	11,76	0,000	8,1514	11,4201
Pseudo R <sup>2</sup> = 0,1147						

**Fonte:** Elaboração própria a partir da base de dados

Como é possível observar, os coeficientes estimados para o lucro líquido por ação e o patrimônio líquido por ação são estatisticamente significativos, uma vez que seu p-valor é zero. Também é possível afirmar que aumentos de uma unidade no LLPA e PLPA ocasionam aumentos nos preços das ações de 1,4803 e 0,1250, respectivamente.

Entretanto, o foco deste trabalho recai sobre a variável de interesse referente ao Novo Mercado. Tendo em vista que seu p-valor é de 0,304, não há indícios estatísticos de que esta seja diferente de zero. Assim, não foi possível detectar evidências de que

maiores níveis de governança corporativa resultam em incrementos no preço das ações das empresas listadas no ISE. Nesse sentido, os resultados deste trabalho estão alinhados com os achados de Hackston e Milne (1996), Pava e Crauz (1996), Farias (2008), Portela e Rezende (2008), Nossa et al (2009) e Mendes (2011).

Embora não se possa evidenciar uma relação positiva entre o nível de governança das empresas listadas no ISE e o preço de suas ações, algumas ressalvas devem ser feitas. Tendo em vista os critérios anteriormente explicitados para a construção da amostra, restaram apenas empresas com os dois mais elevados patamares de governança corporativa, sendo estes o Nível 1 e o Novo Mercado. Nesse contexto, é possível que, caso incorporadas empresas que hoje estão classificadas como Nível 2 ou Tradicional, a hipótese central da existência de uma relação positiva possa ser eventualmente aceita.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi analisar a relação entre o valor das ações das empresas que compõem a carteira teórica do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 e seus respectivos níveis de governança corporativa, a fim de comprovar que boas práticas de Governança Corporativa tendem a aumentar o valor de mercado das empresas listadas na B3 que estão enquadradas no índice ISE. Para tal, foi realizada uma pesquisa empírica e utilizado predominantemente o método quantitativo, através do uso da regressão quantílica. A base de dados final foi composta por 19 empresas, cujas informações utilizadas tem periodicidade trimestral, totalizando 36 períodos, onde obtivemos 684 observações.

Os resultados da pesquisa mostraram que não há como comprovar a existência de uma relação positiva entre o preço das ações das empresas e seu nível de governança corporativa, corroborando os trabalhos de Hackston e Milne (1996), Pava e Crauz (1996), Farias (2008), Portela e Rezende (2008), Nossa et al (2009) e Mendes (2011). Portanto, não é possível aceitar a hipótese nula levantada.

Entretanto, há de se considerar que os resultados obtidos podem ter sido influenciados pelo fato de que a amostra era composta apenas por empresas com os dois mais elevados níveis de GC. Assim, há margem para se pensar que, caso fossem consideradas outras empresas com níveis mais baixos de governança corporativa, estas poderiam apresentar preços de ações inferiores. Outro ponto que merece destaque tange à maneira de coleta de dados. Tendo em vista o uso da ferramenta Economatica®, as informações utilizadas são provenientes de dados secundários.

Conclui-se que esta pesquisa está em constante evolução e recomenda-se que sejam realizadas novas pesquisas, considerando todos os níveis de governança corporativa.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A. HAUGEN, Robert. **The Inefficient Stock Market**. [S. l.: s. n.], 2001. 144 p. v. 2. ISBN ISBN-13: 978-0130323668 ISBN-10: 0130323667.

ALENCAR, Roberta Carvalho de. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, [S. l.], 2007.

AL-TUWAIJRI, Sulaiman A.; Theodore E. Christensen and K. Hughes, (2004), The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach, *Accounting, Organizations and Society*, **29**, (5-6), 447-471

ANDRADE, Eurídice Mamede de. Métodos e Técnicas de Pesquisa e Contabilidade – Ciência, Conhecimento e Pesquisa Científica. 41 slides. Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2016.

ASSEINFO – “**Análise vertical e análise horizontal: como comparar resultados.**” Disponível em: <http://www.asseinfo.com.br/blog/analise-vertical-e-analise-horizontal/>. Acesso em: 15/05/2017.

BACHOO, Kaveen; TAN, Rebecca; WILSON, Mark. Firm Value and the Quality of Sustainability Reporting in Australia. **Australian Accounting Review**, [s. l.], v. 23, 2013. DOI 10.1111/j.1835-2561.2012.00187.x. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/264724228\\_Firm\\_Value\\_and\\_the\\_Quality\\_of\\_Sustainability\\_Reporting\\_in\\_Australia/citation/download](https://www.researchgate.net/publication/264724228_Firm_Value_and_the_Quality_of_Sustainability_Reporting_in_Australia/citation/download). Acesso em: 8 maio 2019.

BEAVER, William H. “The Information Content of Annual Earnings Announcements.” *Journal of Accounting Research*, vol. 6, 1968, pp. 67–92. *JSTOR*, [www.jstor.org/stable/2490070](http://www.jstor.org/stable/2490070).

BM&FBOVESPA, **Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBOVESPA**. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/index.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm)

BORÇATO, Denisa Maria; YAMANDA, Enio; PEREIRA, Anísio Candido. “**Uma Abordagem sobre a prática da auditoria ambiental nas empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial – ISE/BOVESPA entre 2005 e 2010.**” – II CSEAR Conference South America. Disponível em: <http://www.csearsouthamerica.net/events/index.php/csear/csear2011/paper/view/36>. Acesso em: 12/04/2017

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.12, n.24 , p. [111]-148, dez. 2005.

BROWN, P. The Impact of the Annual Net Profit Report on the Stock Market. *The Australian Accountant*, p. 277-283, July 1970.

CARNEIRO, José Eliano; LUCA, Márcia Martins Mendes de; OLIVEIRA, Marcelle Colares. “Análise das Informações Ambientais Evidenciadas nas Demonstrações Financeiras das Empresas Petroquímicas Brasileira Listadas na Bovespa”. – *Revista Contabilidade Vista e Revista*. Disponível em: [revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/.../360](http://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/.../360). Acesso em: 15/04/2017.

CLARCKSON, Peter; FANG, Xiaohua; LI, Yue; GORDON, Richardson. The Relevance of Environmental Disclosures: Are such disclosures Incrementally Informative?. **Journal of Accounting and Public Policy**, [s. l.], v. 32, p. 410-431, 2013. DOI 10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/259124086\\_The\\_Relevance\\_of\\_Environmental\\_Disclosures\\_Are\\_Such\\_Disclosures\\_Incrementally\\_Informative/citation/download](https://www.researchgate.net/publication/259124086_The_Relevance_of_Environmental_Disclosures_Are_Such_Disclosures_Incrementally_Informative/citation/download). Acesso em: 4 jun. 2019.

COSTA, Caio César de Medeiros et al . Fatores associados à eficiência na alocação de recursos públicos à luz do modelo de regressão quantílica. **Rev. Adm. Pública**, Rio de Janeiro , v. 49, n. 5, p. 1319-1347, Oct. 2015 . Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S003476122015000501319&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S003476122015000501319&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 02 Abr. 2019. <http://dx.doi.org/10.1590/0034-7612130868>.

Desafios e tendências da normatização contábil. “Análise das empresas excluídas da carteira do ISE no período de 2005 a 2012” – 13º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos132013/429.pdf>. Acesso em: 11/04/2017.

DUARTE, F.C.L; GIRÃO, L.F.A.P; PAULO, Edilson. Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar?. **RAC**, [s. l.], v. 1, p. 110-134, 6 dez. 2016. DOI <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160202>. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/rac>. Acesso em: 9 abr. 2019.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, Vol. 46, p. 1875-1617, Issue 5, December 1991.  
Fama, Eugene F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.” *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, 1970, pp. 383–417. *JSTOR*, [www.jstor.org/stable/2325486](http://www.jstor.org/stable/2325486).

FARIAS, Kelly Teixeira Rodrigues. **A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas**. 2008. Dissertação (Mestre em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo, [S. l.], 2008.

FERNANDES, S. OS EFEITOS DO DISCLOSURE AMBIENTAL NEGATIVO INVOLUNTÁRIO: UM ESTUDO DE EVENTO NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS COM ALTO ÍNDICE DE POLUIÇÃO. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 17, p. 56-68, 10 jul. 2013.

FORTI, Cristiano; PEIXOTO, Fernanda; SANTIAGO, Wagner. Hipótese da Eficiência de Mercado: Um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **JOUR**, [s. l.], v. 25, p. 1-13, 1 abr. 2010.

GARCIA, Regis; SANTOS, Ademilson Rodrigues dos; KÜHL, Marcos Roberto; PACHECO, Vicente. “Contabilidade Ambiental e Sustentabilidade Empresarial: Estudo das Empresas do ISE-BOVESPA”. Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/viewFile/1262/1262>. Acesso em: 02/04/2017.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. Métodos de Pesquisa – 1ª edição 2009 – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>. Acesso em: 06/06/2017.

GUBIANI, C. A. *et al.* Abordagens metodológicas e técnicas das dissertações em ciências contábeis realizadas em 2007 e 2008 na USP. **XIII SemeAd**, [s. l.], Setembro 2010. DOI ISSN 2177-3866. Disponível em: [http://sistema.semead.com.br/13semead/resultado/an\\_resumo.asp?cod\\_trabalho=467](http://sistema.semead.com.br/13semead/resultado/an_resumo.asp?cod_trabalho=467). Acesso em: 9 abr. 2019.

HACKSTON, David; MILNE, Markus. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, [s. l.], v. 9, p. 77-108, 1 mar. 1996. DOI 10.1108/09513579610109987. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/235323243\\_Some\\_Determinants\\_of\\_Social\\_and\\_Environmental\\_Disclosure\\_in\\_New\\_Zealand\\_Companies](https://www.researchgate.net/publication/235323243_Some_Determinants_of_Social_and_Environmental_Disclosure_in_New_Zealand_Companies). Acesso em: 2 abr. 2019. Índice de Sustentabilidade Empresarial – BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.isebvmf.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=1>.

ÍNDICE de Sustentabilidade Empresarial (ISE). *In: Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. [S. l.], 2019. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm). Acesso em: 9 abr. 2019.

Investidor.pt – O que influencia o valor de uma ação. Disponível em: <http://investidor.pt/o-que-influencia-o-valor-de-mercado-de-uma-acao/>. Acesso em: 17/06/2017

*J Francis and K Schipper*, (1999), Have financial statements lost their relevance?, *Journal of Accounting Research*, **37**, (2), 319-352

KOENKER, Roger; GILBERT BASSETT, Jr. Regression Quantiles. **The Econometric Society**, [s. l.], v. 46, ed. 1, p. 33-50, 1978.

LOPES, Alexandor Broedel. A Informação Contábil e o Mercado de Capitais. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; CORRAR, L. J. Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 2, p. 24-38, 2009.

MALACRIDA, M.; YAMAMOTO, M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. spe, p. 65-79, 1 ago. 2006.

MARIA, Gabriela Bade – “Sonia Favaretto: “La inversión responsable está creciendo en volumen y rapidez” – Disponível em: <http://www.hubsustentabilidad.com/sonia-favaretto-la-inversion-responsable-esta-creciendo-en-volumen-y-rapidez/> Acesso em: 15/05/2017

Mary E. Barth; William H. Beaver and Wayne R. Landsman, (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of Accounting and Economics*, **31**, (1-3), 77-104

MILES, M.P.; COVIN, J.G. Environmental Marketing: A Source of Reputational, Competitive, and Financial Advantage\*. **Journal of Business Ethics**, [s. l.], v. 23, p. 299-311, Fevereiro 2000. DOI <https://doi.org/10.1023/A:1006214509281>. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1006214509281#citeas>. Acesso em: 2 abr. 2019.

NETO, Radif Jorge; PEREIRA, Carlos Antônio. **Relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade de empresas pertencentes ao índice IBrX50 baseadas na metodologia GRI e o nível de Governança Corporativa**. 2018. Artigo (Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Uberlândia, [S. l.], 2018.

NOSSA, V., et al. A Relação entre o Retorno Anormal e a Responsabilidade Social e Ambiental: Um Estudo Empírico na Bovespa no Período de 1999 a 2006. **BBR – Brazilian Business Review**, vol. 6, n. 2, p. 121-136, 2009.

NOSSA, Valcemiro *et al.* A Relação entre o Retorno Anormal e a Responsabilidade Social e Ambiental: Um Estudo Empírico na Bovespa no Período de 1999 a 2006. **Brazilian Business Review**, [s. l.], v. 6, p. 121-136, Agosto 2009. DOI ISSN 1807-734X. Disponível em: <https://www.redalyc.org/comocitar.ou?id=123012558001>. Acesso em: 2 abr. 2019.

NUNES, Julyana Goldner; TEIXEIRA, Aridélmo J. C.; NOSSA, Valcemiro; Galdi, Fernando Caio. “Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice

de sustentabilidade empresarial”. – Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS. Disponível em: [revistas.unisinos.br/index.php/base/article/view/4609/1833](http://revistas.unisinos.br/index.php/base/article/view/4609/1833). Acesso em: 25/05/2017

OLIVEIRA, Nerson da Cruz *et al.* Nível de Divulgação ambiental e preço das ações: O nível de divulgação ambiental está relacionado ao preço das ações das empresas?. **Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente**, [s. l.], 2014.

PASCUOTTE, D. Efeito no preço e volume das ações das companhias ingressantes no índice de sustentabilidade empresarial (ISE). **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-13, 2012.

Perfil das empresas que compõem o ISE e visão panorâmica dos reflexos da adesão ao índice: um estudo multicase – Disponível em: <http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/1CCF/20090727164103.pdf>. Acesso em: 11/06/2017

RABELO JUNIOR, T. S.; IKEDA, A. A. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das Finanças Comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 15, n. 34, p. 97-107, 2004.

SANTOS, Bruno Ramos dos. **Modelos de Regressão Quantílica**. 2012. Dissertação (Mestre em Ciências) - Universidade de São Paulo, [S. l.], 2012.

Sarlo Neto, A. et al. (2004). A capacidade informacional dos resultados contábeis no mercado brasileiro: a diferença entre as ações ordinárias e as ações preferenciais. Anais do Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, ANPAD, Curitiba, Brasil.

SARLO NETO, Alfredo et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n.37, p. 46-58, 2004.

SILVA, Julio Orestes da; ROCHA, Irani; WIENHAGE, Paulo; RAUSCH, Rita Buzzi. “Gestão Ambiental: Uma análise da evidenciação das empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE)”. – Revista de Gestão Social e Ambiental. Disponível em: <https://www.revistargsa.org/rgsa/article/view/176>. Acesso em: 17/05/2017

SILVA, Raimundo Nonato Sousa; COELHO, Paulo Sérgio de Sousa; LUZ, Sandro Gomes. “Impacto da Divulgação do Índice de Sustentabilidade Empresarial sobre os Preços das Ações: Um Estudo de Eventos dos anos de 2005 a 2007. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos82008/489.pdf>. Acesso em: 16/06/2017.



SOUZA, Marcos Antonio de; RÁSIA, Kátia Arpino; JACQUES, Flavia Verônica da Silva. “Evidenciação de Informações Ambientais pelas Empresas Integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE” – Revista Contabilidade e Controladoria. Disponível em: <http://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/18290>. Acesso em: 27/05/2017.

TEIXEIRA, Evimael Alves; NOSSA, Valcemiro; FUNCHAL, Bruno. “O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco.” – Revista Contabilidade e Finanças. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34326/0>. Acesso em: 27/05/2017.

THE RELATIONS among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. **Accounting, Organizations and Society**, [s. l.], v. 29, p. 447-471, July-August 2004.

TRIOLA, Mario F. - Introdução à Estatística: atualização da tecnologia, 11ª edição, 2013. Acesso em: 27/05/2017.