

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS  
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM  
ADMINISTRAÇÃO**

Bruno Duarte de Oliveira

**MATURIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E GESTÃO DOS  
INCENTIVOS FISCAIS COMO DETERMINANTES DA LONGEVIDADE E  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO POLO INDUSTRIAL DE MANAUS**

Belo Horizonte - MG  
2019

Bruno Duarte de Oliveira

**MATURIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E GESTÃO DOS  
INCENTIVOS FISCAIS COMO DETERMINANTES DA LONGEVIDADE E  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO POLO INDUSTRIAL DE MANAUS**

**Versão final**

Tese apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção ao título de Doutor em Administração de empresas.

Linha de Pesquisa: Mercadologia, Administração Estratégica e Operações.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Pérez Ferreira

Coorientador: Prof. Dr. Antonio Dias Pereira Filho

Belo Horizonte – MG

2019

#### Ficha catalográfica

O48m  
2019      Oliveira, Bruno Duarte de.  
            Maturidade da governança corporativa e gestão dos incentivos  
            fiscais como determinantes da longevidade e desempenho das  
            empresas do pólo industrial de Manaus [manuscrito] / Bruno Duarte  
            de Oliveira. – 2019.  
            180 f.: il., gráfs e tabs.

            Orientador: Bruno Pérez Ferreira.  
            Coorientador: Antonio Dias Pereira Filho  
            Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais,  
            Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.  
            Inclui bibliografia (f. 143-154) e apêndices.

            1. Governança corporativa – Teses. 2. Polos de desenvolvimento  
            – Teses. 3. Incentivos fiscais – Manaus – Teses. I. Ferreira, Bruno  
            Pérez, 1978-. II. Pereira Filho, Antonio Dias. III. Universidade  
            Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em  
            Administração. IV. Título.

CDD: 658



**Universidade Federal de Minas Gerais**  
**Faculdade de Ciências Econômicas**  
**Departamento de Ciências Administrativas**  
**Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração**

ATA DA DEFESA DE TESE DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO do Senhor **BRUNO DUARTE DE OLIVEIRA**, REGISTRO Nº 239/2019. No dia 27 de novembro de 2019, às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Tese, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 06 de novembro de 2019, para julgar o trabalho final intitulado "Maturidade da governança corporativa e gestão dos incentivos fiscais como determinantes da longevidade e desempenho das empresas do Polo Industrial de Manaus", requisito para a obtenção do Grau de Doutor em Administração, linha de pesquisa: **Mercadologia e Administração Estratégica**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Bruno Pérez Ferreira, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra ao candidato para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do candidato. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do candidato e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

( ) APROVAÇÃO:

APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

( ) REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente ao candidato pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 27 de novembro de 2019.

NOMES

ASSINATURAS

Prof. Dr. Bruno Pérez Ferreira  
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)

.....

Prof. Dr. Antônio Dias Pereira Filho  
(CAD/UFMG)

.....

Prof. Dr. Flávio Dias Rocha  
(CAD/UFMG)

..... Flávio Dias Rocha .....

Prof. Dr. Marcos Antônio de Camargos  
(CEPEAD/UFMG)

.....

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Eliana Marcia Martins Fittipaldi Torga  
(Centro Universitário UNA)

..... Eliana Marcia Martins Fittipaldi Torga .....

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Jacqueline Braga Paiva Orefici  
(FACEM/MG)

.....

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Ana Carolina Costa Corrêa  
(CAD/UFMG)

.....

*À minha família que sempre apoiou, incentivou e  
sustentou durante toda minha jornada!  
À minha esposa Carolina por incentivar, suportar e  
ser parceira para toda hora.  
Minhas filhas Angélica e Maísa razão de tudo!*

## AGRADECIMENTOS

A gratidão por ter chegado até aqui é de extrema dificuldade de se traduzir em palavras. Primeiro a Deus e seus intercessores por me sustentarem nos percalços.

À minha esposa Carolina pelo apoio incondicional e por ter suportado tantos meses de minha ausência e se mostrado uma guerreira cuidando de nossas amadas Angélica e Maísa e do lar, juntamente com minha mãe Jacy que dava todo suporte para continuarmos os trabalhos, a minha irmã, cunhado e sobrinhas que sempre estavam auxiliando de variadas formas.

À UFAM, UFMG e a todos que promoveram e financiaram essa oportunidade, em especial, ao prof. Tristão pelo apoio e direcionamentos oportunos e aos queridos amigos de trabalho na UFAM-ICET que incentivaram e me apoiaram nessa jornada.

Ao professor Dr. Augusto Rocha, sempre orientador, pelo apoio e incentivo para enfrentar o desafio poucos meses de finalizar o mestrado.

Ao amigo, tradutor, revisor e em muitos momentos “orientador” Dr. Bernardo Abiahy por seu apoio, profissionalismo e competência.

Aos professores Doutores Antônio Dias Pereira Filho e Bruno Pérez Ferreira por aceitar o desafio na reta final e por suas orientações, esclarecimentos e direcionamentos, que possibilitaram uma melhor construção deste trabalho.

Às professoras Doutoradas Ana Corrêa, Eliana Torga e Jacqueline Orefici aos professores Doutores Flávio Rocha e Marcos Camargos, que aceitaram contribuir na banca de defesa pública da tese.

Aos professores Doutores Pascal Louvet e Radu Burlacu pela receptividade e apoio durante meu doutorado sanduíche na universidade de Grenoble Alpes.

Aos professores Dr. José Cardoso e Me. Alcilene Moreira pelo suporte, atenção e disponibilidade no desenvolvimento das análises estatísticas e ao professor Dr. Manoel Martins pela atenção e gentileza na orientação de leitura das demonstrações contábeis.

A todos os professores das disciplinas de doutorado da UFMG e aos amigos e colegas sou grato pelo apoio e o companheirismo durante o curso, a oportunidade de conhecer e conviver no período de 2015 a 2019, que distantes do lar se apoiaram e incentivavam para superar os desafios, crescer e suportar as dificuldades.

*Ninguém ignora tudo, ninguém sabe tudo. Por isso, aprendemos sempre.*

Paulo Freire

## RESUMO

Esta tese objetivou identificar melhorias em processos de Governança Corporativa e de Gestão de Incentivos Fiscais que pudessem ampliar a capacidade de adaptação, a longevidade e o desempenho de empresas do Polo Industrial de Manaus (PIM) no âmbito da Zona Franca de Manaus (ZFM). Foram analisados, sob uma perspectiva ampliada, dimensões e aspectos próprios da governança corporativa de empresas do PIM com base em princípios e mecanismos reconhecidos de sua boa prática, tendo como contraponto as especificidades do modelo ZFM e as atuais exigências de mercado. Valor compartilhado, Responsabilidade Social Empresarial (RSE), inovação, digitalização e tecnologias da informação, emprego de incentivos fiscais e interação entre as partes interessadas são exemplos das dimensões e aspectos analisados. A fundamentação teórica incluiu as teorias da Agência, da Firma e dos *Stakeholders*; os pressupostos do Ciclo de Vida Organizacional (CVO); e conceitos relacionados ao desempenho e perenidade organizacional e a incentivos fiscais. Empresas S/As instaladas no PIM foram selecionadas para a pesquisa, sendo que em 19 delas foi aplicada a técnica de *survey* para a medição de maturidade. A regressão linear simples foi utilizada para análise de dados de demonstrações financeiras e contábeis referentes ao período de cinco anos, entre 2013 e 2018. Isto permitiu a identificação de correlações entre os incentivos fiscais da ZFM e a estrutura de capital, e entre estes mesmos incentivos e os indicadores de desempenho Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Foram totalizadas 81 observações. A utilização adicional destes índices para relacionar o resultado da maturidade com o desempenho econômico das empresas facultou uma triangulação metodológica que sustentou análises e interpretações de dados mais robustas, e algumas conclusões mais consolidadas. A técnica de *survey*, aliada à escala ordinal, conduziu a resultados que mostraram mecanismos de governança corporativa com maturidade, em linhas gerais, média/baixa. As dimensões tradicionais apresentaram graus de maturidade inferiores às analisadas sob uma perspectiva ampliada, situação ilustrada pelas posições de destaque das dimensões RSE e *Stakeholders*, ambas com maturidade elevada. A técnica de regressão linear simples permitiu evidenciar que as empresas do PIM analisadas apresentam, em média, 54% de endividamento total; deste total, o endividamento de curto prazo aproxima-se de 39% do formato das dívidas das empresas, e o endividamento de longo prazo apresenta o menor percentual do endividamento, em média 16%; a obtenção de incentivos fiscais representa, em média, 5,2% dos ativos das empresas. Com as análises de correlação de Pearson, regressão linear simples, testes de normalidade e teste de hipóteses T ficou evidenciado que o incentivo fiscal apresenta relação positiva com os endividamentos total e de longo prazo, porém, de coeficiente não significativo; o endividamento de curto prazo, por sua vez, apresentou relação negativa, com maior significância em 5%. As mesmas técnicas foram utilizadas para averiguar a relação dos incentivos fiscais com o desempenho econômico das empresas, representado pelos indicadores ROA e ROE; no entanto, os resultados também mostraram baixa correlação e significância. Os resultados finais da pesquisa permitiram concluir, assim, que os processos de governança corporativa das empresas do PIM analisadas exibem baixos graus de maturidade, com exceção das dimensões Responsabilidade Social Empresarial e *Stakeholders*. Os resultados estatísticos sugeriram não haver correlação significativa entre os incentivos fiscais da ZFM e os indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Grau de maturidade; Perenidade; Desempenho; Incentivos fiscais; Zona Franca De Manaus; Polo Industrial de Manaus; Estrutura de capital.



## ***ABSTRACT***

This dissertation aimed at proposing improvements in processes of Corporate Governance and Management of Tax Incentives so that capacity of adaptation, longevity and performance of companies operating at Manaus Industrial Park (PIM), within Manaus Free Trade Zone (ZFM), could be enhanced. Corporate governance of these companies was analyzed according to an expanded perspective concerning its main features and aspects, and also the good practice of its principles and mechanisms counterbalanced by the specificities of the ZFM model and the current demands of the market. Shared value, Corporate Social Responsibility (CSR), innovation, digitalization and information technology, use of tax incentives and interaction between *stakeholders* were some of the features and aspects analyzed. The theoretical underpinnings of the analyses developed herein included Agency Theory, Theory of the Firm, Stakeholder Theory, assumptions implicit in the Organizational Life Cycle Theory, and concepts related with organizational performance and longevity and with tax incentives. The Survey technique was applied to 19 S/As companies operating at PIM in order to have their maturity measured. Simple linear regression concerning five years of financial and accounting reports (2013-2018) was employed to help identifying the possible correlations between ZFM tax incentives and the companies' capital structure, leading to 81 observations. This allowed the identification of correlations between ZFM tax incentives and capital structure, and also between these same incentives and the performance measures Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE). By additionally adopting both measures to relate maturity results with the companies' economic performance a methodological triangulation was thus established, making data analyses and interpretations more robust and some conclusions more stable. The Survey technique, aligned with an ordinal scale, conducted to results that showed maturity of corporate governance mechanisms corresponding, in general, to average/low grades. Traditional features of corporate governance presented lower maturity grades compared to the ones found when corporate governance is approached according to an extended perspective, as was illustrated by the high maturity grades attained by both CSR and *Stakeholders*. The use of simple linear regression revealed that PIM companies exhibit, on average, 54% of total debt; from this, short-term debt is close to 39% of the companies' debts, while the long-term debt shows the lower debt percentage of around 16%; the sum of tax incentives obtained appears to reach, on average, 5,2% of the companies' assets. By means of Pearson correlation analyses, simple linear regression, normality tests and the T test a positive relation of tax incentives and both total and long-term debts was evidenced, despite a non-significant coefficient; contrarily, short-term debt showed a negative relation, pointing to a higher significance at 5% level. The same techniques were used to check the relation of tax incentives and the companies' economic performance, represented by ROA and ROE measures; however, the results also pointed to low correlation and significance. The overall results of the present research, therefore, supported the conclusion that corporate governance processes of companies operating at PIM exhibit low maturity grades, except for CSR and *Stakeholders*. Statistical results suggested that no significant correlation exists between ZFM tax incentives and measures of capital structure and profitability.

**Keywords:** Corporate Governance; Maturity grade; Longevity; Performance; Tax incentives; Manaus Free Trade Zone; Manaus Industrial Park; Capital structure.

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1</b> -Diagrama dos núcleos temáticos utilizados para a delimitação da pesquisa. ....	28
<b>Figura 2</b> -Estrutura do sistema de governança corporativa. ....	45
<b>Figura 3</b> - Construtos da Sustentabilidade Corporativa.....	69
<b>Figura 4</b> -Tributação e incentivos fiscais de ar condicionado. ....	88
<b>Figura 5</b> -Tributação e incentivos fiscais de radiador de motocicleta.....	89
<b>Figura 6</b> -Resultado do grau de maturidade da GC na pesquisa de Yablonsky et al. (2017)..	99
<b>Figura 7</b> -Gráfico de radar dos graus de maturidade de nove dimensões da governança corporativa das empresas do PIM.....	125

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> -Graus de maturidade da dimensão Conselho de Administração por empresa. ....	119
<b>Gráfico 2</b> -Graus de maturidade da dimensão Controle por empresa.....	120
<b>Gráfico 3</b> -Graus de maturidade da dimensão Incentivos por empresa.....	120
<b>Gráfico 4</b> -Graus de maturidade da dimensão Proteção aos minoritários por empresa.....	121
<b>Gráfico 5</b> -Graus de maturidade da transparência de cada empresa.....	122
<b>Gráfico 6</b> -Graus de maturidade da dimensão <i>Stakeholders</i> por empresa.....	122
<b>Gráfico 7</b> -Graus de maturidade da dimensão Digitalização por empresa.....	123
<b>Gráfico 8</b> -Graus de maturidade da dimensão Valor compartilhado por empresa.....	124
<b>Gráfico 9</b> -Graus de maturidade da dimensão RSE por empresa.....	124

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1</b> -Sinopses das publicações mais relevantes sobre núcleos temáticos abordados, incluindo contribuições da tese nos campos empírico e teórico, segundo uma perspectiva ampliada das dimensões da governança corporativa.....	29
<b>Quadro 2</b> – Síntese de estudos que abordam incentivos fiscais, estrutura de capital e governança corporativa considerados nesta pesquisa.....	90
<b>Quadro 3</b> -Grid de Maturidade de Crosby.....	96
<b>Quadro 4</b> – Quadro estruturado das hipóteses estatísticas e dos autores que as fundamentaram. ....	105
<b>Quadro 5</b> -Quadro sinótico comparativo: Objetivos e metodologias das publicações mais relevantes para o embasamento teórico-metodológico da tese X Objetivos, metodologia e inovações da tese. ....	116

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> -Medianas dos graus de maturidade de nove dimensões da Governança Corporativa das empresas S/As do PIM respondentes ao questionário.....	118
<b>Tabela 2</b> -Estatística descritiva da amostra, em %. .....	128
<b>Tabela 3</b> -Coeficiente de correlação de Pearson, em %.....	129
<b>Tabela 4</b> -Resumo do modelo de regressão linear simples das variáveis INFISC, ENDTOTAL, ENDCURTO, ENDLONGO, ROA e ROE das empresas instaladas no PIM. ....	130
<b>Tabela 5</b> - Teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov. ....	131
<b>Tabela 6</b> -ANOVA do modelo de regressão linear das variáveis INFISC, ENDCURTO, ENDLONGO, ROA e ROE das empresas instaladas no PIM.....	131
<b>Tabela 7</b> -Coeficientes da regressão linear das variáveis INFISC, ENDTOTAL das empresas instaladas no PIM. ....	132

## LISTA DE ABREVIATURAS

ABC	Custeio Baseado em Atividades
ABM	Gestão Baseada em Atividades
BACEN	Banco Central do Brasil
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BSC	Balanced Scorecard
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CVO	Ciclo de Vida Organizacional
DJSI	Dow Jones Sustainability World Index
ENDCURTO	Endividamento de Curto Prazo
ENDLONGO	Endividamento de Longo Prazo
ENDTOTAL	Endividamento Total
ESG	Environmental, social and governance
FRE	Formulário de Referência
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IIRC	International Integrated Reporting Council
IMGcC	Índice de Maturidade da Governança Corporativa nas Cooperativas de Crédito
INFISC	Incentivo Fiscal
ISE	Sustentabilidade Empresarial
MES	Manufacturing Execution Systems
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)
NM	Novo Mercado
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Polo Industrial de Manaus
PPB	Processo Produtivo Básico
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
RSE	Responsabilidade Social Empresarial
SOX	Sarbanes-Oxley Act
SUFRAMA	Superintendência da Zona Franca de Manaus
TI	Tecnologia da Informação
TIC	Tecnologia da Informação e Comunicação
TOQ	Target Costing
UFAM	Universidade Federal do Amazonas
ZFM	Zona Franca de Manaus

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
1.1 Problema de pesquisa .....	21
1.2 Contextualização e definição dos objetivos .....	22
1.2.1 <i>Objetivo geral</i> .....	23
1.2.2 <i>Objetivos específicos</i> .....	23
1.3 Justificativa e relevância da pesquisa .....	23
1.4 Delimitação da pesquisa .....	25
1.5 Inovação da tese.....	26
1.6 Estrutura do trabalho .....	26
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	31
2.1 Evolução histórica da governança corporativa.....	31
2.2 Governança Corporativa.....	35
2.2.1 <i>As Teorias da Agência e da Representação</i> .....	40
2.3 Mecanismos de governança corporativa: dimensões consolidadas.....	44
2.3.1 <i>Conselho de administração e controle interno</i> .....	46
2.3.2 <i>Estrutura de propriedade e controle (mercado de controle corporativo)</i> .....	48
2.3.3 <i>Incentivo aos administradores</i> .....	51
2.3.4 <i>Proteção aos acionistas minoritários</i> .....	53
2.3.5 <i>Transparência das informações</i> .....	54
2.4 Mecanismos de governança corporativa em uma perspectiva ampliada.....	56
2.4.1 <i>Teoria dos Stakeholders e da Entidade</i> .....	59
2.4.2 <i>Modelo de Governança Partenariable - Contratos, incentivos e partes interessadas</i> .....	63
2.4.3 <i>Valor compartilhado e Responsabilidade Socioambiental</i> .....	66
2.4.4 <i>A Inovação, digitalização e tecnologia da informação na governança</i> .....	74
2.4.5 <i>Subsídios e incentivos governamentais para as empresas e a estrutura de capital</i> .....	77
2.4.5.1 <i>Dimensão de subsídios e incentivos governamentais da Zona Franca de Manaus</i> ....	84
2.5 A maturidade dos processos da empresa e sua relação com a perenidade e desempenho .	91
3 METODOLOGIA.....	100
3.1 Caracterização da pesquisa.....	100
3.2 Hipóteses da pesquisa.....	104
3.3 Universo amostral.....	106
3.3.1 <i>Amostragem para Survey e Benchmark</i> .....	106
3.3.2 <i>Amostragem para a regressão linear simples</i> .....	107
3.4 Coleta de dados.....	107
3.4.1 <i>Coleta de dados do Survey</i> .....	108
3.4.2 <i>Coleta de dados das demonstrações financeira</i> .....	109
3.5 Tratamento e análise de dados.....	110
3.5.1 <i>Tratamento e análise de dados das demonstrações financeiras</i> .....	110
3.5.2 <i>Variáveis da pesquisa</i> .....	111
3.5.2.1 <i>Variáveis dependentes</i> .....	111
3.5.2.2 <i>Variáveis independentes</i> .....	112
3.6 Técnica de correlação estatística .....	112

3.6.1 Regressão linear simples .....	113
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO .....	118
4.1 Grau de maturidade da governança corporativa de empresas do PIM .....	118
4.2 Análise descritiva das variáveis.....	127
4.2.1 Correlação do <i>INFISC</i> e variáveis dependentes .....	128
4.3 Regressão linear simples das empresas do PIM .....	130
4.4 Análise das hipóteses.....	133
5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	135
5.1 Contribuições da pesquisa .....	137
5.2 Limitações da pesquisa.....	140
5.3 Sugestões de novas pesquisas.....	141
REFERÊNCIAS .....	142
APÊNDICE A - LISTA DAS EMPRESAS S/AS INSTALADAS NO POLO INDUSTRIAL DE MANAUS CADASTRADAS NA SUFRAMA.....	154
APÊNDICE B - <i>SURVEY</i> DE MEDIÇÃO DA MATURIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA COM PERSPECTIVA AMPLIADA .....	167



## 1 INTRODUÇÃO

A economia mundial sofreu e vem sofrendo transformações diversas originadas a partir de em um processo de internacionalização que vem se intensificando desde as últimas décadas do século XX. Destaque deve ser dado à circulação e valorização do capital, ao surgimento de novas práticas produtivas e de comercialização, à revolução tecnológica, à forma de consumo de bens e serviços e, sobretudo, ao crescimento das organizações e à competição entre elas.

Em razão destas transformações, e do *modus operandi* mercadológico atual, as organizações e as relações socioeconômicas têm sido substancialmente afetadas, demandando o surgimento de novas normativas e diretrizes reguladoras. Tais normativas e diretrizes estão a exigir atualizações e releituras de diversos aspectos relacionados a: novas formas de fazer negócios; modelos de controle e de regulação do mercado; conhecimento mais apurado dos *stakeholders* representados por fornecedores, investidores, funcionários e outros tipos de parceiros; e novos modelos de empresas preocupadas com o meio ambiente e com a economia verde.

O mercado muito exigente e competitivo dos dias atuais impõe às organizações que almejam crescimento prolongado e duradouro atitudes e comportamentos compatíveis com estes novos desafios. O desenvolvimento de diversas frentes de conhecimento que abarquem esta nova realidade é uma necessidade que deve ser atendida pelas organizações, permitindo que estas atinjam maior longevidade e prosperidade a partir de um cenário mais propício para alavancarem seus negócios.

No que se refere à transparência, por exemplo, as organizações vêm se adequando a instrumentos internacionais que incluem um conjunto de princípios de governança corporativa, sugeridos pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE), e contábeis, na forma de relatos integrados disponibilizados pelo *International Integrated Reporting Council* (Conselho Internacional de Relato Integrado). Os princípios de governança corporativa (OCDE, 2016) direcionam e estimulam as organizações a implementarem boas práticas de mercados de capitais, princípios estes adotados pelo Brasil por meio das normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e que vigoram no país nos termos da Lei no 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (BRASIL, 2007).

Neste cenário, o sistema de governança corporativa contemporânea (uma evolução da Teoria da Agência) absorve contribuições dos trabalhos de Coase (1937), Simon (1959), Williamson (1985) e Tirole (1986), derivadas dos conceitos de custos de transação e

contratos, e, também, de aspectos discutidos em Jensen e Meckling (1976) sobre a Teoria da Firma e custos de agência. O sistema tem sido aplicado nas organizações e estabelece preceitos de controle e fiscalização quanto ao retorno de investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997) e à execução de políticas para investidores proprietários.

Pesquisas como a de Peixoto (2012) e Correia (2008), sobre a influência da governança corporativa no desempenho empresarial apresentam, como característica basilar, a verificação dos níveis de maximização de retorno a seus acionistas, tendo a governança corporativa reguladora de formas para assegurar o retorno do investidor.

No entanto, a governança corporativa, no modelo dominante de atendimento de interesse unilateral (principal/acionistas), ou seja, centralizado na maximização da riqueza dos acionistas, não tem satisfeito a relação das partes envolvidas nas últimas décadas. Isto se deve ao fato de haverem exigências, por parte de investidores e clientes, relacionadas à procura de um maior conhecimento, por exemplo, acerca de ações ambientais e sociais, da relação entre funcionários e acionistas minoritários das empresas, e relatos integrados e de sustentabilidade para os quais tem sido dadas maior importância e atenção em empresas integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE) e do Dow Jones Sustainability World Index (DJSI), como também, publicações de Charreux (1998) e de Bower e Paine (2017, p. 32) sustentam que o “modelo de empresa ideal admite que as corporações devam ser independentes, garantidas por lei, com potencial de longa duração”. E com a correta gestão, elas podem servir ao mercado e à sociedade por longos períodos. Estes autores apresentam uma teoria contrária à Teoria da Representação<sup>1</sup>, com visão centrada na companhia, nos aspectos distintos e socialmente valiosos da corporação e nos desafios associados à administração de longo prazo.

Os defensores da Teoria da Representação enfatizam que maximizar o valor para os acionistas já traz intrínseca a preocupação com os *stakeholders*, e que estes são beneficiados em conjunto com os “principais”.

A visão de empresa no contexto geral do capitalismo atual vem incorporando as mudanças recentes. Representa um posicionamento contrário ao de uma visão de curto prazo, na qual os negócios são considerados como uma coisa, um simples contrato, uma propriedade, ou um pacote de ações que deve ser maximizado. Para uma visão de empresa como instituição mais ampla e de responsabilidades sociais em busca de múltiplos propósitos, a empresa assim concebida faz parte de um pluralismo de parcerias que visa a conciliar os interesses dos

---

<sup>1</sup>Teoria da Representação: nomenclatura atribuída ao modelo de empresa que visa maximizar o lucro do acionista a todo custo. Sinônimo da teoria da Agência (BOWER; PAINE, 2017).

clientes, acionistas, empregados e, em certa medida, do meio ambiente. Este modelo valoriza o sucesso coletivo, o consenso e a preocupação de longo prazo (SAGHROUN, EGLEM, 2008).

Deste modo, o ambiente de negócios passou a exigir um melhor entendimento do relacionamento entre os vários atores envolvidos nas atividades das empresas, incluindo *stakeholders* como clientes, fornecedores, funcionários e investidores.

Essa discussão foi encaminhada por Charreaux e Desbrières (1998). Os autores propuseram limites mais amplos de atuação da governança corporativa em contraste com práticas tradicionais e conservadoras, com foco somente no “acionista/principal” investidor e preocupação, essencialmente, com a garantia de retorno de seu investimento (*shareholders*); ademais, sugeriram um tipo de governança que inclua todos os mecanismos que regem a gestão das corporações, de ação latitudinal abrangente. Desenvolveram, ainda, o conceito de “*valeur partenariale*” determinante do valor dos “*stakeholders*”, conceito este que aborda o valor criado nas negociações da organização relacionando os montantes gerados a cada parte envolvida nas transações.

O contexto contemporâneo caracteriza-se por exigências e ambientes de negócio complexos, e tanto sociedade quanto investidores esperam ações de governança, por parte das organizações, que considerem tais características. Bower e Paine (2017) destacaram que o modelo da representação contém inúmeras falhas. Uma delas corresponde à ideia de que os acionistas são donos da corporação, sendo que o correto seria considerá-los, somente, “beneficiários das atividades da corporação”. A governança corporativa, portanto, deve estar focada no gerenciamento dos recursos da entidade e não dos acionistas, procurando aperfeiçoar, constantemente, os objetivos das diferentes partes interessadas em prol do desenvolvimento da empresa no longo prazo.

Observando as novas exigências de boa governança e, principalmente, a contribuição desta para o bom desempenho global da empresa para além do setor financeiro, Yablonsky et al. (2017) desenvolveram indicadores para medir a maturidade de governança em vários setores. O pressuposto assumido é o de que a ampla adoção de boas práticas de governança, em setores-chave, pode contribuir tanto para o elevado desempenho quanto para a maior longevidade de uma empresa.

Muitos princípios e códigos de conduta passaram a ser propostos e exigidos nos últimos 15 anos. Para Yablonsky et al. (2017, p. 21): “Os mais recentes colocaram maior ênfase no funcionamento dos conselhos de administração e no conceito de controle interno”. Acredita-se que já exista certa maturidade das empresas em relação à implementação de boas

práticas de governança, haja vista a atenção, por um lado, a critérios regulamentares em relatórios anuais e, por outro lado, à identificação e à avaliação dos sistemas de controle interno, ou mesmo de uma gestão de governança.

Outro fator determinante no mercado que sofreu alterações nas últimas décadas foi o sistema de propriedade e investimentos nas organizações. Empresas que buscam investimentos externos permanecem, durante um menor espaço de tempo, em poder de um único proprietário, ou seja, acionistas e investidores vendem suas ações tão logo surja uma oportunidade. Assim, a propriedade e as diretrizes se alteram com maior frequência.

Igualmente de suma importância no contexto nacional é a peculiaridade do modelo Zona Franca de Manaus (ZFM) de incentivos e benefícios fiscais exclusivos ou diferenciados, os quais são componentes de um sistema tributário complexo e desafiador.

O modelo Zona Franca de Manaus é um instrumento de política pública de alcance nacional que prevê a oferta de incentivos fiscais para fomentar o desenvolvimento regional. Está essencialmente ligado à criação da Zona Franca de Manaus pela Lei No 3.173, de 06 de janeiro de 1957, e instituída pelo decreto-lei No 288, de 28 de fevereiro de 1967, cujo propósito era estimular o desenvolvimento comercial, industrial, e agropecuário da região amazônica bem como sua integração econômica ao restante do país. Os incentivos especiais previstos voltavam-se não somente para o crescimento do estado do Amazonas enquanto área de zona franca e de livre comércio, mas, também, para a instalação e impulsionamento de um polo industrial de avançada tecnologia. Os incentivos fiscais foram concedidos por um prazo de trinta anos; após três prorrogações, mais 50 anos foram concedidos estendendo o prazo de vigência dos incentivos do modelo até 2073 (AMAZONAS, 2014; BISPO, 2009).

A Zona Franca de Manaus e o polo industrial<sup>2</sup>, alicerçados em incentivos fiscais e extrafiscais, acham-se submetidos a regramentos econômico, financeiro, social e ambiental que balizam a elaboração do Processo Produtivo Básico (PPB), o qual deve ser enviado à Superintendência da Zona Franca de Manaus – SUFRAMA – para aprovação.

Um ponto que procurou ser destacado ao longo da presente pesquisa foi a necessidade de análise e percepção de gestão, de governança, e de representatividade de teorias gerenciais e administrativas de acordo com as demandas sociais e ambientais da realidade local, nos contextos específicos do modelo Zona Franca de Manaus de incentivos fiscais e, complementarmente, do Polo Industrial de Manaus. Informações disponíveis no sítio

---

<sup>2</sup> Polo Industrial de Manaus é um dos mais modernos centros industriais e tecnológicos em toda a América Latina, reunindo atualmente mais de 600 indústrias de ponta nos segmentos Eletroeletrônico, Duas Rodas, Naval, Mecânico, Metalúrgico e Termoplástico (SUFRAMA, 2018).

da SUFRAMA (2018) esclarecem a forma como os incentivos fiscais e extrafiscais são distribuídos aos níveis federal e estadual, como será visto adiante em maior detalhe.

Tendo em vista que a política de tributos de um país representa o conjunto de mecanismos e instrumentos adotados pelo Estado para fomentar suas diversas atividades econômicas, a estrutura de incentivos descrita acima mostra grande relevância neste contexto: no Brasil, a carga tributária é bastante elevada (em 2018, foi equivalente a 33,58% do Produto Interno Bruto), reafirmando a importância da ação conjunta entre o Governo Federal e o Governo do Estado do Amazonas visando ao desenvolvimento da região amazônica como um todo.

O Estado deve promover o desenvolvimento econômico, político e social do país. Ao conceder incentivos fiscais para a instalação e operação de empresas em uma determinada região, o Estado, de certa forma, transmite para estas empresas, total ou parcialmente, a responsabilidade do desenvolvimento referido. Em muitas análises, esta sensível temática não é levada em conta quando da elaboração de sistemas e regimes fiscais diferenciados, colocando em risco o desenvolvimento tecnológico e a eficácia de barreiras de importação de produtos acabados. Estes dois últimos aspectos são aqueles promovidos com maior ênfase no modelo ZFM de incentivos fiscais.

Em face destas observações, identificou-se um nicho exclusivo de pesquisa no contexto mais amplo da governança corporativa, nicho este que inclui temas como a administração das dívidas da empresa e a redução dos custos de agência na estrutura de capital. Relacionam-se a isso os incentivos e isenções fiscais da ZFM, que permitem estreitar a relação dos incentivos com os sistemas de obtenção de recursos próprios ou de terceiros, aberturas de financiamentos, retorno sobre investimento, redução de dívidas, controle dos agentes e, até mesmo, prêmio no lucro com custo reduzido das dívidas.

As zonas de processamento e de livre comércio como a ZFM são desenvolvidas pelos governos com o propósito de promover o crescimento e prosperidade de determinada região. Isto implica em geração de receitas, desenvolvimento econômico e social, geração de emprego e renda e, por extensão, melhoria em diversas áreas sociais, como educação, moradia e saúde. No caso do modelo ZFM, os incentivos fiscais e extrafiscais (doação de terreno, apoio para infraestrutura, entre outros) agem como fortes indutores econômicos, enquanto para as empresas esses incentivos (abono, benefício, isenção, subvenções, etc.) são fatores determinantes de estratégias que podem estabelecer vantagens para a inserção e disputas no mercado e redução de custos financeiros. As empresas são ainda estimuladas a gerir despesas de capital visando à redução do montante de impostos a pagar sobre os lucros, ao aumento da

taxa de retorno sobre o capital depois de pago o imposto de renda, e ao incremento do fluxo de caixa.

Algumas zonas francas são criadas em locais que facilitam o escoamento de produtos. No caso específico da ZFM, a distância é grande até os mais importantes centros consumidores do país, impondo condições desfavoráveis ao escoamento e distribuição do produto final e estimulando a geração de fundos internos para investimentos (COEN, 1968; ELALI, 2007). A ampliação da concessão de incentivos às empresas lá instaladas, portanto, é de crucial importância.

Atrelado à questão da concessão de incentivos fiscais para a instalação e operação de empresas e indústrias encontra-se um tema ainda pouco explorado, mas reconhecidamente importante para a longevidade e o desempenho destas organizações: a estrutura de capital. Desde os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963) a gestão da estrutura de capital vem sofrendo influências do ponto de vista teórico. As análises de gestão financeira, em geral, destacam os seguintes pontos: o sistema de financiamento organizacional, o dilema no uso de recursos próprios ou de terceiros, o ponto ótimo de alcance das dívidas, e o preceito de pagamento dos financiamentos com o juro gerado pelo rendimento de ativos.

A Teoria da Agência, por sua vez, permite inferências quanto à estrutura de capital no momento em que são impostas regras e manutenção das dívidas para controle do agente pelo principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Modigliani e Miller (1963) reconheceram as ações dos impostos na estrutura de capital quando da apuração do imposto de renda de pessoas jurídicas, já que o desconto dos juros pagos proporciona vantagens na obtenção de capital de terceiros em relação ao capital próprio.

Diante deste cenário, as empresas se acham constantemente pressionadas pela necessidade de adaptação às contingências internas e externas. Condições do ambiente externo forçam processos e controles já consolidados, exigindo das organizações adaptabilidade e capacidade de inovação para atender à demanda e à manutenção de sua atuação no mercado.

Uma estratégia utilizada pelas organizações frente a esta pressão é o desenvolvimento de práticas de controle e manutenção elevada do desempenho, o qual era, anteriormente, direcionado para o setor econômico onde era analisado. No entanto, observa-se que os resultados econômicos, por si, não promovem o aumento da performance, aumento este que é viabilizado, de outra forma, por ações eficazes em setores-chave da empresa:

incentivos salariais, transparência, regulamentação de princípios e diretrizes, redução do custo de agência, além de outros mecanismos e estratégias de governança.

No entanto, estes mecanismos e estratégias ainda apresentam lacunas de atendimento às necessidades das partes interessadas, da gestão ambiental e social, do mercado em transformação mais rápida, disruptiva e novas inclusões digitais. Tal quadro conduz à centralização da gestão das empresas no principal e do lucro nos acionistas, em análises de desempenho tradicionais de curto prazo, onde se percebe a redução do alinhamento das estratégias de desempenho da organização; segundo Otley (2003), isto impossibilita a integração dos fatores de sucesso organizacional com o ambiente de mudanças e inovações constantes. Yablonsky et al. (2017) ressaltaram que é essencial a integração da governança corporativa com a cultura corporativa para que isso se torne um mecanismo virtuoso de garantia de performance da empresa.

A análise de desempenho de uma empresa deve, preferencialmente, abarcar aspectos como a integração, a influência e as relações viabilizadas pela governança. Com base nesta premissa, indicadores de maturidade da governança nos variados processos empresariais que sofrem influências internas e externas, foram utilizados na presente pesquisa.

Sendo assim, procurou-se definir, no âmbito desta pesquisa, em que medidas são relevantes as fragilidades e o grau de eficácias setoriais das organizações no que diz respeito à governança praticada, sem, contudo, desconsiderar a realidade peculiar onde estão inseridas as empresas instaladas no PIM/Zona Franca de Manaus obtentoras de incentivos fiscais. Pretendeu-se, desta forma, disponibilizar material para reflexões que pudessem embasar análises de desempenho robustas e atualizadas em face das várias mudanças que vêm ocorrendo no mercado, nos ambientes de negócios, nas práticas de governança voltadas à maturidade das empresas, nos formatos de endividamentos e financiamentos, e na forma de como estes aspectos se relacionam com a estrutura de capital e com os incentivos fiscais.

Nesse sentido, considerou-se oportuno e produtivo sugerir e encaminhar discussões voltadas para a ampliação do entendimento sobre práticas de governança que tivessem influência na maturidade e no desempenho de empresas de médio e grande portes instaladas no Polo Industrial de Manaus obtentoras de incentivos fiscais da Zona Franca de Manaus (ZFM). O trabalho desenvolvido contemplou, desta forma, o contexto prático da implantação de medidas que relacionam maturidade de governança e gestão de incentivos fiscais no modelo ZFM, aspectos importantes, também, no universo de empresas em geral beneficiárias de outros modelos de incentivos fiscais.

## 1.1 Problema de pesquisa

Estudos sobre a governança corporativa vêm se desenvolvendo sob diferentes prismas. As contribuições dos pesquisadores da área angariam maiores esforços para proporcionar maior transparência e legitimidade às práticas contábeis e financeiras. No entanto, recentemente, esses esforços têm se ampliado na direção do entendimento da Governança Corporativa (GC) quanto a suas necessidades e de que forma ela influencia a gestão da entidade, incluindo *stakeholders* e demais setores das empresas (ver, por exemplo, BOWER E PAINE, 2017; YABLONSKY et al., 2017; IBGC, 2015; PERSAIS, 2013; GILLAN, 2006).

Como apontado no trabalho de Yablonsky et al. (2017), há uma grande necessidade de ampliação da atuação da GC no sentido de abranger, holisticamente, novas demandas ambientais como preceito para a manutenção organizacional e o alcance de alto desempenho.

Sendo assim, a pesquisa desenvolvida teve seu problema formulado e delimitado a partir de alguns aspectos que são destacados a seguir.

O primeiro destes aspectos, como apontaram Garcia-Castro e Aguilera (2015), é a relevância da conceituação e da mensuração da maturidade do processo de governança corporativa em ambientes de livre concorrência e de maiores exigências de seus *stakeholders*, neste caso gerando valor a partir da interação destes com a empresa. Outro aspecto relaciona-se à controversa geração de riquezas dos subsídios da Zona Franca de Manaus (ZFM): a escassez de pesquisa sobre o tema com bases científicas robustas e isentas de vieses ideológicos, sobretudo envolvendo empresas instaladas na ZFM. Um terceiro aspecto importante refere-se ao diferencial representado pelos incentivos fiscais e seu adequado emprego/aproveitamento no processo de alavancagem financeira. Quanto a este aspecto é oportuno reforçar que as empresas instaladas na ZFM usufruem de vantagem competitiva por terem acesso a incentivos diferenciados, em comparação com o restante do país. Tais incentivos viabilizam tanto um maior ganho financeiro quanto uma melhor distribuição das riquezas entre seus acionistas e demais partes interessadas; além disso, funcionam como barreira para a redução da importação de produtos acabados de fora do Brasil (BISPO, 2009; HOLLAND, 2018).

Sinteticamente, três linhas de questionamentos, portanto, são exploradas para formular e delimitar o problema de pesquisa. A primeira delas relaciona-se ao grau de maturidade da GC; a segunda contempla a possível relação entre a obtenção de incentivos



fiscais da ZFM e a estrutura de financiamento e endividamento das organizações; e a terceira suscita indagações sobre a interação entre maturidade, incentivos fiscais da ZFM, estrutura de financiamento e endividamento, manutenção no mercado e desempenho das organizações. Isto posto, chega-se ao seguinte problema ou questão principal da pesquisa: de que maneira a maturidade da governança corporativa e a gestão de incentivos fiscais influenciam o desempenho e a estrutura de capitais das empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus?

O problema acima, no contexto do modelo ZFM, traz implícita a preocupação com a possível relação entre desempenho organizacional elevado de empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus e adoção de práticas de governança corporativa vista a partir de uma perspectiva ampliada<sup>3</sup>. Este é um cenário que prevê os incentivos fiscais do modelo ZFM como propulsores para as corretas visão e gestão das políticas de financiamento, para a redução dos custos financeiros, e, em especial, para a viabilização de um prêmio no retorno financeiro para as partes interessadas.

As ações executadas nas empresas voltadas para o amadurecimento dos princípios de boa governança, a adoção de uma governança abrangente em termos de dimensões e setores das empresas no longo prazo, o aproveitamento de incentivos fiscais da ZFM e, por fim, os formatos de endividamento existentes são, essencialmente, os elementos que permitiram a formulação e delimitação do problema de pesquisa e a definição da tese aqui proposta.

## **1.2 Contextualização e definição dos objetivos**

O tema de estudo desta tese é a governança corporativa. São pontos de interesse, atualmente, o conhecimento mais aprofundado de medidas que conferem maturidade aos processos de governança corporativa e, também, a produção de análises e de informações sobre governança nas empresas. Esta busca se desenrola tendo, como pano de fundo, a necessidade de abertura e adaptação das empresas às mudanças no ambiente de negócios e no mercado da era digital, considerando o desempenho nos quesitos financeiro, estratégico, social, e ambiental, por exemplo. Trabalhos como os de Yablonsky et al. (2017) e IBGC (2015) são considerados fundamentais para atender aos pontos de interesse mencionados.

Algumas contribuições teóricas são aqui oferecidas no contexto da administração enquanto grande área de estudo. Num espectro mais restrito, tais contribuições estão

---

<sup>3</sup>Entenda-se como perspectiva ampliada a atenção dada não somente às dimensões clássicas e tradicionais de governança corporativa, mas, também, às dimensões estruturais (locais e regionais) do contexto no qual as organizações encontram-se inseridas.

representadas pela proposição de construtos colaborativos com foco na longevidade, especificamente, de empresas de médio e grande porte instaladas no PIM, detentoras de benefícios fiscais da ZFM. Pontos importantes que mereceram destaque foram a geração de valor e a adaptação às exigências das partes interessadas. Em outras palavras, a identificação e a medição da maturidade de práticas de GC nestas empresas são fundamentais para que se conheça o grau de aproveitamento dos incentivos fiscais a elas concedidos.

### ***1.2.1 Objetivo geral***

O objetivo geral desta tese foi analisar as implicações da maturidade da governança corporativa e dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capitais e o desempenho das empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus.

### ***1.2.2 Objetivos específicos***

Foram estipulados como objetivos específicos:

- Realizar o levantamento de processos de medição da governança corporativa visando determinar indicadores específicos de adaptação das empresas do PIM às mudanças do mercado;
- Utilizar indicadores do grau de maturidade de processos empresariais para aferir a maturidade da governança corporativa executada por empresas do PIM;
- Mensurar e avaliar a maturidade da governança corporativa de empresas do PIM;
- Analisar os efeitos dos incentivos fiscais da ZFM sobre o grau de endividamento e financiamento (*a estrutura de capital*) como retorno financeiro adicional, relacionando-o ao desempenho e longevidade das empresas instaladas no PIM.

## **1.3 Justificativa e relevância da pesquisa**

Autores como Collins e Porras (2015), Venkatraman, (2017) e Yablonsky et al. (2017) são taxativos ao afirmarem que as empresas estão passando por mudanças mais rápidas e disruptivas. Aduzem, também, que as métricas e práticas tradicionais e estáveis não são mais eficientes.

Para Yablonsky et al. (2017, p. 4) “[...] as informações financeiras já não são mais suficientes para os investidores e clientes que necessitam de informação extra-financeira

relacionada com a compreensão do modelo de negócio da empresa e com as necessidades de avaliação do capital intangível da empresa”.

Kaplan e Norton (2004) compactuaram com a ideia de que o ambiente onde as organizações estão inseridas sofreu profundas alterações, mas concordaram com a visão de que os indicadores tradicionais de desempenho financeiro, apesar de apresentarem discordância das atuais exigências, habilidades e competências das empresas modernas, conseguiram atender às necessidades de forma eficiente na era industrial.

Os controles e as demonstrações contábeis e financeiras não são mais apresentados no mesmo formato de antes. O público-alvo (clientes, investidores, fornecedores) hoje quer saber do envolvimento social da empresa, do cuidado com o ambiente; os interesses mudaram da geração de lucro para a geração de valor dirigida às partes envolvidas, a exemplo da recente Criação de Valor Compartilhado, que encontra suporte nos relatos integrados.

As firmas, de um modo geral, desenvolvem ou implementam processos para a consecução de seus objetivos estratégicos. Para tanto, a adaptação e compreensão das mudanças para atendimento à dinâmica organizacional são fundamentalmente necessárias.

O conhecimento sobre os graus de maturidade nos processos de governança das empresas, sob uma perspectiva ampliada que engloba dimensões local e regionalmente contextualizadas, se faz necessário por conta das novas exigências de mercado. Empresas inovadoras adotam práticas dinâmicas de gestão em prol da manutenção do alto desempenho da organização no longo prazo. Tal conjuntura requer que as empresas estejam cientes das pressões internas e externas que fazem parte de um universo de negócio em constante transformação.

Para que os grupos e organizações empresariais atinjam maturidade nos processos, e alcancem resultados positivos frente a um cenário que se modifica constantemente e em grande velocidade, suas atividades vêm se tornando mais complexas e sofisticadas. Portanto, é imprescindível a ampla obtenção de informação acerca das ações realizadas na empresa em se tratando de sua capacidade de adaptação e predisposição a tomadas de decisões voltadas à manutenção de sua sobrevivência no longo prazo (BARNEY; HESTERLY, 2011). No contexto específico das empresas instaladas na Zona Franca de Manaus, é importante registrar a oportunidade de maior criação de valor para todas as partes interessadas com base no advento dos incentivos fiscais. Uma boa gestão da estrutura de capital possibilita a geração de um prêmio quando estes recursos são geridos de forma eficiente.

A Business Roundtable (2019), em sua declaração anual de comprometimento com os princípios da governança corporativa, assinada por 181 *Chief Executiv Oficcer* (CEOs) de

corporações norte-americanas, explicitam prioridades relativas à geração de valor ou benefício que seja dirigida a todos os *stakeholders* - clientes, funcionários, fornecedores, comunidades e acionistas. Esta postura configura-se como um importante fator influenciador da gestão de empresas no mundo, reforçando a crescente preocupação com o atendimento às demandas dos *stakeholders* e tornando-se, por conseguinte, num elemento motivador adicional, no caso da presente pesquisa, para entender a governança corporativa sob uma perspectiva ampliada de suas dimensões.

Os princípios da OCDE (2016), por sua vez, estimularam mudanças no sentido de auxiliar não somente as empresas, mas, também, os tomadores de decisões públicas na tarefa de avaliação do enquadramento jurídico, regulamentar e institucional para o governo das sociedades de modo a apoiar a eficiência econômica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira.

Desta forma, os resultados e discussões aqui apresentados e encaminhados são considerados de grande relevância para área da GC, nas mais diversas esferas de debate do universo empresarial. Na realidade das empresas do PIM, pode-se afirmar que os resultados da pesquisa ora desenvolvida poderão ser incorporados a um desejável quadro de perenidade organizacional, com benefícios para todos os atores sociais envolvidos. Tudo isto somado, portanto, confere a esta pesquisa um importante caráter agregador e disseminador de conhecimento potencialmente utilizável pelas organizações e seus gestores.

#### **1.4 Delimitação da pesquisa**

Empresas industriais S/As, de médio e grande porte, instaladas no Polo Industrial de Manaus e beneficiárias dos incentivos fiscais próprios do modelo Zona Franca de Manaus, foram foco da presente pesquisa. A estipulação deste ambiente específico abre a possibilidade para a replicação dos métodos, técnicas e procedimentos experimentais em outros contextos desde que respeitadas as peculiaridades da situação de mercado estudada e de outras características intrínsecas ao modelo que se pretende analisar.

Empresas S/As de médio e de grande porte foram selecionadas por apresentarem processos de governança relativamente maduros no universo teórico da gestão de governança corporativa, inclusive no tocante à publicação de dados e de suas práticas.

Em termos metodológicos, a pesquisa foi delimitada pela técnica de *Survey*, com aplicação de questionário nas empresas enquadradas no modelo em questão; por demonstrações financeiras das empresas e indicadores financeiros de desempenho selecionados a partir destas demonstrações; e gráficos de radar associados à estratégia de

benchmark, incluindo dimensões de governança corporativa analisadas sob uma perspectiva ampliada para promover uma discussão mais atualizada dos processos de gestão e governança das empresas. No caso específico das demonstrações financeiras, delimitou-se um período de cinco anos a partir de 2013.

### **1.5 Inovação da tese**

Este trabalho buscou mostrar a governança corporativa a partir de um ângulo que não é normalmente utilizado para tal, ou seja, o das demandas por mudanças prementes características do atual ambiente de negócios focalizando um modelo peculiar de incentivos fiscais no Brasil, qual seja, o modelo ZFM. O detalhe inovador desta configuração foi a atenção não só a dimensões da governança corporativa classicamente analisadas em estudos anteriores, mas, também, a outras dimensões que, como aqui se propõe, hoje são consideradas essenciais para o desenvolvimento de análises e de conhecimento científica e empiricamente abalizados sobre a maturidade da governança corporativa das empresas (neste caso específico, empresas do Polo Industrial de Manaus). Exemplos de trabalhos realizados para obtenção de conhecimento da maturidade da governança corporativa das empresas incluem Yablonsky et al. (2017), Holanda (2014) e Paiva (2018). Formigoni (2008) e Dias (2018), por sua vez, são exemplos de estudos centrados na relação dos incentivos fiscais com a estrutura de capital.

É possível afirmar que, ao direcionar esta pesquisa, por um lado, para a identificação dos graus de maturidade da governança corporativa de empresas instaladas na ZFM, e, por outro lado, para a determinação da influência da variável “incentivos fiscais” sobre o financiamento e o desempenho das empresas, mais um ponto inovador foi colocado em discussão sobre a temática em questão. Isto porque, ao abordar a governança corporativa sob uma perspectiva ampliada de suas dimensões, com foco em um modelo de incentivos fiscais complexo como o da ZFM, empregou-se uma metodologia que, necessariamente, precisou atender aos indutores e modeladores dos códigos de governança contemporâneos.

### **1.6 Estrutura do trabalho**

Cinco capítulos compõem a estrutura do presente trabalho, como pode ser visto a seguir.

Capítulo 1. Introdução. Apresentação e contextualização do tema da pesquisa; definição do problema da pesquisa; objetivos, motivações, justificativa, relevância e delimitações da pesquisa; a forma de organização do texto.

Capítulo 2. Referencial teórico. A governança corporativa e seus mecanismos, conceitos relacionados, histórico e teorias influenciadoras; o contexto dos incentivos fiscais da Zona Franca de Manaus e a estrutura de capital; a relação com o desempenho e a longevidade das empresas.

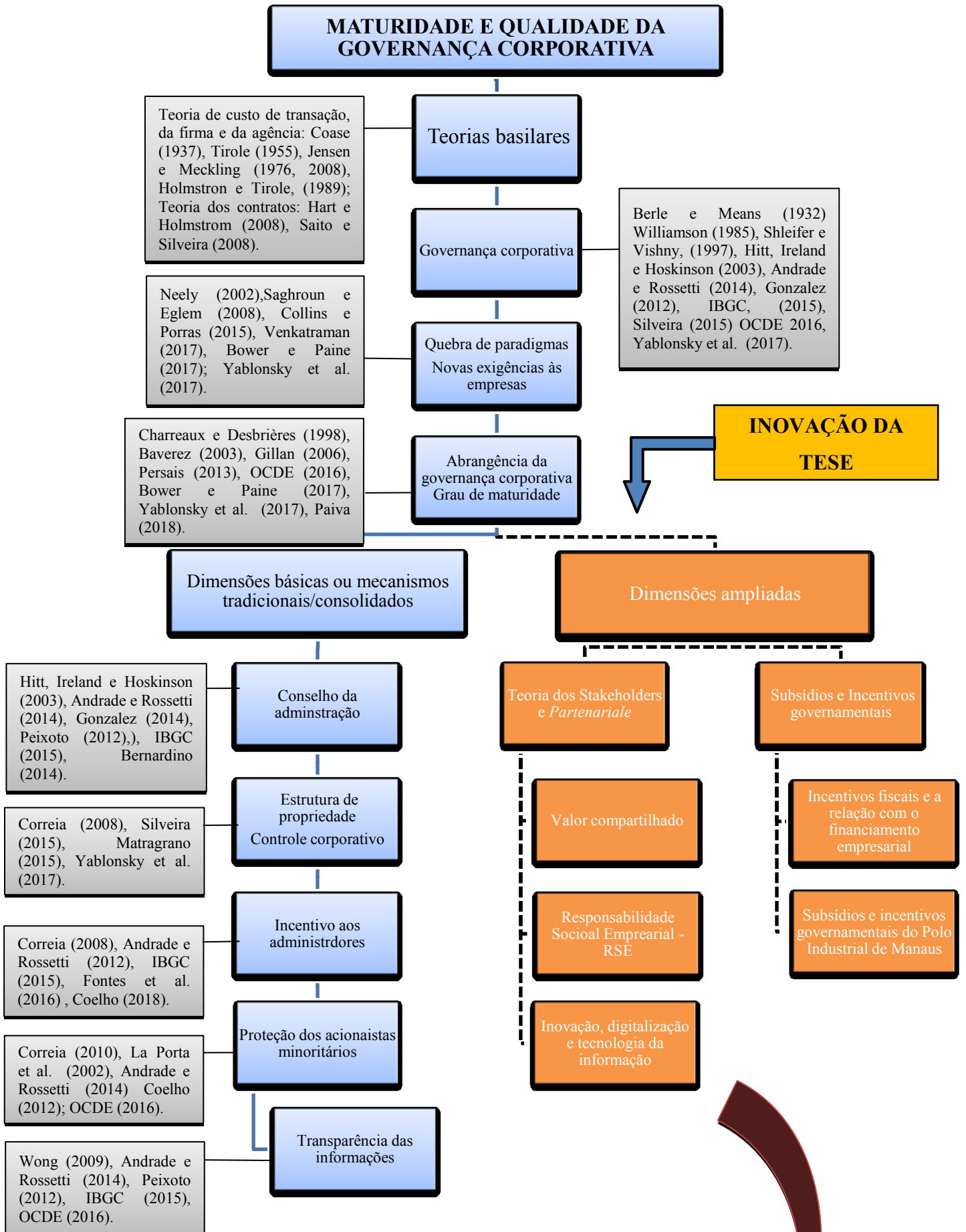
Capítulo 3. Metodologia. Descrição dos métodos, ferramentas e técnicas qualitativos e quantitativos empregados no tratamento e na análise dos dados (*Survey*, gráfico de radar, *benchmark* e regressão linear).

Capítulo 4. Resultados e Discussão. Apresentação e discussão dos resultados obtidos após tratamento e análise dos dados teóricos e empíricos.

Capítulo 5. Conclusões e considerações finais. São destacadas algumas conclusões referentes ao contexto específico da pesquisa e de suas limitações, bem como perspectivas e sugestões de estudos futuros.

A Figura 1 a seguir mostra, de forma sucinta, o diagrama com os núcleos temáticos utilizados para a delimitação da pesquisa e a síntese lógica e estrutural desta tese.

Figura 1-Diagrama dos núcleos temáticos utilizados para a delimitação da pesquisa.



**Quadro 1** -Sinopses das publicações mais relevantes sobre núcleos temáticos abordados, incluindo contribuições da tese nos campos empírico e teórico, segundo uma perspectiva ampliada das dimensões da governança corporativa.

<b>Teoria dos <i>Stakeholders</i> e <i>Partenariale</i></b>		<b>Subsídios e Incentivos governamentais e sua relação com o endividamento</b>	
<b>Autor</b>	<b>Sinopse</b>	<b>Autor</b>	<b>Sinopse</b>
<b>Charreaux e Desbrières (1998)</b>	Descreveram o modelo/sistema global de GC abrangendo todos os mecanismos que regem a gestão e o comportamento dos gerentes; delinearam a latitude discricionária, definindo o valor das Partes Interessadas ( <i>partenariale</i> ) com base numa visão pluralista da empresa e na renovação do entendimento da criação de valor.	<b>Formigoni (2008)</b>	Avaliou os efeitos dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras; identificou a correlação estatisticamente não significativa entre incentivo fiscal e indicadores de estrutura de capital; identificou a correlação significativa entre incentivo fiscal e rentabilidade das empresas.
<b>Paiva (2018)</b>	Estruturou um modelo para mensurar o nível de maturidade de governança em organizações cooperativas de crédito; identificou o grau de maturidade da governança corporativa das cooperativas de crédito.	<b>Dias (2018)</b>	Identificou a influência da utilização das melhores práticas de governança corporativa e da estrutura de capital sobre o desempenho e risco das firmas brasileiras de capital aberto. Para as firmas do setor de eletricidade e água, mostrou que as boas práticas de governança corporativa influenciam negativamente o ROE, o ROA, o Q de Tobin e o endividamento total e de curto prazo.
<b>Bower e Paine (2017)</b>	Demonstraram que o modelo de empresa ideal admite que as corporações devam ser independentes; apregoaram o modelo de governança centrado na empresa – entidade – e não no acionista.	<b>Fernandes, Martinez e Nossa (2013)</b>	Analisaram a relação entre os mecanismos de governança corporativa e o nível de pagamentos de tributos pela empresa; identificaram uma relação negativa entre o uso de mecanismos de governança corporativa e o montante do valor acrescentado atribuído ao pagamento de impostos no Brasil.
		<b>Mensurar a maturidade da Governança corporativa e relacionar ao desempenho</b>	
<b>Yablonsky et al. (2017)</b>	Analisaram a maturidade da governança corporativa abrangendo os <i>stakeholders</i> , em quatro empresas francesas, nas dimensões: estratégia, gestão dos recursos, gestão da performance, e riscos (objetivos e controle interno e regulamentação).	<b>Almeida et al. (2018)</b>	Identificaram a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto do subsetor construção e engenharia; constataram que o índice de governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial: econômico (ROE), operacional (Ebtida/Ativo) e de valor (Q de Tobin).
<b>Oliveira (2019, in prep.)</b>	Corroborar com a visão de que o atendimento das necessidades das partes interessadas já está	<b>Oliveira (2019, in prep.)</b>	Identifica a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho de



	consolidado no mercado; mensura a maturidade e a qualidade da dimensão “ <i>stakeholders</i> ” na governança corporativa das empresas do Polo Industrial de Manaus.		empresas do PIM, o grau de aptidão e longevidade das empresas no mercado.
<b>Criação de Valor Compartilhado</b>		<b>Subsídios e incentivos governamentais do Polo Industrial de Manaus</b>	
<b>Porter e Kramer (2006, 2011).</b>	Propuseram que o valor compartilhado é uma nova maneira de gerir o relacionamento do negócio e a sociedade. O princípio do valor compartilhado envolve a geração de valor econômico de forma a criar, também, valor para a sociedade.	<b>Bispo (2009)</b>	Avaliou os efeitos dos incentivos fiscais concedidos às indústrias instaladas na ZFM na criação e distribuição de riqueza; concluiu que os incentivos fiscais criam menos riqueza para empregados e proprietários do que os mesmos setores instalados fora da ZFM, mas possuem efeitos positivos na geração de riqueza aos governos.
<b>Oliveira (2019, in prep.)</b>	Propõe que o valor compartilhado é um diferencial para as organizações de visão de futuro; mensura a maturidade e a qualidade da dimensão <i>valor compartilhado</i> das empresas do Polo Industrial de Manaus.	<b>Oliveira (2019, in prep.)</b>	Analisa os efeitos dos incentivos fiscais da ZFM sobre o grau de investimentos e financiamento de terceiros como retorno financeiro adicional às empresas instaladas no PIM
<b>Responsabilidade Social Empresarial - RSE</b>		<b>Inovação, digitalização e tecnologia da informação</b>	
<b>Lennan, Semensato e Oliva (2015)</b>	Avaliaram as estratégias de responsabilidade social empresarial (RSE) observadas em instituições de ensino superior (IES) sob a ótica da governança corporativa; constataram que as IES privadas se posicionam predominantemente na estratégia de RSE reativa, ou seja, são voltadas ao cumprimento das disposições legais.	<b>Porter e Heppelmann (2014)</b>	Demonstraram que as inovações digitais alteram a relação entre empresas e sociedade. As formas de comunicar e vender produtos aos clientes foram fortemente modificadas nas últimas décadas. A Inovação Digital vem contribuindo para alterar os modelos de negócio estabelecidos na Era Industrial.
<b>Oliveira (2019, in prep.)</b>	Propõe que a Responsabilidade Social Empresarial Gera valor e auxilia no desempenho e manutenção da perenidade, dada a pressão dos <i>stakeholders</i> ; mensura a maturidade e a qualidade da Responsabilidade Social Empresarial das empresas do Polo Industrial de Manaus.	<b>Oliveira (2019, in prep.)</b>	Propõe que a Inovação, a digitalização e a tecnologia da informação estejam pujantes no planejamento e processos das organizações; mensura a maturidade e a qualidade da dimensão Inovação, digitalização e tecnologia da informação nas empresas do Polo Industrial de Manaus.

Fonte: Elaboração própria (2019).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo é apresentada a fundamentação teórica que permitiu a definição do arcabouço conceitual relativo à governança corporativa. Para tanto, informações e dados qualitativos das literaturas nacional e internacional foram compilados com a preocupação de cobrir um tempo histórico que abarcasse publicações de impacto e relevância para o desenvolvimento da presente pesquisa.

Primeiramente, são contemplados os aspectos históricos de quatro teorias: da agência, da representação, dos contratos e da firma. Em seguida, dá-se espaço à governança corporativa, de forma a serem apontados seus mecanismos ou dimensões amplamente difundidos bem como aqueles propostos nesta pesquisa. Na sequência, são apresentadas as perspectivas abrangentes e as áreas necessárias de análise por parte das organizações, ou seja, as dimensões que devem ser consideradas nas avaliações da maturidade da governança corporativa envolvendo as partes interessadas, mudanças digitais, a responsabilidade socioambiental das empresas e, também, os incentivos fiscais específicos da ZFM. Por fim, são evidenciados, no contexto das práticas de governança corporativa, pontos de destaque referentes ao conceito do ciclo de vida organizacional, aos métodos de mensuração da maturidade dos processos e desempenho organizacional.

### 2.1 Evolução histórica da governança corporativa

A partir deste momento são apresentadas considerações sobre a teoria e os conceitos de firma, e o *modus operandi* das organizações e da gestão no contexto tradicional ou estratificado, como visto no modelo neoclássico. Será dado destaque às teorias da agência, da firma, dos contratos e, também, teorias que se contrapõem ao modelo tradicional ou que prevejam condições para a evolução de uma governança que melhor se adapte às demandas atuais, como os modelos dos *stakeholders* e da Entidade.

Silveira (2015) destacou a origem inglesa da expressão “*corporate governance*”, que teve suas primeiras aparições em meados da década de 1980. Porém, a expressão propriamente dita “governança corporativa” teria surgido, na versão brasileira, somente ao final da década de 1990.

Em uma análise longitudinal, o autor supracitado descreveu as *societas* como as primeiras entidades empresariais do mundo a partir dos romanos. Como nas sociedades antigas, a negociação era uma atividade recorrente, e os romanos criaram uma associação com a finalidade de explorar atividades específicas (transporte e comércio); ao final, os ganhos auferidos eram divididos. Segundo ainda o que foi reforçado pelo autor, o termo *socius*, que

hoje corresponde ao que se chama “sócio”, definia aquele (a) que tinha a obrigação de administrar os lucros, eleito como *magister* ou gestor. A partir desta configuração, a sociedade romana originou o conceito de que um grupo de pessoas poderia criar uma identidade coletiva separada de seus membros.

Ao fazer referência ao século XIII, Silveira (2015) discorreu sobre o surgimento das primeiras parcerias comerciais, denominadas de *compagnias*; tal palavra é resultante da junção dos termos do latim *cum* e *panis*, e significa, segundo o autor (p. 22), “repartir pão em conjunto”. Essas entidades possuíam estrutura familiar e operavam com base no princípio da responsabilidade social, onde todos os sócios eram responsáveis, de forma conjunta, pelos passivos do negócio.

Neste levantamento histórico do surgimento do conceito de Governança Corporativa (GC), Silveira não ignorou, evidentemente, o trabalho de Berle e Means (1932) intitulado “*The Modern Corporation and Private Property*” (na tradução literal “A Corporação Moderna e a Propriedade Privada”). Essa obra mostrou a ampla discussão sobre estes temas durante os períodos da nova oligarquia criada pelos executivos, haja vista a demanda de então por uma maior transparência no tratamento de informações e prestação de contas, por parte dos conselheiros, em atendimento aos direitos dos acionistas.

Gonzalez (2012) classificou Robert Monks como um dos nomes de suma importância no ponto de vista histórico da teoria da GC, e um estudioso pioneiro ao lançar os conceitos básicos desta teoria considerando o preceito da boa governança e priorizando os aspectos de *fairness* (senso de justiça) e *compliance* (conformidade legal, especialmente relacionada aos direitos dos acionistas minoritários). Após o advento Cadbury, dois novos valores foram adicionados aos conceitos referidos: *accountability* (prestação responsável das contas) e *disclosure* (mais transparência).

De forma cronológica, Gonzalez (2012) estipulou quatro grandes marcos históricos na governança corporativa: o ativismo pioneiro de Robert Monks, o Relatório Cadbury, os Princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), e a legislação estadunidense denominada SOX, de 31 de julho de 2002.

O Relatório Cadbury, de 1992, pode ser destacado como o segundo marco histórico construtivo da governança corporativa, já que, no período de lançamento do relatório, o Reino Unido passava por sérias inconsistências contábeis, desde o final da década de 1980. O trabalho de Adrian Cadbury como coordenador do Relatório conferiu certo equilíbrio ao conceito de governança corporativa, pois representou um significativo desenvolvimento das

práticas de gestão, contabilidade, prestação de contas, e relatórios financeiros e não financeiros, como apontado por Gonzalez (2012, p. 39):

Adrian Cadbury, por meio do *Cadbury Committee*, em várias etapas de discussão, audiências públicas e democráticas para o melhor direcionamento, divulga, assim, a primeira definição do que seria um sistema de Governança Corporativa, propondo-se a trabalhar em quatro áreas: Conselho de Administração, Conselheiros não Executivos, Conselheiros Executivos, Relatórios e Controles.

Após o Relatório Cadbury, portanto, alguns outros países passaram a pensar em códigos de GC. No Brasil, o marco histórico surge com a fundação, em 1995, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Outro marco para a governança corporativa nacional foi a reforma da Lei das S/As (Lei 10.303 de 31/10/01, que permitiu melhorias para os acionistas minoritários). Pontos importantes foram destacados, tais como: o fechamento de capital, a política de dividendos, e a possibilidade de indicação de um membro do conselho de administração por acionistas minoritários, entre outros. Essa reformulação da lei permitiu o lançamento, em junho de 2002, de novos segmentos de mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) – os Níveis 1 e 2 e o Novo Mercado - inspirados no *Neuer Market* alemão.

Para Andrade e Rossetti (2014), a OCDE é um dos marcos de maior alcance, tanto pela abrangência dos aspectos tratados quanto pela difusão internacional dos princípios da boa governança. Os autores ainda consideraram a influência da Organização quanto à definição de códigos de melhores práticas em um crescente número de países.

A partir dos princípios de governança corporativa e da normatização e divulgação de boas práticas pela OCDE, a adoção de tais práticas pelo mundo tornou-se universalizada. Contudo, os países apresentam modelos de governança corporativa que variam entre si em face da pluralidade de estruturas legais, órgãos e entidades reguladoras, como pode ser visto brevemente a seguir.

► Modelo Anglo-Americano ou Sistema de Governança anglo-saxão: Nas palavras de Matias (2016)

O modelo anglo-saxão de governança corporativa é utilizado, principalmente, nos Estados Unidos e no Reino Unido e versa sobre uma separação entre a propriedade e a ação em si. Isso significa que os gestores e os acionistas atuam de maneira separada. Nesse tipo de governança, os acionistas estão dispersos e não fazem parte da tomada de decisão diária da empresa. Apesar disso, fazem parte do conselho administrativo e atuam em busca de proteção ao patrimônio dos acionistas minoritários. Em razão disso, esse modelo também é comumente chamado de *outsider system* e tem o foco principal nos acionistas — visando ao lucro que será distribuído entre eles.

Outras características são a separação entre propriedade e gestão, propriedade dispersa entre vários acionistas, forte ativismo e proteção dos acionistas no mercado de ações,

presença de investidores institucionais de grande porte, e foco na maximização do retorno para os acionistas, isto é, *shareholder oriented* (SLOMSKI et al., 2008).

► Modelo alemão: Caracterizado pela concentração de propriedade nas mãos de grandes acionistas, em geral representados pelo sistema bancário. É forte a presença de conglomerados industriais-financeiros. O reconhecimento de *stakeholders* não-financeiros (principalmente funcionários) é mais explícito, permitindo maior equilíbrio de seus interesses devido à uma legislação em duas camadas, que obriga a formação de um conselho supervisor cuja metade deve ser composta por funcionários indicando, desta forma, um viés *stakeholder oriented* e voltado para a gestão coletiva das empresas. Evolui, constantemente, para o sistema norte-americano com a implantação do código Cromme – similar a um novo mercado (HITT; IRELAND; HOSKINSON, 2003; SLOMSKI et al., 2008).

► Modelo japonês: Bastante semelhante ao alemão, o modelo japonês de governança corporativa tem estrutura de governança financeira baseada nos bancos, os quais desempenham um importante papel no monitoramento das grandes empresas. No Japão, o objetivo das empresas é o equilíbrio entre os interesses dos *stakeholders* e o emprego vitalício de seus funcionários. Desde 1997, o país procura um melhor funcionamento dos conselhos com base no *Combined Code* britânico (HITT; IRELAND; HOSKINSON, 2003; SLOMSKI et al., 2008).

► Modelo francês: Apresenta forte presença estatal, preocupação com os interesses dos acionistas minoritários, exigência de melhores práticas de governança e centralização das decisões organizacionais. É forte a dependência de investidores institucionais estrangeiros. Enfatiza os resultados publicados nos Relatórios *Vienot*, que apresentou pontos como a separação dos cargos de presidente do conselho e presidente da diretoria, constituição de comitês no conselho de administração, transparência das reuniões e contratação de conselheiros independentes (PIGÉ, 2002).

► Modelo brasileiro: Apresenta alta concentração de propriedade acionária (*Shareholder oriented*). Um dos principais conflitos de agência no Brasil ocorre entre os interesses dos acionistas majoritários e os minoritários. Os Conselhos de Administração são obrigatórios, porém apresentam baixa diversidade e poucos conselheiros independentes. Constata-se, também, forte atuação dos fundos de pensões na concentração das ações. Há que se registrar que esta visão está mudando, como pode ser comprovado pelo crescente número de empresas emitindo relatórios abrangendo não somente os aspectos contábil e financeiro, mas, também, os aspectos social e ambiental.

A não disponibilização da prestação de contas da alta administração a seus acionistas tem implicações na sociedade. Isso é verificável a partir da existência de pequenos grupos radicados em grandes organizações com poder de construir e destruir as comunidades, produzir e controlar a distribuição de riqueza e pobreza, e dar satisfação a seus eleitores (os acionistas) (BERLE; MEANS, 1932). A partir da perspectiva proposta nestes trabalhos as autoridades norte-americanas passaram a se preocupar com o repasse de informações das empresas à sociedade, contribuindo, assim, com a proteção dos pequenos acionistas.

A discussão em questão foi ampliada em Saito e Silveira (2008, p. 79) quando estes afirmaram que, para o desenvolvimento da linha de pesquisa em GC, seria necessário a “criação de uma Teoria da Firma que deixasse de analisar as empresas como caixas-pretas e passasse a explicar como a alocação de capital entre os acionistas e os objetivos conflitantes de participantes individuais dentro das companhias levaria a determinadas situações de equilíbrio.”

Desta forma, a Teoria da Firma e, posteriormente, da Agência, surge para fazer com que os contratos possam reger a relação entre o principal – com poder de decisão representado por terceiros -, e o agente – representantes que se encarregam da tomada de decisão do negócio -, considerando que ambos busquem uma maximização pessoal perante o estabelecimento de acordos. A Teoria da Agência é apresentada de forma mais elucidativa a seguir.

## **2.2 Governança Corporativa**

A criação e o desenvolvimento da governança corporativa se dão em decorrência de lacunas observadas nas teorias da agência, da firma e dos contratos, dos questionamentos entre as partes envolvidas na relação entre o proprietário (acionista/principal) da empresa e seus gerentes, da pulverização da propriedade e, por fim, da complexidade de controle das ações dos gestores, isto é, o conflito de agência.

Ferreira e Botelho (2014, p. 143) afirmaram que “instituições precisam de regras claras no decorrer do tempo para apresentarem resultados, e tais regras podem ser conceituadas como governança, oferecendo diferentes caminhos rumo ao (sub) desenvolvimento”.

De acordo com o IBGC (2015, p. 20), governança corporativa: “É o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Na governança corporativa aplicam-se os mesmos princípios da Teoria da Agência, mas com novas abordagens e contingências. Considera-se, por exemplo, o incremento de mecanismos de controle e incentivos, delegados pelos proprietários, nas tomadas de decisões da empresa, e o propósito em se dirimir conflitos de interesse, além de, numa perspectiva mais ampla, a preocupação em se resguardar os interesses das outras partes envolvidas. Estes aspectos levam a uma Teoria da Agência contemporânea ou, em outras palavras, a uma concepção moderna da teoria da agência.

Com base na definição da OCDE (2016), a governança corporativa envolve um conjunto de relacionamentos relativos à gestão, aos acionistas, à marca e a outras partes interessadas, denotando uma estrutura organizacional voltada para o alcance dos objetivos definidos e o monitoramento da performance da empresa.

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2003, p. 402), a GC “representa a relação entre os investidores que é utilizada para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho de organizações”, isto é, uma relação entre as partes interessadas para orientar a firma e controlar o desempenho.

Na visão da OCDE (2016), a governança corporativa de uma entidade deve seguir os preceitos básicos de realidade global, não de forma estática, mas abrindo-se a adaptações de acordo com a realidade da instituição e seus pares (por exemplo: a não obrigatoriedade da empresa ser aberta ou listada em uma bolsa para exercer os princípios de GC).

Gonzalez (2012) conceituou a GC como todo processo de gestão e monitoramento das empresas que respeitam os princípios da responsabilidade corporativa – fiscal, social, trabalhista, comunitária, ambiental e societária – interagindo com o ambiente e as partes interessadas estratégicas (*stakeholders*), com propósito de sustentabilidade para ser longa.

Baseado nas citações anteriores, compreende-se que a GC disponibiliza um conjunto de mecanismos que objetiva aprimorar o processo de tomada de decisões na firma e proteger todas as partes envolvidas no ambiente da empresa absorvendo suas interferências, aumentando a transparência de seus processos e de sua postura frente ao mercado, ampliando o valor da empresa e contribuindo para perenidade.

Vieira e Mendes (2006) discorreram sobre os níveis de classificação das empresas, mencionando o caso da Bovespa e vinculando-o à utilização da prática de boa governança. Acerca do caso Bovespa e dos níveis de classificação das empresas, foi dito que:

desde 2000, a Bovespa, antecipando-se ao marco legal de 2001, já utilizava critérios que possibilitassem que as empresas fossem classificadas em níveis de acordo com padrões de governança, tendo sido estabelecidos o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado, que refletiam diferentes graus de governança para empresas que aderissem às normas de conduta estabelecidas. (VIEIRA; MENDES, 2006, p. 54).

A Brasil, Bolsa, Balcão (B3), firma de infraestrutura de mercado financeiro, com o intuito de desenvolver as boas práticas de governança corporativa e melhorar a transparência das empresas no mercado de capitais brasileiro, estabeleceu seis níveis de listagem, de acordo com as boas práticas de governança corporativa. São eles: Básico, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais Nível 2 e Bovespa Mais, onde o Básico não exige nenhum tipo de regra de governança corporativa e o Novo Mercado exige as regras contendo as melhores práticas de governança corporativa (DIAS, 2018).

A implantação da governança corporativa em uma organização permite uma maior transparência, e deve envolver a divulgação de relatórios financeiros e contábeis de qualidade e confiabilidade, além do cuidado com a proteção dos direitos dos investidores, possibilitando a redução da assimetria informacional no mercado de capitais e, conseqüentemente, reduzindo os conflitos de agência entre os acionistas controladores, gestores e investidores (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016).

Para IBGC (2015), as boas práticas de GC devem estar calcadas em quatro princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, levando-se em conta aspectos como a manutenção de desempenho elevado e a longevidade organizacional. Boas práticas de governança corporativa são as que “convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade” (ibid., p. 20).

Na visão de Shleifer e Vishny (1997) a GC é um conjunto de mecanismos que assegura aos investidores o retorno daquilo que foi investido. Portanto, a criação de mecanismos, princípios, regras e métodos de gestão e auditorias, de acordo com o problema de agência apresentado na organização, propiciam aos investidores e acionistas/proprietários as ações límpidas executadas durante a gestão. Entretanto, independentemente da definição específica utilizada, os pesquisadores consideram os mecanismos de governança corporativa como pertencendo a um de dois grupos: empresas e empresas externas às empresas.

Ampliando a discussão acerca da GC, Yablonsky et al. (2017) afirmaram que o objetivo da governança corporativa é implementar os meios de criação de valores que atrairão clientes ou as perspectivas mais indicadas à garantia dos recursos financeiros necessários para a sua sobrevivência e o seu melhor desenvolvimento. Estes valores se materializam em torno de projetos, produtos e serviços acessíveis que asseguram a sustentabilidade da empresa.

Para a existência de uma boa governança, é necessário que a empresa contemple cinco valores: *fairness*, *disclosure*, *accountability*, *compliance* e *effectiveness*. Estes podem



ser apresentados, respectivamente, como: (i) maior justiça, pois não permite discriminação dos minoritários; (ii) mais transparência, já que a empresa revela e disponibiliza informações para todos os interessados; (iii) prestação de contas, revelando maior responsabilidade por parte dos tomadores de decisões; (iv) conformidade, que significa o cumprimento das leis, normas, regulamentos e outras exigências; e (v) eficácia, pois serão adotados modelos e instrumentos de gestão que permitem que a empresa demonstre continuidade, capacidade de gerar lucros e criar riqueza (ASSAF NETO, 2012).

Uma questão atrelada à governança corporativa diz respeito ao surgimento de exigências às empresas, mais especificamente aquelas impostas pelo crescimento das organizações. Em relação a isso, Vieira e Mendes (2006) defenderam que, conforme as empresas vão crescendo e expandindo seus negócios, intensifica-se a necessidade de mais crédito vinculado a uma estrutura de capital que permita o aumento da escala produtiva. A partir disto, as empresas iniciam um processo de abertura do capital, o número de proprietários aumenta e a necessidade de uma administração profissional e delegada é eminente.

Segundo IBGC (2015), para melhorar o desempenho e facilitar o acesso ao capital, as organizações adotam boas práticas em GC com base nos princípios da transparência, da equidade, da responsabilidade corporativa e da prestação de contas (*accountability*). A transparência denota a iniciativa da empresa em disponibilizar, para as partes interessadas, informações além das obrigadas por lei, incluindo desde os desempenhos econômicos e financeiros até àqueles que norteiam a ação gerencial e preservam e otimizam o valor da organização. A equidade estabelece que o tratamento deve ser justo e igualitário entre os sócios e as partes interessadas.

A GC, por meio de suas boas práticas, se mostra útil como ferramenta de transparência e parâmetro de responsabilidade não somente na relação entre principal - agente, mas, também, para o restante das partes interessadas, uma vez que organizações isentas e sérias estejam envolvidas nos relatórios e auditorias realizadas.

Vieira e Mendes (2006), ao estudarem a governança no contexto da transparência, observaram que, ao se adotar este valor como constituinte do princípio da governança, um dos efeitos seria a redução do custo de capital. Isto porque, uma vez que os dados da empresa teriam maior credibilidade por parte dos credores, os acionistas estariam dispostos a investir acreditando que o grupo controlador ou gestor não poderia manipular as informações em proveito próprio.

Uma boa governança deve ser capaz de equilibrar as pressões de curto prazo de alguns atores, viabilizar uma administração em prol do objetivo organizacional, e assegurar uma distribuição equilibrada de recursos (YABLONSKY et al., 2017).

Um exemplo de adequação às exigências demandadas pelos princípios da governança corporativa aconteceu nos Estados Unidos, em julho de 2002, com a decretação do Sarbanes-Oxley Act (SOX), que procurou resgatar a credibilidade do mercado norte-americano abalado por escândalos de fraudes nos balanços da World.Com e da Enron. O ocorrido permitiu, novamente, constatar que a liberalidade contratual excessiva poderia acarretar problemas, e que a regulação e as boas práticas de governança são fundamentais para que os mercados possam maximizar sua eficiência (VIEIRA; MENDES, 2006).

No Brasil, como já mencionado, a criação da Lei n. 10.303, promulgada em outubro de 2001, procura propiciar a acionistas minoritários a redução de riscos e a maximização de sua participação no controle da empresa. A inspiração principal era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível ao pequeno investidor (VIEIRA; MENDES, 2006).

No que diz respeito à responsabilidade corporativa, o IBGC (2015, p. 21) ressaltou que “agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas”, respeitando todos os capitais envolvidos, como financeiro, manufaturado, intelectual, social e humano, dentre outros, em determinado período de tempo. A prestação de contas deve primar pela clareza, concisão, entendimento e pelas responsabilidades e consequências dos atos e omissões, definidas no âmbito de seus papéis.

Contudo, as críticas referentes à GC são positivas e otimistas para alguns, e negativas para outros. Shleifer e Vishny (1997) sustentaram que países como Estados Unidos (EUA) e Inglaterra possuem um bom e consolidado mecanismo de governança; porém, ressaltam que isto não implica que eles não possuam problemas ou que os mecanismos não devam ser melhorados.

Percebe-se, como pode ser visto em Vieira e Mendes (2006), que as empresas que adotam as práticas de boa governança conseguem resultados mais vantajosos, o que influencia na relação preço X lucro líquido:

Em relação ao lucro líquido decorre do fato de existir um prêmio implícito nas empresas oriundo das práticas de governança. Observa-se, ainda, que esse prêmio se encontra positivamente correlacionado com o grau de governança (VIEIRA; MENDES, 2006, p. 61).

Importante pontuar a observação de Holmstron e Tirole (1989) no contexto das conotações dos contratos. Os autores afirmaram que as estruturas de governança são importantes, devendo ser implantadas de acordo com a evolução dos contratos devido à variação do ambiente organizacional.

Há, contudo, quem veja a governança com reserva, como Jensen (1993), para quem a governança é um sistema falho, somente cooptando as organizações atuais para uma percepção de maior alavancagem. Os argumentos de Jensen são coerentes, tendo em vista que os mecanismos de governança, respaldados por instituições de créditos internacionais (creditadas e consolidadas) apresentavam as pontuações e dados positivos até o momento de evidências de manipulações identificadas em outras esferas (judiciais, denúncias ou concorrentes de empresas de consultorias).

Persais (2013) acrescentou que, somente incluindo na governança uma abordagem de parceria é possível assegurar um justo equilíbrio entre os interesses dos acionistas e das outras várias partes interessadas. Para tanto, é necessário considerar o alargamento da problemática da governança corporativa expandindo os limites da visão única de preservação dos interesses dos acionistas, num formato que aborde diversas demandas.

Portanto, esta seção destacou, para além dos marcos histórico a respeito da governança corporativa, os conceitos e definições prestados por alguns autores. Em suma, pode-se afirmar que a solidez conceitual e a fundamentação ética dos princípios de governança corporativa, quando somadas a impactos positivos, justificam-se em razão do fechamento de um círculo de alto interesse dos mercados, das corporações e das nações, haja vista seus benefícios e seu construtivismo no decorrer dos anos.

### ***2.2.1 As Teorias da Agência e da Representação***

O trabalho de Coase (1937) focalizou a geração de conhecimento relacionado a um melhor entendimento das firmas sob a abordagem dos custos de transação. Os novos paradigmas de crescimento das empresas criaram a necessidade da existência de agentes responsáveis pelo negócio da companhia, com a separação deste entre a gestão e a propriedade.

A partir deste trabalho, outros autores, entre eles Simon (1959), Jensen e Meckling (1976), Williamson (1985) e Tirole (1986), iniciaram o desenvolvimento desta perspectiva no âmbito da agência e dos custos de transação. As preocupações fundamentais eram monitorar e controlar as ações dos agentes de alto nível, reduzir os conflitos entre agentes e principais, e

centralizar estudos nos interesses dos acionistas (*shareholders*) e na maximização de suas riquezas.

Apesar da existência de estudos anteriores acerca da teoria da firma, foi a partir de um artigo escrito por Jensen e Meckling (1976) que se desenhou uma nova teoria microeconômica voltada para a análise da distribuição de poder nas empresas. Os economistas destacaram a atuação das firmas na convergência do cotidiano dos contratos e dos indivíduos, fazendo surgir, assim, as figuras do principal, do agente e a Teoria da Agência.

Saito e Silveira (2008) apresentaram, de forma resumida e esclarecedora, as três perspectivas ou vertentes principais estipuladas por Jensen e Meckling (1976), quais sejam: i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse com prognósticos testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) definição de firma como sendo uma mera ficção legal que interliga relacionamentos contratuais e indivíduos.

A partir destas vertentes, os autores ainda fizeram alusão à definição de “governança corporativa”, que teria passado a ser vista como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, visando à minimização dos custos decorrentes da própria agência.

De acordo com a ótica da “Teoria da Agência”, Eisenhardt (1989) e Jensen e Meckling (1976), ao debaterem sobre a relação de cooperação entre organizações, em que há objetivos e interesses distintos, explicitaram tal relação da seguinte forma: uma das partes é denominada “principal”, que delega trabalho à outra parte chamada de “agente”.

No entanto, a cooperação pode sofrer risco ao se deparar com dois problemas abordados pela Teoria da Agência: a) quando os interesses do principal são complexos ou relativamente caros para verificar o que o agente está fazendo, e b) quando há o compartilhamento do risco, mas o principal e o agente têm atitudes diferentes perante o risco.

A abordagem sobre a atuação do agente e do principal e das relações de autoridade entre eles ganhou destaque a partir de estudos sobre a Teoria da Agência, com maior evidência para os conflitos de interesse que tratassem da tentativa de maximização do benefício individual de uma das partes.

Jensen e Meckling (1976) apontaram que no centro da gestão da governança corporativa está o problema de agência, que se caracteriza pelo conflito de interesses entre investidores (o principal) e os gestores executivos (os agentes) quando estes trabalham em benefício próprio, em detrimento dos anseios dos acionistas.

Como fruto da relação entre acionistas e executivos (gestores), e na tentativa de limitar os conflitos de interesse e monitorar as atividades dos executivos, os acionistas incidem sobre os custos para alinhar os interesses dos executivos com os seus, que são chamados de custos de agência. Os custos de agência surgem em qualquer situação envolvendo esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas para monitoramento ou controle (JENSEN; MECKLING, 1976).

A Teoria da Agência, também conhecida como Teoria da Representação, atraiu importantes adeptos na academia, como Friedman, que na década de 1970 foi crítico ferrenho das teorias que não atendiam unicamente aos interesses dos acionistas/proprietários, como a teoria da responsabilidade social corporativa. Para Friedman (1970) “o gestor é o agente dos indivíduos que possuem a corporação”, sendo sua responsabilidade mais importante conduzir o negócio de acordo com a vontade dos donos (BOWER; PAINE, 2017).

Recorrendo-se a Coase (1937), precursor da Teoria da Firma, chega-se ao entendimento de que a produção é um processo coordenado pela firma, e o mercado não conduz este processo, como se imaginava, a partir da economia dos custos de transações. Observa-se que este mecanismo pode explicar o princípio e a manutenção da organização econômica representada pela firma: ele delimita características e ações internas da firma (tamanho, organização societária e atuação), isto é, a produção da firma é coordenada pelo empresário. Isto se opõe àquilo que é apregoado pelo paradigma neoclássico, o qual sustenta que a coordenação da produção só poderia se dar de forma eficiente em função dos preços operados no mercado.

Holmstron e Tirole (1989) e Brickley, Smith e Zimmerman (2004) apresentaram uma análise da “Teoria da Firma” e dos contratos incompletos; também tentaram identificar o tamanho, a abrangência e o crescimento da empresa e adentraram em questões que delimitam estes pontos ou a própria extensão da firma, tais como a forma de supervisão dos funcionários, suas causas e seus efeitos. No âmago destes trabalhos encontra-se o questionamento, portanto, de como a empresa desenvolve sua supervisão e delimita suas ações, incluindo análises de incentivos, cotas, e punições a seus agentes quanto ao desempenho no processo produtivo em se tratando do “contrato ótimo ou eficiente”.

Sendo assim, os contratos são estabelecidos para contemplar a fiscalização das ações dos executivos, o que caracteriza uma forma de tentar evitar os conflitos de agência ainda que ocasionando os conhecidos “custos de agência”. Segundo Silveira (2015), tanto os contratos explícitos quanto os implícitos, em geral, não podem ser cumpridos por completo, gerando os

chamados “direitos de controles residuais” que permitem tomadas de decisões não previstas em tais contratos.

Holmstrom e Tirole (1989) já haviam demonstrado a característica unilateral e conflitante da teoria da firma nos contratos. Fizeram referência aos contratos baseados na estrutura ótima do ponto de vista do empregador e de seus acordos com o trabalhador, e concentraram-se nos problemas existentes na relação agente-principal.

Em conjunto, Moore (1988) e Hart e Tirole (1988) desenvolveram trabalhos destacando os pontos não especificados nos contratos, identificando com isso que o tomador de decisão apresenta certa vantagem sobre os demais envolvidos na relação, como maior poder de barganha e capacidade de impactar os incentivos. Assim, ampliaram as discussões e contribuíram para a gênese da Teoria da Firma, provocando, posteriormente, a adesão de outros pesquisadores.

Alguns anos depois, Hart e Holmstrom (2008) responderam a dúvidas presentes nos estudos sobre agente-principal e, mais especificamente, nos contratos ou na “relação de agência”. Foram abordados os limites dos contratos e do domínio de informação considerando-se as partes envolvidas, no contexto em que uma delas domina e possui informações que a outra não detém. Moldava-se, desta forma, a base da relação agente-principal, cujo objetivo maior é o controle das práticas do agente.

O chamado modelo de representação pressupõe que os administradores são representantes eficientes das companhias e trabalham para alcançar elevados lucros e retornos aos acionistas. Sob esse enfoque, os dirigentes seriam motivados a atuar com responsabilidade e autonomia, reduzindo-se as atividades oportunistas.

Atualmente, em meio aos vários mecanismos existentes para amenizar os custos gerados pelo conflito de agência, a GC apresenta destaque quanto à utilidade de suas abordagens para empresas e entidades de controle (SAITO; SILVEIRA, 2008).

O sistema de governança corporativa contemporâneo (uma evolução da Teoria da Agência), que absorve contribuições dos trabalhos de Coase (1937), Simon (1959), Jensen e Meckling (1976), Williamson (1985), Hart e Tirole (1988) e Tirole (1986) derivadas dos conceitos de custos de transação, contratos, Teoria da Firma, dentre outros, tem sido aplicado nas organizações e estabelece preceitos de controle e fiscalização quanto ao retorno dos investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

No entanto, nas últimas décadas, o modelo de governança corporativa centrado na empresa, que busca maximizar a riqueza para os acionistas, vem sofrendo fortes críticas de analistas e acadêmicos. Com isso, teorias e técnicas com visões diferenciadas na geração de

valor organizacional vêm sendo incorporadas aos atuais sistemas de governança, dentre as quais podem ser mencionadas as teorias dos *stakeholders* ou *partenariale*, da entidade, e da responsabilidade social e ambiental, juntamente com técnicas de gestão que incluem o conselho de administração e a digitalização de processos.

### **2.3 Mecanismos de governança corporativa: dimensões consolidadas**

As dimensões organizacionais podem ser condutoras de potente sinergia na empresa, mas somente quando ocorre um relacionamento comum e uma influência mútua entre todos os elementos (YIP, 2003).

As dimensões estruturais e de processos sofreram constantes mudanças em seus procedimentos, métodos de controle e de saídas. Conforme De Sordi (2008) as empresas reformularam suas estruturas organizacionais com o foco nas demandas do mercado, e não mais centradas nas suas atividades agrupadas. Isto se deu na busca de otimizar os processos organizacionais.

A estrutura e os processos devem ser desenvolvidos de forma participativa; os setores de uma empresa não são estáticos, ou seja, necessitam estar abertos a mudanças e ajustes objetivando maior integração e sinergia. A gestão das empresas e a tomada de decisão nestes processos evidenciam a dinâmica e o modo de tratamento do todo organizacional, de enorme complexidade (DRUCKER, 1995).

O conhecimento da dinâmica e da importância dada a cada uma das dimensões, assim como a definição destas na organização pode determinar tanto o potencial quanto a capacidade de adaptação e mudança da empresa, considerando a manutenção da sustentabilidade de suas operações. Este trabalho pretendeu explorar as dimensões de abrangência da governança visando ao entendimento da sinergia e da influência das dimensões na longevidade organizacional.

A governança corporativa é constituída por um conjunto de mecanismos que visam a monitorar a gestão e o desempenho das organizações. Quanto a este aspecto, é relevante mencionar Yablonsky et al. (2017) pelo fato desses autores terem inferido que os mecanismos de governança podem ser tanto internos quanto externos, permitindo uma relação mais harmônica entre gestores e acionistas.

Os autores acima sugeriram a implementação das boas práticas de governança por intermédio de quatro fases: o desenvolvimento da visão da empresa e da estratégia utilizada para alcançá-la; a transformação de objetivos estratégicos em objetivos operacionais; a

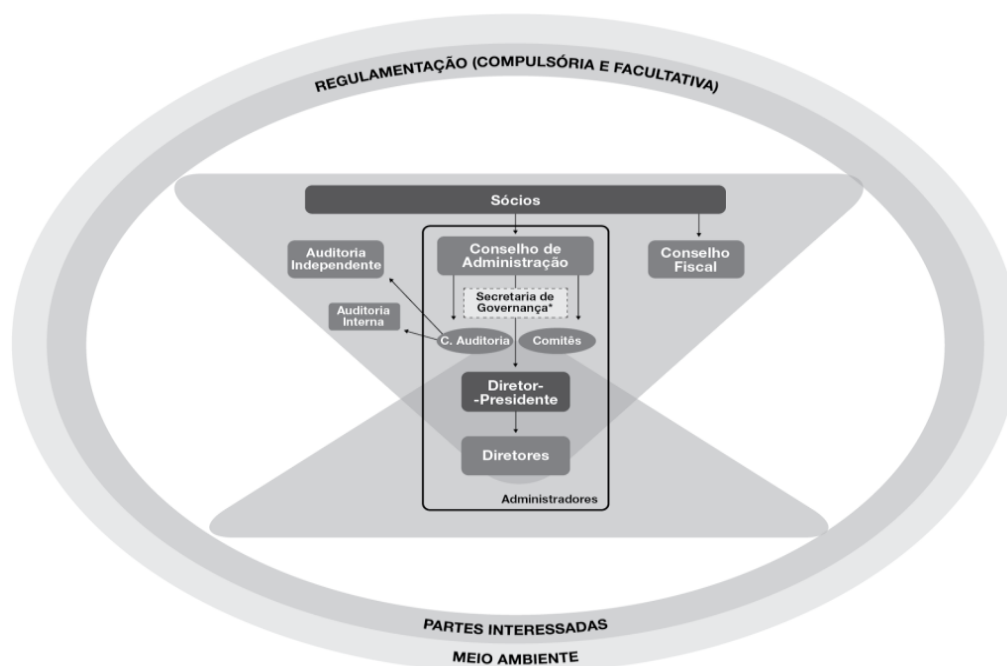
avaliação do desempenho operacional da empresa em termos de qualidade, custo, tempo e flexibilidade; e o desenvolvimento de processos operacionais e a mobilização de recursos.

Estas fases permitem mobilizar os recursos da empresa otimizando as atividades de um processo por meio de operações de redesenho e do esclarecimento das funções e/ou duplicação de atividades (YABLONSKY et al., 2017).

Tendo as empresas características complexas, seu funcionamento eficiente demanda uma gestão correspondente. Gestores bem preparados e motivados, centrados na firma, aumentam a probabilidade de resultados positivos serem alcançados. Uma governança corporativa centrada na empresa permite melhoria em aspectos como: conselho dedicado à estratégia, mais atenção nas incertezas políticas e ambientais, maior foco em investimentos e inovação, preocupação para além da *compliance* jurídica, e abordagem estratégica para alocação dos recursos – não somente financeira.

A Figura 2 mostra o esquema do sistema de governança corporativa definido pelo IBGC, que destaca os princípios da governança corporativa e seus setores.

**Figura 2** -Estrutura do sistema de governança corporativa.



Fonte: IBGC, (2015,p. 19)

Gillan (2006) realizou uma revisão bibliográfica sobre governança corporativa dividindo os mecanismos de governança em internos e externos. Os mecanismos internos foram subdivididos em Conselho de Administração, Estrutura de Capital, Incentivo aos Administradores, Proteção aos Acionistas e Transparência de Informações. Os mecanismos externos referem-se aos mercados de aquisição hostil e competitivos: Mercados 1 (inclui



mercados de capitais, mercado para controle corporativo e mercados de trabalho); Mercados 2, (ênfase em provedores de informações sobre o mercado de capitais, como os fornecidos por analistas de crédito, patrimônio e governança); Mercados 3 (com foco em serviços contábeis, financeiros e jurídicos de partes externas à empresa, como auditoria, seguro de responsabilidade civil de conselheiros e diretores, e consultoria de banco de investimento); Lei e Regulamentação (especificamente lei federal, organizações autorreguladoras e leis estaduais); e, por fim, Fontes Privadas de Supervisão Externa (particularmente os meios de comunicação e processos externos, e elaboração e divulgação de relatórios financeiros periódicos). Estas dimensões são utilizadas neste trabalho como as “dimensões consolidadas”, também utilizadas em trabalho como o de Correia (2008).

A Teoria das Competências Dinâmicas incorpora o dinamismo do ambiente ao determinar os aspectos da vantagem competitiva e a forma como as empresas gerenciam esse dinamismo ao longo do tempo. Um dos preceitos da teoria prevê que a firma tenha habilidade de atualizar estratégias de forma rápida e inovadora. Portanto, essas características requerem que a governança corporativa mantenha uma relação direta com a teoria, que deve ser expressada na forma de respostas rápidas e estratégicas no sentido da formação de diretrizes para o restante da empresa realizar seu papel.

No ensejo dessa teoria, Neely (2002) foi um dos autores que adotou uma visão eclética dos mecanismos de governança, reconhecendo que eles são internos e externos. Os mecanismos internos compreendem a análise de recursos e competências; os externos estão associados ao posicionamento da organização em relação à concorrência e aos clientes.

No arcabouço literário muitas são as dimensões organizacionais com seus respectivos processos e estruturas. É conveniente ressaltar, porém, que as medidas de maturidade compreendem a governança corporativa dessas entidades com foco nas mudanças ambientais, no que diz respeito ao desempenho financeiro, estratégico, social e ambiental. Por isso, alguns debates subjetivos e “não tradicionais” complementam esta seção no intuito de transpor a veracidade de informações sobre os mecanismos de governança.

### ***2.3.1 Conselho de administração e controle interno***

Os Conselhos de Administração se configuram como um dos principais e difundidos mecanismos de governança corporativa. Representam um instrumento importante para as empresas no que diz respeito à resolução ou minimização de possíveis problemas entre administradores e acionistas e, de certa forma, dão voz às demais partes interessadas.

Para Andrade e Rossetti (2014) e Gonzalez (2012), o Conselho de Administração é utilizado como estratégia corporativa, permitindo que o desempenho, a fiscalização e a administração dos potenciais conflitos de interesses garantam a integridade do sistema contábil financeiro.

De acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2003, p. 416), “o Conselho de Administração é um grupo de pessoas eleitas com responsabilidade de agir no interesse dos proprietários monitorando e controlando o executivo de alto nível da corporação”. Portanto, um Conselho de Administração bem estruturado, organizado e eficiente exerce o papel de proteger os proprietários da organização das ações oportunistas do corpo administrativo.

Para IBGC (2015, p. 39) o “conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização”.

As funções do conselho de administração, segundo Peixoto (2012), são amplas e consistem no acompanhamento da gestão de forma imparcial, contribuindo ativamente no desenvolvimento de estratégias, gestão de riscos e planejamento sucessório, funções determinantes da integridade no processo de elaboração de relatórios financeiros e outros aspectos pertinentes ao conselho.

Almeida, Klotzle e Pinto (2013) afirmaram que o Conselho de Administração é o principal mecanismo interno da governança corporativa, tendo em vista sua participação fundamental no que diz respeito à minimização dos custos da agência.

Para Jensen (1993), existem duas características do Conselho de Administração que devem ser consideradas: o tamanho e a independência. O autor aludiu a aspectos relacionados à inadequação da estrutura do conselho e, também, a suas especificidades, já que este pode ser tendencioso ao atender objetivos dos dirigentes ou ao ignorar interesses dos acionistas.

Atuando nessa vertente, Almeida (2012) e Almeida, Klotzle e Pinto (2013) demonstraram que o número de membros no conselho de administração não deve ser superior a 11, como sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa- IBGC (2015). Os autores acreditam que um conselho composto por menos de 11 membros confere maior eficiência ao desempenho e à valorização da empresa.

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2003) os membros da diretoria do Conselho de Administração são classificados em três grupos. São eles: *Insiders*, formados por integrantes de alto escalão, ainda ativos, que compõem o quadro diretor por possuírem informações atualizadas da organização; *Outsiders* relacionados, ou seja, membros que possuem alguma

relação com a firma, contratual ou não, mas não estão envolvidas com atividades diárias; *Outsiders* são os integrantes externos à organização que promovem consultoria independente e podem participar de postos administrativos de alto nível em outra empresa, ainda que tenham participado da diretoria anteriormente.

Algumas características dos conselhos vêm-se alterando recentemente, tais como: o aumento na diversidade dos membros, com diretores provenientes da administração pública e do meio acadêmico, de diferentes nacionalidades; fortalecimento dos sistemas internos de controle administrativo e contábil; estabelecimento de regras de mercado ressaltando as boas práticas de governança e a importância das ações do Conselho de Administração; e amplitude de atendimento às necessidades das partes interessadas e impactadas.

Na abordagem de finanças corporativas, o conselho é o principal instrumento empregado para incitar o CEO a maximizar o retorno dos acionistas. Na abordagem das partes interessadas, o papel do conselho é ainda mais importante, pois não só controlará que as principais decisões do CEO sejam compatíveis com os interesses dos acionistas, mas, também, que todas as outras partes interessadas estejam satisfeitas para conduzir a empresa adiante (PIGÉ, 2002).

Ao debater o assunto em questão, Bernardino (2014) afirmou que a independência dos conselheiros deve ser produto de uma visão crítica e holística da atuação dos demais membros. O autor destacou que a independência pouco eficaz pode gerar resultados insatisfatórios, comprometendo a função do conselho.

### ***2.3.2 Estrutura de propriedade e controle (mercado de controle corporativo)***

Berle e Means (1932) foram considerados fundamentais no campo da governança corporativa, especialmente ao tratar a estrutura de propriedade e as tomadas de decisões na alta gestão das empresas. Levantaram, ainda, aspectos relativos aos benefícios e custos a partir da separação entre propriedade e controle. Na visão dos autores, o crescimento das empresas e uma estrutura de propriedade difusa poderiam proporcionar maior controle nas organizações por parte do conselho administrativo.

Saito e Silveira (2008, p. 79) destacaram que os autores supracitados “foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle”, e identificaram que a “pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas”.

Na concepção de Hitt, Ireland e Hoskisson (2003, p. 425) “o mercado de controle corporativo é um mecanismo externo de governança que se torna ativo quando os controles internos de uma firma fracassam”. É composto de indivíduos e empresas que compram partes de propriedade (ou assumem o controle – *takeover*) em organizações, em geral, subvalorizadas, para assim formar novas divisões de uma empresa bem estabelecida ou uma fusão de empresas separadas ou concorrentes.

Silveira (2015) evidenciou que a estrutura de propriedade é mais um fenômeno que predomina nos estudos do modelo anglo-saxão, que é maior a concentração acionária, e que esta questão não é pujante ou prioritária em países que adotam a estrutura de propriedade com uma concentração acionária gerenciada por um acionista controlador.

Os custos de agência e monitoramento podem ser maiores nas empresas grandes, aumentando a necessidade de concentração da estrutura de propriedade. Por outro lado, essas empresas podem lançar mão de economias de escala de monitoramento da alta gestão utilizando, por exemplo, agências de *rating*, o que levaria a menor nível ótimo de concentração da propriedade conforme afirmaram Silveira, Barros e Famá (2008).

A presença de grandes acionistas possibilita contornar os problemas da agência, uma vez que as partes interessadas buscam maior efetividade nas práticas de monitoramento. Em contrapartida, a presença de acionistas majoritários pode levar à expropriação dos demais acionistas, deferindo situações nas quais os indivíduos realizam gastos desnecessários para o custo da agência (PAIVA, 2018).

Vale ressaltar uma importante característica do formato de propriedade difusa: propriedade nas mãos de um grande número de acionistas com número pequeno de ações, e poucos acionistas com grandes lotes de ações. Na propriedade difusa, tanto o monitoramento das atividades gerenciais quanto a coordenação eficiente das ações dos proprietários ficam comprometidas.

Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) descreveram a estrutura de controle das empresas brasileiras, onde os acionistas controladores brasileiros investem muito além do requisito mínimo necessário para obtenção do controle integral da empresa e os três maiores acionistas controlam a empresa, demonstrando o alto grau de concentração do controle.

Há que se mencionar, com base em observações de Pinto e Leal (2013), que o elevado grau de concentração de propriedade no Brasil está associado à baixa dispersão das ações. Apesar da queda observada nos últimos anos, uma maior redução do grau de concentração de propriedade, segundo os autores, poderia aumentar a liquidez das ações

representando um aumento no volume de negócios, além de permitir a redução de perdas decorrentes de comportamentos abusivos por parte dos acionistas majoritários controladores.

Silveira, Barros e Famá (2008) afirmaram que, nas empresas com elevada proporção de ativos intangíveis, a alta concentração da propriedade pode funcionar como compensação pela maior dificuldade de monitoramento dos gestores. Constataram que, no Brasil do início da década de 2000, ainda era possível verificar-se, por um lado, a pouca presença de bancos ou outras instituições financeiras (apenas 0,64% da amostra) no controle das empresas e, por outro lado, uma proporção significativa de controladores estrangeiros (23,3% da amostra).

Níveis elevados de concentração de propriedade aumentam a probabilidade de que as decisões estratégicas dos gerentes converjam para a maximização do valor para os acionistas (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2003). No entanto Shleifer e Vishny (1997) já alertavam que a alta concentração de ações, com direito a voto, em um único acionista poderia gerar consequências do exercício de poder excessivo, resultando em expropriação dos minoritários e das demais partes interessadas por parte do controlador.

Jensen e Meckling (1976) mencionaram outro problema de agência que ocorre entre credores e acionistas, denominado “incentivo ao esvaziamento da propriedade”. Este problema ocorre quando, na possibilidade de falência da empresa, os acionistas retiram maciçamente o seu capital via pagamento de dividendos extraordinários ou outros meios, deixando poucos recursos para pagar os credores (SAITO; SILVEIRA, 2008).

As turbulências do sistema financeiro global demonstram que a sustentabilidade dos atores do mercado, no longo prazo, nem sempre é garantida. Neste contexto, as empresas estabelecem sistemas de controle interno para mitigar os problemas de agência, em geral implementados pela gestão de governança (YABLONSKY et al., 2017).

Tendo como referência, no presente trabalho, as medidas desenvolvidas por Yablonsky et al. (2017) e, conseqüentemente, o sistema de contabilidade legal francês, é importante abrir espaço para as fortes críticas destes autores ao sistema em questão:

[...] sendo a França um dos poucos países que impuseram um plano de contabilidade que é obrigatório. Este plano de contas é baseado na natureza das acusações e não no seu destino. Esta abordagem certamente favorece estatísticas nacionais, mas é um freio para as empresas, que, se seu tamanho permite, deve fazer uma dupla imputação na contabilidade analítica (YABLONSKY et al., 2017, p. 41).

A estrutura de propriedade é um instrumento de controle eficaz, na medida em que possibilita o alinhamento dos interesses de dirigentes e proprietários. Na lógica da Teoria da Agência, certa concentração do capital está na natureza dos acionistas, isto é, a composição acionária juntamente com a participação de dirigentes constituem mecanismos de governança capazes de produzir tal convergência de interesses.

Portanto, a estrutura de propriedade das empresas pode ser pulverizada ou concentrada, o que irá determinar a predominância da estrutura que, em geral, está diretamente atrelada à forma de como a governança corporativa será desenvolvida neste contexto.

### **2.3.3 Incentivo aos administradores**

O incentivo ou a remuneração dos executivos é identificado como o mecanismo de governança corporativa mais explícito e que gera grande visibilidade e interesse, haja vista seu envolvimento com a remuneração de executivos de alto escalão e a característica de ser um forte dispositivo interno de regulação dos agentes pelos proprietários.

O incentivo aos administradores ou compensação dos executivos destaca-se como mecanismo de alinhamento de interesses de gestores e proprietários. As variadas formas de alinhamento estão ligadas à participação acionária na empresa, opções de compras de ações, remuneração direta em dinheiro, comissões e o bastante utilizado prêmio ou bonificação pelo resultado (CORREIA, 2008).

Hitt, Ireland e Hoskisson (2003) ressaltaram que as empresas têm utilizado, como estratégia, a remuneração de seus executivos com planos de incentivos no longo prazo, auxiliando as empresas a evitarem ou reduzirem os problemas de agência com a perspectiva de que os incentivos agirão na direção do melhor interesse dos acionistas. Outra forma encontrada pelas empresas para reduzir os conflitos de interesse é remunerar ou incentivar os executivos com ações ou opções de compras de ações da própria empresa.

No manual de governança corporativa elaborado pelo IBGC (2015), há um destaque sobre o Brasil e demais países quanto à remuneração dos administradores, onde os debates referentes ao objeto geram atenção de todos os agentes de governança e demais *stakeholders*. Isto é reflexo de um cenário em que as empresas possuem responsabilidade sobre a melhoria do ambiente de negócios e, conseqüentemente, impactam a sociedade e o meio ambiente.

Jensen e Meckling (1976), em suas contribuições sobre a Teoria da Agência, já afirmavam que a remuneração executiva é um elemento chave do sistema de incentivos e do alinhamento dos interesses de acionista e gestor. Silveira (2015) corroborou a com a opinião de Jensen e Meckling (1976) de que a remuneração executiva é um custo de agência necessário, que visa a mitigar problemas de agência. É vinculado, em geral, ao desempenho dos executivos e à movimentação das ações da empresa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015) estabeleceu as principais práticas da remuneração de diretores:

a) deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazo objetivando claramente a geração de valor econômico para a empresa, devendo ser justa e compatível com as funções e riscos inerentes ao cargo; b) devem ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração aos diretores, incluindo eventuais benefícios e incentivos de longo prazo pagos em ações ou nelas referenciados; c) Na criação da política de remuneração, o conselho de administração, por meio do comitê de remuneração ou de pessoas; d) não deve estimular ações que induzam os diretores a adotar medidas de curto prazo sem sustentação ou que, ainda, prejudiquem a organização no longo prazo. Deve-se evitar o caráter imediatista das metas relacionadas à remuneração variável; e) A estrutura de incentivos deve incluir um sistema de freios e contrapesos, que indique os limites de atuação dos envolvidos e evite que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação sobre sua própria remuneração. f) O conselho deve submeter sua proposta dos valores e da política de remuneração da diretoria à aprovação da assembleia geral. g) A remuneração anual dos administradores deve ser divulgada individualmente. Caso não o seja, deve ser divulgada agregada por órgão social ou comitê (ex.: conselho de administração, diretoria, conselho fiscal e comitês de assessoramento), com indicação da remuneração máxima, mínima e da média recebida pelos membros do órgão social. Ambas as formas de divulgação devem destacar, separadamente, a remuneração recebida por administradores que sejam sócios controladores ou por pessoas a eles vinculadas. h) A divulgação da remuneração deve discriminar, também, todo tipo de remuneração, fixa ou variável e benefícios. Mantendo reserva sobre os pontos sensíveis para a concorrência, devem ser divulgadas e explicadas as políticas de remuneração e de benefícios dos (IBGC, 2015 p. 75-77)

Diante disso, percebe-se que a abordagem sobre a remuneração executiva tem ganhado espaço na publicidade, principalmente com relação a escândalos de empresas que revelam suas fragilidades e falhas no sistema de remuneração executiva, como no caso da Nissan em 2019.

Krauter (2013) investigou em 82 empresas não financeiras brasileiras a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro. Os resultados da análise demonstraram a existência de relação significativa entre remuneração financeira e não financeira dos executivos e o desempenho financeiro.

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2003), a remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa é complicado. Dentre as diversas razões, uma está em que as decisões estratégicas dos gerentes são complexas, e a supervisão direta é imprópria para julgar a qualidade das decisões; aliado a isso, a vinculação da remuneração a resultados mensuráveis, como o desempenho financeiro das empresas, também não se mostra apropriada.

Para os autores acima uma determinada decisão pode, ainda, afetar os resultados ao longo de um extenso período, dificultando a avaliação tanto dos efeitos das decisões vigentes acerca do desempenho da empresa quanto das interferências do ambiente externo. Tal situação pode afetar sobremaneira as tomadas de decisões dos executivos em favor dos interesses dos acionistas, e não da empresa. Por este motivo, estes mesmos autores são

críticos ao afirmarem que os planos de remuneração, isoladamente, são imperfeitos para controlar e monitorar os gerentes, foco da governança corporativa.

### **2.3.4 Proteção aos acionistas minoritários**

Constituído para funcionar como um mecanismo externo de governança corporativa, a proteção dos acionistas utiliza-se do ambiente legal para a imposição de limites nas atividades dos agentes, exercendo controle sobre o comportamento destes e reduzindo os conflitos de agência, isto é, controlando a maximização dos interesses próprios em detrimento dos interesses dos investidores (CORREIA, 2008).

A proteção dos acionistas minoritários pauta-se no advento da Lei nº 10.303/2001, que objetivou alterar artigos da Lei nº 6.404/1976 de forma a tornar real tal proteção. O *enforcement* – garantia da aplicação das regras legais – pode ser aplicado compulsoriamente à medida que ocorram abusos envolvendo os minoritários.

Para a OCDE (2016, p. 28):

[...] os acionistas minoritários devem ser protegidos contra ações abusivas por, ou no interesse de acionistas controladores que atuem direta ou indiretamente, e devem dispor de meios de compensação eficazes. Devem ser proibidas as transações em benefício próprio. Tal abuso pode ser materializado de várias formas, incluindo a extração de benefícios privados diretos, através de salários altos e bônus para os familiares e associados empregados, transações impróprias com partes relacionadas, parcialidade sistemática nas decisões empresariais de negócios e mudanças na estrutura de capital mediante a emissão especial de ações em favor do acionista controlador.

O abuso de acionistas minoritários é mais pronunciado nos países onde o quadro legal e regulamentar apresenta fragilidades a este respeito, e significativo onde o sistema legal permite e o mercado aceita. O inverso, ou seja, sistema jurídico nacional fortalecido em prol da proteção do minoritário acarreta em melhoria da credibilidade no mercado (ibid., 2016).

La Porta et al. (2002) constataram, em pesquisa empírica, as prerrogativas determinadas pela OCDE, em que as companhias com acionistas controladores são mais valorizadas em países nos quais a legislação infunde maior credibilidade, ou seja, onde há proteção aos acionistas.

A OCDE (2016) estipulou, em seus princípios de governança corporativa, alguns mecanismos para proteção aos minoritários, quais sejam: i) divulgação de informação; ii) direitos de preferência na subscrição de ações; iii) maiorias qualificadas para determinadas deliberações dos acionistas, e iv) a possibilidade de utilização do voto cumulativo na eleição de membros do conselho de administração. Ressalta, ainda, que é um dever de lealdade



claramente articulado dos membros do conselho de administração para com a sociedade e para com todos os acionistas a proteção aos minoritários.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Um dos intuitos era o de aumentar a proteção dos direitos dos minoritários, da seguinte forma: Níveis 1 e 2 de Governança e o Novo Mercado (NM), nos quais as empresas somente podem ter, em seu capital social, ações com direito a voto.

No código de melhores práticas de governança corporativa, publicado pelo IBGC e seguido como regulação ou modelo por organizações do Brasil, não se percebe clareza ou atenção aos acionistas minoritários, como observado nos demais mecanismos.

Normas legais que garantem os direitos aos acionistas podem ser aquelas que permitem direitos de voto, de recebimento de dividendos, de transparência nas ações dos gestores, formas de representação dos acionistas no conselho, e proteção aos minoritários da expropriação pelos majoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2014).

As empresas não precisam limitar-se às disposições dos códigos legais de proteção dos investidores de seus países. Podem ir além das estratégias de flexibilização dos estatutos corporativos, melhorando os direitos de proteção dos seus acionistas, com mecanismos que, de fato, auxiliem questões de expropriação entre gestores e acionistas controladores (KLAPPER; LOVE, 2004).

### ***2.3.5 Transparência das informações***

Esta dimensão diz respeito à qualidade das informações financeiras publicadas pela empresa, e constitui requisito essencial de governança; permite reduzir a assimetria de informações entre os atores internos e os investidores externos, diminuindo, assim, os conflitos de interesse. Um nível elevado de transparência das informações da organização é contributo positivo para a reputação da própria organização e de seus administradores, e uma boa reputação pode mitigar os custos de transação por meio da redução do custo de capital atribuído à ampliação da confiança nas atuações da empresa.

A transparência na divulgação de informação também ajuda a melhorar a compreensão por parte do público da estrutura e das atividades das sociedades, das políticas e do desempenho empresarial no que diz respeito às normas ambientais e éticas, além das relações das empresas com as comunidades em que atuam (OCDE, 2016).

Para o IBGC (2015) a transparência consiste no desejo de disponibilizar, para as partes interessadas, as informações que sejam de seu interesse, e não apenas aquelas impostas

por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, devendo contemplar, também, os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.

Na maioria dos países uma grande quantidade de informação, tanto obrigatória como voluntária, é compilada sobre sociedades cotadas e outras não cotadas de grande dimensão. É tipicamente necessário que esta divulgação pública de informação ocorra, no mínimo, numa base anual, embora alguns países exijam a divulgação periódica numa base semestral ou trimestral (OCDE, 2016).

Wong (2009) afirmou que as empresas que adotam uma ampla transparência nas informações almejam, por exemplo, fornecer informações suficientes e oportunas sobre seu desempenho, suas perspectivas e os riscos; melhorar a possibilidade de comparação de resultados entre diferentes empresas; equilibrar o acesso à informação entre os públicos interno e externo à organização; também almejam, sobremaneira, gerenciar conflitos de agência entre os proprietários, a gestão e demais partes interessadas.

Para Correia (2008), os investidores necessitam da qualidade das informações publicadas para uma melhor análise da real situação da empresa e, conseqüentemente, da tomada de decisão e das escolhas de investimentos. Por sua vez, a ausência de transparência nas informações impõe maior risco aos acionistas externos, ocasionando maior esforço, acarretando desinteresse pela empresa e estimulando a escolha de uma que aplique maior transparência.

A afirmação da OCDE (2016, p. 42) de que “a fraca divulgação de informação e práticas não transparentes podem contribuir para o comportamento antiético e para uma perda da integridade do mercado com avultados custos”, de fato, pode ser um contributo de destaque para as conjecturas e dissipação de informações pejorativas a respeito das atividades das empresas instaladas na ZFM quanto ao seu real benefício às partes interessadas, lucros e distribuição de riquezas.

Em uma pesquisa para identificar as mudanças dos mecanismos da governança corporativa, desempenho, valor e risco em momentos de crise, Peixoto (2012) baseou-se em dados agregados a um índice de qualidade da governança, usando o método de análise de componentes principais e o modelo de regressão com dados em painel para investigar a relação entre o índice de qualidade da governança e os aspectos de desempenho/valor/risco no contexto brasileiro. Resultou que a transparência é o segundo mecanismo de governança corporativa mais importante no período de crise, com o índice de 24%. No entanto, no

período de não crise, as organizações demonstraram não dar maior relevância ao mecanismo, passando o índice para 16,54%.

Este mecanismo de governança corporativa presume clareza na apresentação aos públicos interessados da qualidade dos produtos contábeis gerados pela firma. Isto implica em maior transparência e assimetria mais reduzida das informações publicadas e, por conseguinte, custos de agência menores, tendo em vista a disponibilidade para investidores e controladores.

No mercado observa-se que a transparência das informações é um forte aliado da garantia de financiamento de acionistas e credores, além do que melhora os mecanismos de governança no nível amplo. Neste sentido, é fundamental para o aperfeiçoamento da gestão da estrutura de capital, contribuindo para a redução das incertezas e, conseqüentemente, dos custos de financiamentos.

Portanto, a transparência diz respeito à disponibilização de acesso aos acionistas externos a informações e dados importantes sobre o cotidiano da organização, incluindo atitudes, investimentos, e quaisquer movimentos que possam vir a influenciar a empresa no futuro. A redução dos índices de manipulação dos lucros, a possibilidade de que os acionistas exerçam seus direitos e, ainda, a oportunidade de a organização poder ser classificada no mecanismo de proteção aos investidores são outros proveitos que advêm da adoção da prática transparente de divulgação de dados e informações.

## **2.4 Mecanismos de governança corporativa em uma perspectiva ampliada**

A discussão a respeito do modelo de governança corporativa sob uma perspectiva ampla leva em consideração a reflexão dos pesquisadores Gillan e Starks (1998), os quais definiram governança corporativa como o sistema de leis, regras e fatores que controlam operações em uma empresa. Os autores ainda incorporam elementos à estrutura de governança corporativa em si, diferentemente da percepção de muitos outros estudiosos. Gillan (2006) concebeu o referido modelo como a estrutura basilar de um conjunto maior de setores que sofrem a influência da governança. Essa discussão, portanto, é considerada fundamental para o satisfatório entendimento do princípio da governança corporativa.

Ainda tendo Gillan (2006) como fonte para reflexão, admite-se que a governança corporativa pode ser influenciada por dois tipos de estruturas - Interna e Externa -, ambas com suas respectivas especificidades. Esses dois tipos de estrutura da governança apresentam subtipos que precisam ser analisados, propiciando uma maior clareza da estrutura de governança assim concebida.

Esta etapa do trabalho também foi embasada nos preceitos de Yablonsky et al. (2017) e Charreaux e Debrières (1998), que enfatizaram a necessidade de uma governança que atendesse às necessidades de todas as partes interessadas, abordando as dimensões ou mecanismos de governança corporativa de forma menos engessada e indo além das prerrogativas pautadas nos *shareholders*.

Outro propulsor para a mensuração das dimensões aqui propostas foi a criação do *International Integrated Reporting Council (IIRC)* (Conselho Internacional de Relato Integrado), conselho mundial envolvendo investidores, empresas, reguladores, contadores e ONGs, promotor da discussão sobre criação de valor. A entidade incentiva que empresas emitam as informações contábeis, financeiras, de governança corporativa e socioambientais de forma integrada, de acordo com seis itens: financeiro, humano, intelectual, manufatureiro, natural, social e relacionamento. O advento do relato Integrado surgiu como uma evolução dos tradicionais relatórios anuais, com melhorias da comunicação com os *stakeholders* ao disponibilizar, de forma transparente, informações sobre estratégia, governança, desempenho e ambições das empresas no contexto de suas relações, permitindo a geração de valor aos interessados.

Os princípios descritos pela OCDE são de natureza evolutiva e foram analisados à luz das mudanças significativas em distintas circunstâncias. Visam a fornecer uma referência sólida, mas flexível, para os decisores políticos e participantes do mercado para que estes desenvolvam as suas próprias estruturas de governo das sociedades (OCDE, 2016).

Neste contexto, leva-se em consideração um dos principais pontos de discussão da governança corporativa: o desenvolvimento de mecanismos que assegurem que as decisões sejam tomadas em prol do atendimento dos interesses dos investidores e, em última instância, de todas as partes interessadas, aumentando as certezas dos retornos de investimentos realizados por fornecedores de recursos.

Para Andrade e Rossetti (2014) o modelo de governança corporativa dominante no Brasil é o *shareholder oriented*, com forte concentração de capital e sustentado pelo poder de forças externas. No entanto, apesar das empresas já emitirem relatórios com viés social e ambiental, o modelo abrangente não coopta os modelos de múltiplos interesses com orientação para as partes interessadas. Os autores destacaram que a governança corporativa não deve ser estritamente padronizada em todos os países, isto é, deve ser adaptada às variáveis envolvidas em determinadas regiões, tendo em vista questões legais, financeiras, estratégicas, macroeconômicas e culturais particulares.

Gillan, Hartzell e Starks (2003) centralizaram reflexões na relação entre as características da indústria e algumas características do conselho, como tamanho, independência, e estrutura, e também focalizaram as medidas *antitakeover*. Além disso, os autores evidenciaram que fatores da indústria, tamanho da empresa e risco da empresa estão associados a estruturas de governança, destacando que as empresas maiores e mais arriscadas tendem a ser melhor governadas.

Para Yablonsky et al. (2017, p. 21) “é essencial hoje estar preocupado com a governança corporativa para integrá-la na cultura da corporação, para que se torne um mecanismo virtuoso para garantir a sustentabilidade da empresa”. Isso é possível por meio de um processo de tomada de decisão que promova a responsabilidade gerencial, com base no desenvolvimento a médio e longo prazos da empresa, ao decorrer do qual o gerente, mandatado por seus acionistas, tem o dever de gerenciar não só o negócio dos acionistas, mas, também, as transações da empresa na dimensão de criação de valor sustentável (longo prazo).

Pode ser que o destaque dado à visão de que a empresa voltada para o desenvolvimento do acionista beneficia o restante das partes interessadas esteja caminhando no sentido inverso, ou seja, o desenvolvimento das partes interessadas beneficia o acionista, coadunando com a declaração da *Business Roundtable* lançada em setembro de 2019. Este documento foi assinado por 181 CEOs de corporações norte-americanas atestando o compromisso destas corporações com a geração de valor ou benefício para todos os *stakeholders*: clientes, funcionários, fornecedores, comunidades e acionistas. Desde 1978, a *Business Roundtable* publica, periodicamente, Princípios de Governança Corporativa. Cada versão do documento, emitido desde 1997, foi endossada pelos diretores para ser compartilhada com os acionistas. A nova declaração substitui as declarações anteriores e descreve um padrão moderno de responsabilidade corporativa, sendo um marco na mudança da governança corporativa por tratar-se da primeira publicação, desde 1978, que não tem as diretrizes e a geração de valor direcionadas exclusivamente para os *Shareholders*.

Andrade e Rossetti (2014) apresentaram oito variáveis/dimensões para análise da maturidade da governança corporativa nas organizações, quais sejam: propriedade, princípios, propósitos, poder, processos, práticas, perenidade e pessoas. Estas dimensões, também chamadas de 8Ps, sintetizam aspectos cruciais, desdobráveis em conjuntos de questões que são objeto de avaliações sistematizadas.

As dimensões que interferem na gestão da governança corporativa estão inseridas, em parte, nos princípios de diversos códigos de governança. No entanto, acredita-se que estas dimensões devem ser observadas com maior atenção na governança corporativa das empresas,

neste caso específico daquelas instaladas na ZFM. Apesar do entendimento de que a evolução da governança corporativa global esteja convergindo para padrões universalizados, as peculiaridades ambientais, culturais e logísticas, entre outras, influenciam sobremaneira a forma como as adaptações na gestão e na governança podem preservar a essência e os princípios basilares utilizados no mercado global.

#### **2.4.1 Teoria dos Stakeholders e da Entidade**

As mudanças e a natural necessidade de modernização demandadas pelo universo corporativo dos dias atuais, num ritmo cada vez mais acelerado, têm estimulado a realização de estudos e pesquisas que servem de contraponto à Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas.

As discussões e os resultados dos estudos e pesquisas acima referidos são relevantes para o futuro das empresas e da sociedade enquanto arcabouço teórico, ajudando a estabelecer a estrutura organizacional desde a formação de preços dos produtos ou serviços, passando pela distribuição da riqueza (incluindo salários, poder de barganha, desempenho, crescimento da empresa e, até mesmo, de países, etc.), e chegando ao desenvolvimento do ambiente e de suas bases de sustentabilidade.

Os críticos da Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas sustentam que a essa visão não dispensa atenção aos *stakeholders* e responsabilidade social, tendo como único objetivo da empresa em obter lucros por meio da otimização dos recursos organizacionais, aspecto que se traduziria no aumento do retorno do capital para os acionistas (GITMAN, 2001).

Para os defensores desta teoria, por outro lado, as empresas já exercem sua contribuição social ao gerar empregos, pagar salários justos, permitir condições de trabalho adequadas e pagar impostos, sendo o principal objetivo a geração de lucros para os acionistas; qualquer desvio deste objetivo é considerado violação das obrigações morais dos agentes das organizações.

A ética empresarial pode auxiliar a solução de problemas sempre em voga, dentre os quais: como gerenciar pessoas de forma justa e eficiente e como determinar a extensão das responsabilidades morais em termos de obrigações de lucros e ganhos de valor da firma (JENSEN, 2001; ORTS; STRUDLER, 2009).

Na proposição geral da teoria da maximização da riqueza dos acionistas, o gestor deve atuar sempre segundo os interesses dos proprietários, maximizando a própria riqueza; os executivos, por sua vez, obrigam-se a tomar decisões preferencialmente favoráveis aos

acionistas, sem a preocupação objetiva de equilibrar os interesses dos *stakeholders* envolvidos (BREALEY; MYERS, 2003). Nesta mesma linha de pensamento, Sundaram e Inkpen (2002) afirmaram que, ao maximizar o valor para os acionistas, todo o valor da empresa é maximizado, por conseguinte favorecendo a todos os *stakeholders* e aumentando a possibilidade de sobrevivência da empresa.

Em contraposição à teoria ora citada, portanto, ao analisar a pressão exercida por outras partes envolvidas nas organizações, pesquisadores vêm desenvolvendo a abordagem dos *Stakeholders* e discutindo a evolução de teorias mais abrangentes que incluem um maior número de partes interessadas no desenvolvimento e na distribuição de valores das organizações.

Como exposto por Tricia Griffith, Presidente e CEO da Progressive Corporation. (*BUSINESS ROUNDTABLE*, 2019, p. 1) “os CEOs trabalham para gerar lucros e retornar valor aos acionistas, mas as empresas mais bem administradas fazem mais. Eles colocam o cliente em primeiro lugar e investem em seus funcionários e comunidades. No final, é a maneira mais promissora de gerar valor a longo prazo”.

Ainda Alex Gorsky (*BUSINESS ROUNDTABLE*, 2019, p.1), presidente do conselho e CEO da Johnson & Johnson e presidente do Comitê de Governança Corporativa da *Business Roundtable*, “o papel essencial que as empresas podem desempenhar para melhorar nossa sociedade é quando os CEOs estão realmente comprometidos em atender às necessidades de todas as partes interessadas”.

Um dos pioneiros da Teoria dos *Stakeholders*, Dodd (1932) declarou que a firma deve ser vista como uma instituição econômica que tem um serviço social a cumprir. A teoria começou a ganhar corpo com este cunho no final do século XX, mas é creditada à Freeman (1984) por desenvolver, na década de 1980, trabalhos que ressaltavam a função-objetivo da firma de atender aos interesses de todos os envolvidos. Registre-se, apesar disso, que uma das primeiras aparições do termo *stakeholder* na área da Administração se deu em um memorando interno do Instituto de Pesquisa de Stanford, em 1963 (BOAVENTURA et al., 2009).

Na concepção de Freeman (1984) *stakeholder* é qualquer indivíduo ou grupo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos da empresa. Portanto, o termo *stakeholder* envolve não somente os indivíduos diretamente relacionados com a empresa, como funcionários ou clientes, mas, de forma mais ampla, todos os que tenham interesse na organização.

Os *stakeholders* podem ser classificados em duas classes: os primários ou chave e os secundários. A classe dos primários ou chave está representada pelos *stakeholders* que são

essenciais para a sobrevivência da organização e estão estritamente ligados a ela; devem ser integrados à finalidade da empresa, e os relacionamentos geridos de forma coerente e estratégica. Já a classe dos *stakeholders* secundários é composta por influenciadores indiretos na sobrevivência da organização (FREEMAN; MCVEA, 2000).

Para Donaldson e Preston (1995) um grupo de *stakeholders* merece consideração por si próprio, e não meramente devido a suas habilidades em colaborar com os interesses de outros grupos como, por exemplo, o dos proprietários da firma. Portanto, possuem interesses de valor intrínseco.

Sendo assim, compreende-se *stakeholder* como indivíduo ou grupo que influencia ou é influenciado pelo alcance dos objetivos de uma organização, indo além daqueles que investem valores pecuniários ou que reivindicam resultados financeiros para englobar empregados, clientes, fornecedores, comunidades e autoridades governamentais.

Para a OCDE (2016, p. 37) “o governo das sociedades também deve debruçar-se sobre formas de incentivar os diversos *stakeholders* da sociedade a realizar níveis economicamente otimizados de investimento em capital humano e físico específico para a sociedade”.

Segundo Correia (2008) a atenção voltada para as partes interessadas, no modelo de governança corporativo, pressupõe que os gestores devem desenvolver objetivos que maximizem a riqueza total da empresa, e que ao mesmo tempo, beneficiem os diversos atores partícipes.

A competitividade e o sucesso de uma sociedade são o resultado do trabalho de equipe que incorpora contribuições de um leque de diferentes provedores de recursos, incluindo investidores, trabalhadores, credores, clientes e fornecedores, e outros *stakeholders* (OCDE, 2016).

Gillan (2006) demonstrou a relação abrangente entre as partes interessadas e as empresas, o que, para o autor, envolveria integrantes além dos explicitamente relacionados com empresa (fornecedores, consumidores, empregados, acionistas e credores), tais como: a comunidade em que a empresa está inserida, leis e regulamentações, cultura e mercados; em outras palavras, o micro e o macro ambiente da empresa.

Um dos princípios da gestão destaca que “atenção deve ser ofertada simultaneamente aos *stakeholders*”. Silveira, Yoshinaga e Borba (2005, p. 38) argumentaram que essa necessidade de atenção simultânea a diversos interesses é prejudicial para a gestão, pois “pressupõe uma função com múltiplos objetivos, que apresenta sérios problemas na definição de critérios lógicos para a tomada de decisão e a avaliação de desempenho”.



Críticas à teoria do *stakeholder* estão relacionadas, por exemplo, à dificuldade de sua implementação, à dificuldade de identificação dos *stakeholders*, a como determinar seu grau de relevância para a organização e à falta de uma governança corporativa que, de fato, atenda a todas as partes interessadas (SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA, 2005).

Jensen (2001), outro crítico da Teoria dos *stakeholders*, a exemplo de Sundaram e Inkpen (2002), sustentou que a Teoria dos *stakeholders* na governança corporativa mascara as atividades da administração e dificulta sua avaliação, possibilitando aos gestores ações distintas da maximização do valor da empresa para acionistas e proprietários. Os autores compactuam com as premissas da Teoria da Agência.

Mascena (2018) investigou a relação entre a distribuição de valor para os *stakeholders* e o desempenho financeiro corporativo. Analisou 62 empresas que responderam ao questionário do Índice de sustentabilidade Empresarial da B3. Mensurou a distribuição do valor para os *stakeholders* por meio do questionário e da variável ROA, em regressão para dados em painel, tendo como resposta uma relação positiva entre distribuição de valor e desempenho financeiro. Concluiu que o resultado - distribuição de valor relacional e equilíbrio na distribuição de valor incremental entre *stakeholders* primários - está associado ao desempenho financeiro corporativo, e pode levar a empresa a obter vantagens competitivas e a alcançar um desempenho superior.

Para Bower e Paine (2017, p. 32) o “modelo de empresa ideal admite que as corporações devam ser independentes, garantidas por lei, com potencial de longa duração”. Com a correta gestão, elas podem servir ao mercado e à sociedade por longos períodos, em contraposição à Teoria da Representação que, para os autores, ignora completamente os aspectos distintos e socialmente valiosos da corporação e os desafios associados da administração de longo prazo.

Com este mesmo perfil surge a Teoria da Entidade, que retrata como os gerentes devem equilibrar os interesses de todas as partes demonstrando preocupação central na entidade como um todo, e não no resultado para os proprietários (PREVITS; MERINO, 1998).

Entende-se que a empresa deve ser uma combinação sustentável de recursos específicos e que a governança deve funcionar como um sistema aberto, uma central de informação partilhada entre diferentes membros da empresa com capacidade de tomada de decisão.

Teoria de Entidade considera que a organização é uma instituição social que age em nome de muitos grupos de interesse, incluindo acionistas e credores, funcionários, clientes e governo, dentre outros.

#### ***2.4.2 Modelo de Governança Partenariale - Contratos, incentivos e partes interessadas***

Com uma proposta crítica ao modelo monista (anglo-saxônico), onde o foco da GC volta-se somente para os interesses dos acionistas e para a influência do controle dos acionistas sobre os gestores, visando a garantir, unicamente, a rentabilidade dos recursos investidos, Charreaux e Desbrières (1998) descreveram o modelo em que o sistema global de GC abrange todos os mecanismos que regem a gestão e o comportamento dos gerentes; também delinearão a latitude discricionária, definindo o valor das Partes Interessadas (*partenariale*) com base numa visão pluralista da empresa e na renovação do entendimento da criação de valor.

O trabalho dos altos executivos não se resume em satisfazer as necessidades dos acionistas da empresa, mas em manter e sustentar a coalizão firme com a manutenção da informação detalhada para o Conselho Administrativo, com isso permitindo avaliar os executivos por meio de análises de atividades e abordagem de partes interessadas (PIGÉ, 2002).

Charreaux e Desbrières (1998, p. 60) afirmaram que o valor das Partes Interessadas “baseia-se numa medida da renda total criada pela relação entre as diferentes Partes Interessadas e não unicamente aos acionistas”. Portanto, a proposta envolve não somente os interesses dos acionistas e gestores; como em toda organização produtiva ou de serviços sem fins lucrativos, ela deve atentar, também, para as necessidades daqueles que fomentam a organização com outros recursos que não exclusivamente os provenientes de capital.

Pigé (2002) ressaltou que as teorias que abrangem as partes interessadas carecem de um conceito unificado para serem corretamente abordadas. Para o autor, o conselho administrativo é o principal instrumento que os acionistas dispõem para incitar os diretores a maximizar seu retorno na abordagem de finanças. No entanto, na abordagem de Partes Interessadas, este conselho terá papel ainda mais importante, pois deverá manter todas as outras partes interessadas satisfeitas e, além disso, as decisões dos diretores alinhadas com os interesses dos acionistas.

A Teoria *Partenariale* sustenta-se na concepção de criação de valor generalizada para todos os clientes e para todos aqueles que contribuem e, de certa forma, fomentam a organização. Utiliza a medição do valor criado a partir da diferença entre as vendas avaliadas

a preços de oportunidade e a soma de todos os custos de oportunidade para os vários fornecedores de recursos (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998). Os conflitos de partilha de valores não têm consequências negativas diretas sobre a criação de valor, segundo comentaram os autores:

Geralmente é uma distribuição de favores aos trabalhadores, sob forma de uma compensação explícita superior ao custo de oportunidade, correspondente aos salários de eficiência, que induz um melhor resultado, por exemplo, numa melhoria da qualidade do produto ou ganhos de produtividade (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998, p. 65).

A partilha dos valores entre as partes interessadas permite a geração de incentivos, possibilitando um melhor acompanhamento das ações da organização tendo em vista aspectos relacionados à produtividade e ao interesse de exposição da produção dos envolvidos. Os custos de incentivos serão deduzidos em percentual dos ganhos extras proporcionados pela maior produtividade ou rentabilidade

O desenvolvimento da prática de valorização das partes interessadas no mercado empresarial engloba uma revisão de relação entre a estrutura de capital e os investimentos. É necessário alterar o conceito de estrutura financeira para “Estrutura de Recursos” de forma a abranger, fundamentalmente, o capital humano. Porém, esta visão suscita um maior conflito de decisão (*trade-off*), uma vez que minimiza os custos de oportunidade dos recursos considerando a existência de imperfeições no mercado de capital humano, e também, os custos de oportunidade no processo de criação. Está claro que a prática de valorização das Partes Interessadas implica no rompimento dos métodos tradicionais da teoria financeira relacionados à criação e distribuição do valor (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998).

Na GC as organizações devem modificar a abordagem do ponto de vista do acionista direcionando-a às partes interessadas, com o uso, pela diretoria, de mecanismos e informação diversificados para controlar e motivar os executivos (PIGÉ, 2002).

A abordagem tradicional da GC, centrada na relação acionista-gerente, encontra sua justificativa teórica em uma representação simplificada da empresa em que os acionistas são seus proprietários exclusivos (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998).

Essa relação pode ser substituída por uma visão pluralista da empresa, já que, como demonstram algumas análises de mercado, muito do que se afirma como verdade no mercado financeiro tradicional é falacioso (por exemplo financiamentos, na maioria das economias modernas, dados pela emissão de ações, apresentam um pequeno papel na visão global; ainda, ao inverso do que é afirmado, o controle exclusivo exercido pelos acionistas sobre os papéis tradicionalmente reservados para as ações do patrimônio líquido, e a elevação de risco residual ou da minimização dos custos de controle ocorrem, de fato, por conta de que os

riscos residuais são assumidos por empregados ou credores, clientes ou autoridades públicas e, até, fornecedores).

Pluchart (2013) apresenta a problemática organizacional quanto ao estabelecimento da governança pluralista na estrutura organizacional. Questiona-se qual a estrutura de governança que mais se adapta às exigências de eficiência nos processos de criação de valor e distribuição deste valor entre as partes interessadas. Disso surge um confronto entre as teorias de governança e as práticas observadas por seus principais atores em cada etapa do processo de criação de valor, ou seja, na definição dos objetivos, na gestão de investimentos socialmente responsáveis, na supervisão de sistemas de controle, no treinamento e estímulo de funcionários e, em especial, na percepção dos acionistas e diretores.

É factível a ideia de maiores incentivos e partilha de valores nas empresas que possuem uma estrutura pluralista, podendo até mesmo haver contribuição para a minimização dos conflitos de interesses. Contudo, as participações estão dispersas, ou seja, o gestor poderia se utilizar de mecanismos do princípio de valor criado, partilhar nos salários, e oferecer gratificações e incentivos aos demais trabalhadores; apesar disso, prefere apoiar as partes interessadas e os pequenos acionistas quando não há presença de um acionista dominante (ou uma coalizão de acionistas) com capacidade para substituir estes gerentes (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998).

Neste momento ocorrem os jogos políticos e as práticas de manutenção do interesse próprio destes gerentes. Para que não ocorram demissões é mais benéfico reduzir as quotas atribuídas a outras partes interessadas e manter a do acionista dominante. “Nesse cenário, não são os acionistas que assumem a maior parte dos riscos, mas o restante dos envolvidos, em especial os trabalhadores, fortemente penalizados pelos custos de saída - que não estão em condições de demitir o gerente” (ibid., p. 64).

Outro fator que pode prejudicar o crescimento do valor das partes interessadas é a pressão exercida sobre os gerentes por uma irrupção no capital financeiro de fundos de investimentos, fato característico nas políticas de vendas de ativos ou no downsizing que tem como objetivo proporcionar um valor de partilha mais favorável aos acionistas (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998).

Persais (2013) afirma que a adoção do modelo de parceria é de vital importância para a melhoria do desempenho da empresa - financeiro e econômico, social e ambiental-, assegurando, simultaneamente, capital e geração de valor.

O objetivo de maximização do valor da parte interessada é justificado por Charreaux e Desbrières (1998):

- O gerente aumenta sua latitude em particular reforçando a sua possibilidade de negociação com as diversas partes interessadas. A priori, a gestão pode achar que é benéfico para favorecer as partes interessadas mais influentes na criação de valor; Ela aumenta o seu valor gerencial, assumindo que é uma função do desempenho consumado, no mercado para o capital humano;
- Ela pode conceder-se uma remuneração muito superior ao seu custo de oportunidade se o último é superestimado por acionista;
- Na medida em que a gestão tem uma latitude importante na distribuição, por exemplo, em conexão com uma forte criação de valor da parte interessada, ela pode mais facilmente entrincheirar-se em primeiro lugar, atribuindo o valor criado para os funcionários (ou aos fornecedores de outros recursos) que apoiam a sua política. No entanto, este enraizamento não necessariamente passa por um aumento no valor criado; (CHARREAUX; DESBRIÈRES, 1998, p. 74)

Portanto, a maximização do valor; uma política de incentivos; um melhor reconhecimento; a partilha de valores entre os colaboradores e a gratificação das partes interessadas; e a valorização das pessoas e ações são fatores que, se compactuados com o planejamento da organização e incentivados pela alta administração, permitem que se alcance tanto os interesses pessoais destes ou dos financiadores, quanto a melhoria dos controles e das práticas de GC.

#### ***2.4.3 Valor compartilhado e Responsabilidade Socioambiental***

O processo de criação de valor ocorre não só na relação com os fornecedores, funcionários e gestores, mas, também, na relação com os clientes. O valor criado nestes *stakeholders*, da cadeia operacional origina-se das estratégias da empresa e afeta diretamente o desempenho organizacional (HOOPES; MADSEN; WALKER, 2003).

Brito (2011) analisou a criação de valor sob a perspectiva de identificação e controle da capacidade competitiva das organizações no intervalo de espaço e tempo específico:

O valor criado no contexto de uma cadeia vertical é uma medida absoluta que não traz informação sobre a competitividade das empresas. Afinal, muitas empresas criam algum valor, no entanto nem todas têm vantagem competitiva. Portanto, é necessário comparar empresas concorrentes dentro de um mesmo setor e, com ainda mais precisão, dentro de um mesmo mercado competidor para que se possa averiguar quais empresas trazem valor adicional (BRITO, 2011 p. 361)

Ao realizar-se uma comparação entre concorrentes, deve-se chegar, longitudinalmente a um resultado conclusivo. As empresas podem se alternar em posição de vantagem ao longo de suas existências, tendo em vista que a criação de valor adicional ocorre com a dependência das circunstâncias relacionais e da própria dinâmica de competitividade do mercado. Contudo, a natureza do negócio, ciclo de desenvolvimento e a manifestação de resultados de cada setor industrial, devem ser observados com atenção em determinado período, por afetarem a manutenção da vantagem (BRITO, 2011).

Para a compreensão do desempenho no tempo deve-se, antecipadamente, entender como se desenvolvem a atividade organizacional, e suas variações temporais, levando-se em conta todos os fatores ocasionais ocorridos e sobrepujados no período (RICHARD et al., 2009).

O resultado positivo de desempenho organizacional por elevados períodos derivam e são influenciados por meio da manutenção de resultados superiores e pela sobrevivência das empresas, sobretudo com a permanência da lucratividade de níveis acima da média (WIGGINS; RUEFLI, 2002).

Brito (2011) concluiu que a criação de valor influencia nos variados resultados obtidos, impactando, principalmente, as múltiplas dimensões do desempenho organizacional.

Para Corrêa (2012, p. 45) “[...] a medida de desempenho que empresa escolhe tem que suportar e reforçar a sua estratégia. Na Gestão Baseada em Valor, ela deve ajudar os gestores a atingir o objetivo de criação de riqueza aos proprietários”. Tendo como principal objetivo identificar os principais direcionadores de valor das empresas de capital aberto não financeiras brasileiras, em companhias com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A autora constatou que ao menos dois terços de indicadores financeiros utilizados para análise de empresas não explicam a geração de valor. No universo pesquisado, os indicadores financeiros ROE e ROA mostraram-se significativamente relacionados à geração de valor.

A busca pela sobrevivência e longevidade na gestão contemporânea pressupõe o atendimento à nova lógica do ambiente: implacável e imprevisível para que se tomem decisões eficazes. Uma empresa não é mais avaliada se tem lucro e produtos de boa qualidade; sua avaliação se dá a partir de sua postura e seriedade com as quais interage com seus demandantes de forma geral (produtos ou serviços), de sua atuação perante os problemas sociais e de suas ações de responsabilidade social.

Faria e Sauerbronn (2008) argumentaram que o crescente poder político e econômico das grandes corporações, escândalos corporativos e, principalmente, as pressões geridas por ativistas e outras organizações conferem maior importância à área estratégica no sentido da implementação de ações de responsabilidade social.

Esse ambiente direciona as empresas para um caminho de estudos, evolução e aplicação, de fato, de melhores estratégias para abordar questões sociais, traduzindo-se não mais como um fator diferencial, mas sim como um estimulador de atividades inerentes à organização. Observa-se que uma política de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) é parte de um processo de criação de valor que abrange todos os seus *stakeholders* por meio da extensão da esfera de influência sobre os autores.

Em alinhamento com esta tendência, Orchis (2002) afirmou que as empresas devem assumir compromisso com a qualidade ambiental, equidade social e retorno econômico; os conceitos e práticas da Responsabilidade Social Empresarial devem estar na essência da existência da empresa. Porter e Kramer (2006) propuseram, com o valor compartilhado, uma nova maneira de gerir o relacionamento entre negócio e sociedade, ou seja, essas questões devem estar no centro dos planos da empresa e não nas margens ou como plano de marketing.

A sociedade vem mudando sua forma de perceber as relações empresariais e sociais, fato que pode ser constatado pela expansão da consciência coletiva sobre estas relações e, também, sobre as atuais demandas ambientais. Este novo contexto, conseqüentemente, exige um novo posicionamento por parte das organizações (TACHIZAWA, 2002).

Whittington (2006) apontou que os estudos voltados para a Responsabilidade Social Empresarial (RSE) preocupam-se em explicar vantagens da aplicação desta política nas organizações. Os resultados enfatizam a vantagem competitiva referente ao desempenho social da empresa e ao alcance dos objetivos estratégicos da organização.

A RSE compõe-se de distintos níveis de atuação: “responsabilidade econômica”, diretamente relacionada à manutenção financeira/econômica e com a capacidade de sustentar nestes (financeira e economicamente) e ser lucrativa; “responsabilidade legal”, que diz respeito ao cumprimento das leis e normas exigidas por órgãos de regulamentação e os governos; “responsabilidade ética”, voltada para a tomada de decisões para o bem-estar social e para todas as partes interessadas de forma correta; e “responsabilidade discricionária”, que envolve o bem para a comunidade envolvida com a organização.

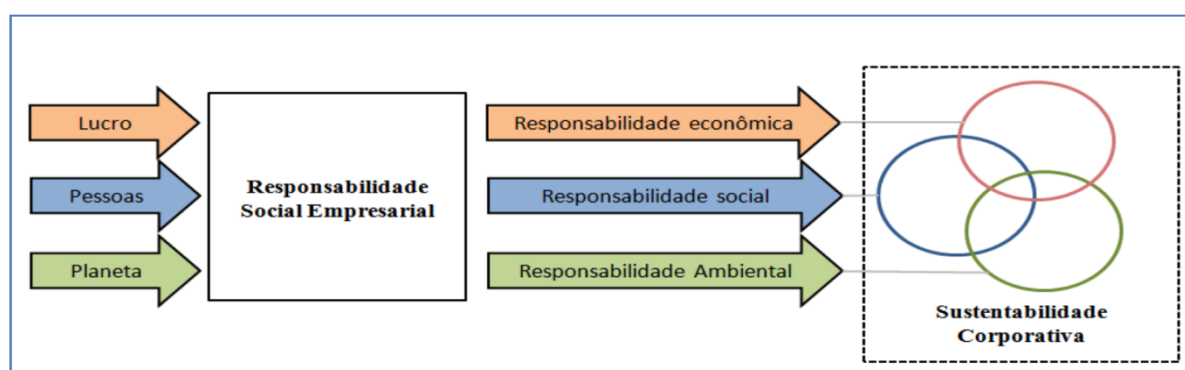
Contudo, a maior preocupação com a RSE por parte das empresas refere-se ao princípio da sustentabilidade por elas adotado, isto é, a existência de um pacote de dimensões organizacionais que busquem sustentabilidade econômica, social e ambiental nas estratégias do processo e no negócio da empresa. Neste contexto, atende-se tanto às necessidades da empresa e de seus *stakeholders* quanto à demanda de se proteger, sustentar e aumentar os recursos naturais. A empresa sustentável é a que incorpora os conceitos e objetivos do desenvolvimento sustentável nas políticas e práticas da organização de modo consistente e sério (BARBIERE, 2009).

O universo contábil também desenvolve alterações nas medidas de valores organizacionais, em busca da melhor forma de mensurar os recursos intangíveis. Os esforços para fazer as mensurações sociais operacionais encontravam significativa resistência. Estes profissionais acreditavam que a análise social do desempenho das corporações não deveria ser

considerada dentro do escopo tradicional das responsabilidades do profissional da contabilidade.

Uma das ferramentas que tenta alinhar entre si os objetivos econômico, financeiro, social e ambiental, denominada sustentabilidade corporativa ou *Triple Bottom Line* (TBL), descreve o ideal da sustentabilidade ao mensurar os impactos das atividades de uma empresa em seu entorno. A empresa que desenvolve seu sistema de sustentabilidade ou TBL de forma eficaz obterá um diferencial para o aumento no valor da organização (KIRON et al., 2014) (Figura 3).

**Figura 3** - Construtos da Sustentabilidade Corporativa.



Fonte: Romano et al. (2015, p. 145).

Cresce no mundo as demonstrações das empresas evidenciando suas iniciativas na sociedade, com impactos nos contextos ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) do inglês: *Environmental, social and governance*.

Atualmente, o tratamento das questões sociais e ambientais na contabilidade e no universo atuarial é realizado de forma mais responsável e valorizada. A responsabilidade social é cada vez mais utilizada como instrumento para atender as necessidades das partes interessadas em conjunto com a geração de lucro e maior valorização de mercado

As empresas devem ser transparentes e evidenciar seu compromisso com todo o meio ambiente do qual faz parte. Isto insere o termo responsabilidade social no âmbito da *accountability*.

No Brasil algumas instituições regulamentadoras já adotam regras e exigências para demonstrações de Políticas de Responsabilidade Socioambiental de suas regulamentadas. Um exemplo é o Banco Central do Brasil (BACEN) que exige demonstração das ações de gerenciamento de risco socioambiental.



A B3 desenvolveu o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) para proporcionar às empresas que tenham interesse de reportar suas ações ambientais e sociais e possuam um diferencial, aderirem ao índice. A CVM, por sua vez, exige das empresas registradas na instituição, que publiquem anualmente um formulário de concentração das principais informações das suas atividades, intitulado Formulário de Referência (FRE).

Em 2001, a Bovespa criou o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) ou I Governança, que mede o desempenho de uma carteira teórica composta por empresas com bons níveis de governança, com o objetivo de ser um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas listadas no Novo Mercado ou nos níveis 1 ou 2 da B3.

Para Yablonsky et al. (2017) uma alavanca de desempenho é constituída por meio das seguintes oportunidades de RSE:

a) Otimização de recursos e consumo de energia – permitem, muitas vezes, a redução de custos devido à geração de poupança eficiente de recursos;

b) Modernização e inovação do funcionamento da empresa - a RSE é considerada, também, um fator de modernização e inovação tecnológica, gerencial ou social, assim como o bem-estar no trabalho (IBET: indicador de bem-estar no trabalho). Gradualmente, incentiva a empresa a rever e adaptar a coordenação da empresa e a projetar e fabricar os produtos e serviços. Assim, a empresa se adapta à crescente demanda de seus clientes e consumidores, muda a sua imagem de marca, ganha novos mercados e melhora suas margens;

c) Melhoria da gestão de riscos - permite à empresa um controle eficaz de sua imagem e de seus riscos, quer ambiental, jurídica, financeira, ou socialmente falando;

d) Vantagem competitiva em face dos doadores de ordem - Os principais doadores de ordem (contratantes), que estão desenvolvendo uma abordagem responsável, introduziram os critérios de RSE em seus guias de referência e contratos;

e) Estratégia de diferenciação do fornecimento - Um elevado percentual de líderes empresariais considera que o desenvolvimento destas ações promove a competitividade. Uma adequada abordagem de RSE pode promover o desenvolvimento de novos clientes ao mesmo tempo em que mantém satisfeitos os antigos clientes, pois melhora a percepção de que os produtos e serviços respeitam o meio ambiente e ajuda a produzir uma imagem de empresa mais “responsável”;

f) Estratégia de diferenciação de recrutamento – Apresenta-se como uma vantagem diferencial no recrutamento de novos funcionários, especialmente para os jovens que veem,

cada vez mais, a abordagem da responsabilidade social de uma empresa como um fator determinante do nível de remuneração; e

g) Melhor coesão social e societal - RSE também permite aproximar a empresa de seus funcionários e motivá-los, pois, atende a suas expectativas de crescimento como cidadãos, em particular no que diz respeito a questões ambientais e sociais.

Para Instituto Ethos (2010), uma organização socialmente responsável possui capacidade de ouvir os interesses das diferentes partes (acionistas, funcionários, prestadores de serviços, fornecedores, consumidores, comunidade, meio ambiente, governo e sociedade).

Uma prática de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) satisfatória envolve compromissos sociais abrangentes, tais como o compromisso com o futuro de crianças e com a equidade racial e da equidade de gênero.

A ética empresarial é evidenciada, atualmente, como o núcleo de desempenho do negócio. Ela envolve leis anticorrupção e modernos conceitos dos valores de transparência e transparência de partilha o (quanto uma empresa pode ser responsabilizada por sua ética, conformidade com as leis, e adoção de boas práticas no cotidiano empresarial (YABLONSKY et al., 2017).

De acordo Ashley (2002), o enfoque ético da responsabilidade social corporativa é derivado dos princípios religiosos e de normas sociais predominantes na sociedade. Com um enfoque normativo, incorpora as ideias morais e éticas.

Os princípios éticos de maior destaque nas corporações estão relacionados à corrupção. De acordo com Ribeiro e Diniz (2015), as práticas anticorrupção no Brasil ganharam força após a regulamentação da Lei 12.846/2013, que entrou em vigor em 29 de janeiro de 2014. A lei “Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências” (BRASIL, 2013).

A partir da referida lei e, também, da Lei das Estatais (Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016), o ambiente empresarial passou a se envolver num cenário de mudança e adaptação à legislação, devendo-se destacar o desenvolvimento de mecanismos de controle e políticas anticorrupção que incluíam, por exemplo, a criação de código de ética, viabilização de canais de denúncia e programas de treinamento das equipes, além de códigos de conduta e integridade.

As organizações devem ser transparentes e demonstrar o compromisso com todo o meio ambiente do qual fazem parte. Apresentar aos diversos interessados informações claras, justas e sem distorções, concebendo a responsabilidade social.

No atual contexto de transparência e ética, processos de procedimentos padronizados são desenvolvidos, como o *Compliance*. De acordo com Assi (2013), “*Compliance* é a ferramenta de governança corporativa, no que se referem a sistemas, processos, regras e procedimentos adotados para gerenciar os negócios da instituição, proporcionando o aprimoramento da relação com os investidores”. *Compliance* pode ser traduzido por conformidade, tendo por definição a relação, de comum acordo, com o processo contratual, o mecanismo regulatório ou uma legislação vigente.

A concepção da perspectiva da Criação do Valor Compartilhado presume que a Responsabilidade Social e Ambiental, as necessidades das partes interessadas, os recursos renováveis e, em especial, a otimização do desenvolvimento econômico financeiro em longo prazo devem ser difundidos e aplicados como premissa central da estratégia organizacional.

Nos últimos anos, grande parte dos problemas sociais, ambientais e econômicos foi atribuída às atividades empresariais, havendo uma ideia generalizada que a empresa prospera à custa da comunidade que a envolve, como sustentaram Porter e Kramer (2011). Os autores afirmaram que a maioria dos problemas está nas próprias empresas, que ainda utilizam a abordagem de geração de valor, já ultrapassada, surgida nas últimas décadas. As empresas “continuam a ver a geração de valor de forma tacanha, otimizando o desempenho financeiro de curto prazo numa bolha e, ao mesmo tempo, ignorando as necessidades mais importantes do cliente e influências maiores que determinam seu sucesso a longo prazo” (ibid., p. 33). E essa maioria de empresas “continua presa a uma mentalidade de ‘responsabilidade social’ na qual, questões sociais estão na periferia, não no centro” (ibid., p. 33).

Os autores apresentaram a solução para a melhoria da percepção da atividade empresarial na sociedade ao afirmarem que a Geração de valor compartilhado propicia esta melhoria.

A solução está no princípio do valor compartilhado, que envolve a geração de valor econômico de forma a criar também valor para a sociedade (com o enfrentamento de suas necessidades e desafios). É preciso reconectar o sucesso da empresa ao progresso social. Valor compartilhado não é responsabilidade social, filantropia ou mesmo sustentabilidade, mas uma nova forma de obter sucesso econômico. Não é algo na periferia daquilo que a empresa faz, mas no centro... É preciso reconectar o sucesso da empresa ao progresso social. (PORTER; KRAMER, 2011, p. 33).

O valor compartilhado são as políticas e práticas operacionais capazes de maximizar a competitividade organizacional, ao mesmo tempo que ampliam as condições sociais e econômicas da comunidade onde a empresa está inserida ou com a qual se relaciona (PORTER; KRAMER, 2011).

Uma empresa é capaz de criar valor econômico com a criação de valor social conjunto, reconhecendo-se “três saídas distintas para tal: reconceber produtos e mercados,

redefinir a produtividade na cadeia de valor e montar clusters setoriais de apoio nas localidades da empresa” (ibid., 2011, p. 33). Cada uma delas é parte do círculo virtuoso do valor compartilhado; melhorar o valor em uma área abre oportunidades nas outras.

Quanto à diferença entre valor compartilhado (ou Criação de Valor Compartilhado – CVC) e RSE, Porter e Kramer (2011) esclareceram que ela se encontra na geração de lucro, ou seja, na geração de impacto positivo na sociedade a empresa deve ter lucro em suas ações sociais críticas, e não somente emitir relatório social que promova sua imagem de responsabilidade sem o devido impacto social.

É fato que a governança corporativa, ao exercer seu papel nas demais extensões do auxílio à gestão e controle das ações gerenciais na firma, com foco na função financeira e na maximização da riqueza dos acionistas, apresenta uma aparência manca, ou seja, carece de um complemento que estenda a contemplação das necessidades dos *stakeholders* com a devida responsabilidade ambiental e social.

No documento emitido por *Business Roundtable* (2019) seus membros, mais de 180 CEOs norte-americanos, comprometem-se, fundamentalmente, com todas as partes interessadas a modificar o futuro da governança corporativa, como pode ser visto nos tópicos a seguir:

- Entregar valor aos clientes. Continuaremos a tradição das empresas americanas de liderar o caminho para atender ou exceder as expectativas dos clientes.
- Investir nos funcionários. Isso começa com uma compensação justa e com benefícios importantes. Também inclui apoiá-los por meio de treinamento e educação que os ajudem a desenvolver novas habilidades para um mundo em rápida transformação. Devemos promover diversidade e inclusão, dignidade e respeito.
- Lidar de forma justa e ética com nossos fornecedores. Dedicamo-nos a servir como bons parceiros para outras empresas, grandes ou pequenas, que nos ajudam a cumprir nossas missões.
- Apoiar as comunidades em que trabalhamos. Respeitamos as pessoas em nossas comunidades e protegemos o meio ambiente, adotando práticas sustentáveis em nossos negócios.
- Gerar valor a longo prazo para os acionistas, que fornecem o capital que permite às empresas investir, crescer e inovar. Estamos comprometidos com a transparência e o engajamento efetivo com os acionistas.

- Cada um de nossos *stakeholders* é essencial. Comprometemo-nos a agregar valor a todos eles, para o sucesso futuro de nossas empresas, comunidades e país.

O ambiente no qual as organizações estão inseridas torna-se cada vez mais complexo, e as reflexões e ações a respeito não vinham seguindo o mesmo curso. Inevitavelmente, a organização pode ser representada como o espaço onde os sujeitos são constituídos e identificados, fazendo-se necessário a mudança de como pensar cotidiano (MORGAN, 2002).

#### ***2.4.4 A Inovação, digitalização e tecnologia da informação na governança***

A sustentabilidade ou maturidade organizacional tem sido conceituada por diversos autores. No mundo globalizado, complexo e competitivo dos dias de hoje ela depende, além dos meios financeiros indispensáveis para a manutenção da empresa, de um período de aprendizagem e de uma percepção essencial das empresas quanto ao potencial de inovação, que inclui a inovação interna, a evolução tecnológica e a integração das inovações externas.

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2003, p. 525), a “inovação é o processo de criar um produto comercial a partir de uma invenção”. Ela impulsiona o sucesso competitivo em muitas companhias. As organizações podem ser inovadoras em seus produtos e, também, em suas estruturas organizacionais, sendo um componente necessário – mas não exclusivo do sucesso competitivo.

De acordo com Schumpeter (1982), a inovação não se restringe a produtos e processos; envolve, também, novas formas de gestão, novos mercados e novos insumos de produção. Na concepção do autor, é um elemento motriz da evolução do capitalismo, seja na forma de introdução de novos bens ou técnicas de produção, seja por meio da abertura de novos mercados.

Leonard-Barton (1998) estabeleceu uma afirmação importante para a análise de alcance da maturidade das organizações ao ponderar que empresas, Estado e setores da economia que não realizarem investimentos em tecnologia para a inovação estarão condenadas a desaparecer do mercado.

A inovação pode ser oportunizada de variadas formas. A inovação tecnológica, por exemplo, pode desenvolver-se por meio da sofisticação dos negócios, quando fornecedores interagem e, de comum acordo, definem parâmetros de quantidade e qualidade a serem empregados. Ocorre a formação de grupos geograficamente próximos e conectados,

chamados de *clusters*, impactando diretamente as oportunidades de inovação (SCHWAB et al., 2017).

No atual contexto, as inovações digitais alteram a relação entre empresas e sociedade. A forma de comunicar e vender produtos aos clientes foram fortemente modificados nas últimas décadas. A Inovação Digital vem contribuindo para alterar os modelos de negócio estabelecidos na Era Industrial, isto é, está associada a uma nova lógica e configuração de fontes de receita (PORTER; HEPPELMANN, 2014; NYLÉN; HOLMSTRÖM, 2015)

A tecnologia passou a ser considerada uma variável endógena ao processo de desenvolvimento social e ao sistema econômico, assumindo importância crescente na estrutura econômica dominante. Novos paradigmas orientam as organizações a apresentarem comportamento diferenciado, incluindo a concepção e a consecução de seus objetivos (e não somente a maximização do lucro), a preocupação maior com o ambiente externo das firmas, e a adoção de diretrizes voltadas para a melhoria da assimilação e da absorção do conhecimento organizacional (DOSI, 2006).

Para Nicolisky (2001), a inovação permite dar mais competitividade a uma tecnologia/descoberta tecnológica de um produto ou processo, possibilitando a ampliação da participação da empresa no mercado e a agregação de valor econômico e lucratividade e acredita-se que, além destes, possa criar valor, e promover vantagens competitivas visando ao desenvolvimento de uma performance superior.

Chesbrough (2003) destacou o conceito de inovação aberta, no qual as firmas devem estar abertas para ideias externas ao seu ambiente interno para estimular a criação e o alargamento de suas fronteiras de inovação. Portanto, as inovações organizacionais cumprem consideráveis impactos no desempenho organizacional; quando utilizadas adequadamente, exercem ação importante colaborando para a obtenção de vantagens competitivas e novos mercados das empresas (ARMBRUSTER et al., 2008).

Observe-se que as definições de inovação são genéricas, e podem ocasionar uma distorção da compreensão destas definições na prática, impondo um desafio ao avanço do conhecimento científico nas mais variadas áreas potencialmente relacionadas a este tema.

Um dos principais fatores de transformação digital nas últimas décadas diz respeito ao progresso da Tecnologia da Informação (TI). É incontestável que a TI, de forma nunca antes vista, vem revolucionando, inovando e quebrando paradigmas da gestão, das estratégias, dos processos produtivos e, em última análise, de todo o conceito organizacional.

A função de apoio da Tecnologia da Informação (TI) para o desenvolvimento e alinhamento das estratégias das organizações já é difundida há certo tempo, sobretudo porque a TI exerce uma disrupção no *modus operandi* das organizações. Porter e Millar (1985) já ressaltavam que a TI apoiava as atividades dos indivíduos, e que, em decorrência do fluxo de informações gerados pelas atividades internas e externas, a TI apoiaria as coordenações dos principais setores para aplicação, controle e *feedbacks* das estratégias estabelecidas, especialmente na cadeia de valor. Daugherty (2011) reforçou essa posição ao destacar que as relações e a comunicação entre as empresas da cadeia são dinâmicas, e a TI apresenta papel crítico no apoio às relações interorganizacionais.

As tecnologias modernas de informação e comunicação (TICs, um braço evolutivo da TI) cumprem o papel de comunicar e repassar, da forma mais eficiente possível, informações a seus interessados por meio de procedimentos, métodos e equipamentos utilizados no processamento dessas informações. Isto tornou-se a base das inovações de relacionamentos *online*, dando formato quase imediato à comunicação dos usuários. (CORREIA; SANTOS, 2013).

Segundo Rojas e Dufour (2015), as características das TICs estabeleceram uma ruptura com o *status quo*, impondo novos paradigmas na comunicação e na forma de fazer negócios, com transformações no processamento de informações, nas relações entre os indivíduos e na lógica, num sistema alterado para atuação em rede.

Para Terra (2015), as TICs, na prática, desmistificam a ideia de que o trabalhador não consegue ser produtivo ou operacional longe dos muros das organizações. Suas pesquisas demonstraram o contrário, ou seja, que o funcionário mantém uma relação de quase vinte e quatro horas por dia com a organização. Existe, com a dinâmica das redes sociais digitais, uma dependência maior em checar *e-mails*, acompanhar tarefas e atividades, e saber do grupo de trabalho.

A importância das TICs na governança organizacional e na redução dos custos de transação é cada vez mais pujante, e o teto de possibilidades de seu uso é imperceptível no atual momento. Isto permite a melhoria progressiva das empresas em monitorar, planejar, executar e se ajustar melhor frente às mudanças, tratando-se das habilidades de transferir informação, prover incentivos, e controlar uma série de atividades na cadeia e incertezas do mercado. De modo inevitável, todas essas etapas estão relacionadas com a governança (SIMCHI-LEVI; FINE, 2010).

As tecnologias desenvolvidas na *web* e as TICs B<sub>2</sub>B crescem na possibilidade, como já citado, de melhoria dos controles, de difusão das necessidades e interesses da organização,

dos mecanismos de incentivos, da gestão mais profissional e transparente, da diminuição da assimetria informacional, do alinhamento dos interesses das partes envolvidas, da solução de problemas de agência, e das inovações. Deste modo, as TICs funcionam como base para a ampliação da eficiência corporativa e da comunicação da organização com a sociedade.

Esta evolução desenvolve-se, também, através de ferramentas para a comunicação de rede. As redes sociais, devido a sua flexibilidade, estrutura e dinâmica entre seus usuários estabelecem uma relação de constante observação das ações dos indivíduos. É necessário observar que as relações de uma rede social na *internet* podem proporcionar capital social e geração de valor para as organizações ali inseridas. Adicionalmente, a intensidade com que as empresas utilizam a internet e outras tecnologias ampliam e aprimoram a integração de toda a cadeia (MARTINO, 2014).

Para Zhou e Piramuthu (2013), as TICs alteraram consideravelmente o modo como os negócios são conduzidos. Essas mudanças são perceptíveis em todos os aspectos das operações comerciais, como marketing, gerenciamento de recursos humanos, fornecimento, gestão de cadeias e operações, finanças e auditorias, logística, as relações de consumo, e demais setores relacionais. As tecnologias de informação impactaram, conseqüentemente, os comportamentos sociais, tanto de forma positiva quanto negativa, sendo os problemas éticos um dos fatores negativos. Ressalte-se, contudo, que a tecnologia, em si, não deve ser responsabilizada isoladamente por esses problemas emergentes, considerando-se o fator humano como princípio da causa.

Portanto, as TICs possuem papel relevante nas atividades das organizações contemporâneas no que se refere ao setor de comunicação: aumento da velocidade, da eficiência, e da eficácia, da transparência e da abrangência das informações. Tais avanços permitem a evolução da gestão empresarial, com maior controle das agências regulamentadoras, transformações do contexto corporativo por meio de inovações, e adoção de novos paradigmas digitais, num universo em que empresas e clientes estão sujeitos a constantes mudanças e demandas por aprimoramentos.

#### ***2.4.5 Subsídios e incentivos governamentais para as empresas e a estrutura de capital***

As diferenças conceituais entre incentivos fiscais e subsídios fiscais são separadas por uma linha tênue, que distingue características similares de redução ou eliminação, direta ou indiretamente ligadas a gravames tributários que respeitam uma lei ou regra específica.

Os incentivos excluem ou reduzem o crédito tributário na obrigação de débitos efetivos do contribuinte para o fisco, como os tributos em geral ou carga tributária existente.



Já os subsídios são vantagens financeiras oferecidas pelo governo para tentar alcançar resultados econômicos desejados; no entanto, efetivamente, não são convertidos aos contribuintes em reembolso real da carga tributária em face de uma dada atividade.

Para Diniz e Fortes (2007) os incentivos fiscais são os que intervêm nas obrigações tributárias com alterações ou mutilações da regra geral de incidência, ocasionando a redução da prestação tributária com o objetivo de ampliar o fomento de determinada região ou grupo. Já o benefício fiscal é o privilégio exatamente direcionado a determinado contribuinte, oriundo de norma jurídica específica.

O conceito de incentivo fiscal para Elali (2007) traduz-se na redução de ônus com o recolhimento de tributos. O autor esclareceu, ainda, que os subsídios podem ser estímulos de origem fiscal ou comercial, com o intuito de promoção de determinada atividade econômica por período transitório. Os créditos presumidos possuem natureza complexa, pois, em alguns momentos, apresentam-se como subsídio, em outros como subvenção aparecendo, também, como redução da base de cálculo dos tributos.

Para Pires (2007) os conceitos de benefícios e incentivos fiscais no Brasil envolvem e se misturam em variadas práticas e nomenclaturas, tais como: isenção, ressarcimento, anistia, redução ou anulação de alíquotas, subvenção, créditos, remissão, entre outros termos, tornando consentida uma indefinição sobre como enquadrar o conceito benefício ou incentivo numa determinada situação. O autor ressaltou ainda que, dada a importância para a saúde econômica, estes conceitos deveriam ser definidos de forma mais precisa e regulados no universo tributário e fiscal.

Para a análise desta dimensão incluída na presente pesquisa, serviram de base estudos como os de Gillan (2006) e Jensen (1986, 1993), os quais afirmaram que a dívida pode atuar como um mecanismo de governança auto impositivo, isto é: a emissão de dívida mantém os pés dos administradores no chão, forçando-os a gerar dinheiro para atender às obrigações de juros e princípios. Com isso, a dívida mitiga os custos potenciais de agência do fluxo de caixa livre.

Os custos de agenciamento podem gerar dois conflitos que direcionam a estrutura de capital de uma empresa: o conflito entre gerentes e acionistas e o conflito entre credores e acionistas. Um está relacionado ao fluxo de caixa livre da empresa, após o financiamento dos projetos com valor presente líquido positivo. Para evitar o uso do caixa livre em investimentos desnecessários, pode-se aumentar a participação acionária dos administradores ou utilizar mais capital de terceiros comprometendo parte do caixa livre da empresa com o pagamento de juros (JENSEN; MECKLING, 1976, 1986).

A relação entre governança corporativa e gerenciamento de tributos é discutida por dois motivos, de acordo com Gomes (2016, p. 150):

Primeiro, o gerenciamento tributário pode ser complexo e obscuro, ou seja, para se obter um gerenciamento tributário eficaz a empresa pode ser incentivada a adotar estruturas societárias complexas ou realizar investimentos em paraísos fiscais que não exigem informações contábeis. Desta forma, abre-se espaço para o oportunismo gerencial, isto é, dentro de estruturas complexas e obscuras os gerentes têm oportunidades para perseguir seus interesses em desfavor dos interesses dos acionistas. [...] a fraude da ENRON teve como objetivo inicial a economia tributária. Todavia, tal planejamento foi utilizado para mascarar prejuízos e, assim, fraudar milhares de acionistas ao redor do mundo. O caso ENRON demonstra como o gerenciamento tributário pode proporcionar ambientes ideais para o oportunismo gerencial. Segundo, o gerenciamento tributário envolve incertezas significativas, uma vez que ele deve ser executado antes do fato gerador do tributo para não ser caracterizado como evasão fiscal, ou seja, crime tributário. Logo, os benefícios do gerenciamento tributário podem não ocorrer.

Os financiamentos, conforme Assaf Neto (2012) são oriundos de duas fontes: (i) capital próprio, ou seja, o patrimônio líquido da organização, e (ii) capital de terceiros, como os passivos exigíveis. Com isto, formaliza a estrutura de capital da empresa de acordo com a participação de diferentes fontes de recursos para o financiamento dos ativos.

O artigo de Modigliani e Miller (1958) é considerado um marco na teoria moderna da estrutura de capital, e que exerceu extrema influência na teoria moderna da economia. No contexto da teoria de finanças, os autores desencadearam uma série de questionamentos e estimularam a produção de inúmeros trabalhos a partir de três proposições relacionadas ao mercado de capitais perfeito (ausência de impostos, de custos de transação, de assimetria da informação, de custos de falência, de spread nos juros das aplicações financeiras), provocando uma revolução no *modus operandi* da empresa se posicionar no mercado e na forma de se financiar. Sugeriram, ainda, que o valor da empresa estaria somente associado a sua rentabilidade e risco, tornando-se a forma de obter financiamento irrelevante. Isto deixaria a estrutura de capital da companhia, em último caso, a cargo somente dos interesses dos gestores e dos proprietários.

Na primeira proposição, os autores estabeleceram que o valor de mercado de uma empresa não sofre influência da origem dos recursos de capital. Portanto, o valor de mercado da firma é independente da estrutura de capital, isto é, a forma de financiamento não influencia a conduta da empresa ou a decisão do financiamento adotado não afetará o seu valor.

A segunda proposição determina que o custo do capital próprio esteja diretamente relacionado ao capital de terceiros em sua estrutura, ou seja, à medida que o capital de terceiros apresenta maior participação, os detentores do capital próprio exigirão uma maior rentabilidade. Com isso, atinge-se o propósito de adequação aos riscos envolvidos com o

alargamento dos endividamentos, ocorrendo a manutenção da constante do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), justificando o mesmo valor da empresa independente do grau de endividamento.

A conclusão de que o valor de mercado de uma empresa depende da capacidade de seus investimentos na geração de fluxo de caixa livre, decorre da terceira proposição, em que afirmam o que vai definir a estrutura de capital da empresa é a sua constituição de ativos, independente da sua política de financiamentos.

Em um artigo publicado em 1963, no entanto, Modigliani e Miller incluíram uma correção referente à publicação de 1958, na qual admitiram a influência dos impostos na estrutura de capital (de acordo com o regime tributário do país) e que o valor de mercado de uma firma alavancada é diferente de outra não alavancada. Neste trabalho apresentaram duas proposições.

A primeira proposição de 1963 estabelecia que o valor total da firma fosse calculado pelo valor total do capital próprio somado ao valor total obtido do benefício fiscal, resultante dos descontos de juros pagos do imposto de renda das empresas, isto é, o valor de uma empresa alavancada é igual ao da não alavancada somada aos ganhos oriundos do benefício fiscal.

A segunda proposição estipulava que o retorno esperado do capital próprio seria diretamente associado ao nível de endividamento, em outras palavras, o custo de capital próprio sofreria um aumento à medida que aumentasse o endividamento.

Sendo assim, o custo do capital próprio será determinado pela taxa de retorno “mais um prêmio” pelo risco financeiro, que deve ser maior de acordo com o aumento da dívida. As proposições estabeleciam, portanto, que o valor de mercado de uma empresa era independente de sua estrutura de capital.

Na publicação de Modigliani e Miller (1963) com a inclusão dos tributos e, portanto, a possibilidade de ganhos com a alavancagem financeira, em decorrência do benefício fiscal obtido do pagamento dos juros descontados do lucro tributável como despesas.

Ressalte-se que uma empresa, ao optar pelo financiamento de capital de terceiros, passa a apresentar ganhos em rentabilidade devido à remuneração paga aos credores (juros), em geral inferior ao custo de capital próprio. Isto permite a obtenção de um spread entre o retorno dos investimentos e o custo efetivo da dívida, denotando que, quanto mais endividada, mais alavancada financeiramente a empresa estará. Outra vantagem para a empresa são os benefícios fiscais, pois as despesas financeiras são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, permitindo a redução do montante de impostos pagos. Nesta linha de raciocínio, e

levando-se em conta a concessão de benefícios fiscais, conclui-se que as empresas devem manter-se sempre endividadas. Além disso, entende-se que o valor de uma empresa aumenta a partir da economia dos impostos com o pagamento de juros. Estar alavancada com dívidas significa considerar a somatória da empresa sem dívidas, mais o benefício fiscal.

Com base no previsto pela proposição II, grande parte dos lucros operacionais da empresa fica com as suas fontes financiadoras, isto é, acionistas e detentores dos títulos de dívidas. Tal situação ocasiona um benefício fiscal, que deve aumentar conforme cresce o endividamento gerando a redução do custo de capital e elevando o valor da empresa.

As colocações de Modigliani e Miller (1963) levam à conclusão de que a estrutura ótima de capital da empresa deve ficar próxima dos 100% de endividamento para a maximização do aproveitamento dos benefícios fiscais, cenário este diferente do que era anteriormente apregoado que apontava para a inexistência de uma estrutura ótima.

Entende-se que, de acordo com a teoria de *Tradeoff*, a estrutura de capital influencia o valor da empresa, dado que, com o aumento do risco de falência, os custos de obtenção de capital de terceiros tendem a manter-se estáveis até determinado nível de endividamento; ao se ultrapassar este nível, os custos aumentam juntamente com o risco de falência, e o valor da empresa tende a ser depreciado (MYERS, 1984).

Myers (1984) deu origem à teoria de *Tradeoff* estático e *Pecking order*, analisando a estrutura de capital das firmas em relação aos ganhos com benefícios fiscais e ao endividamento em razão dos custos de falência. Portanto, a necessidade das empresas em encontrar um nível adequado de endividamento deve ser atendida a partir da decisão em estabelecer-se um ganho com benefícios fiscais, em função, por exemplo, da obtenção de dívidas, dos riscos de falência, e das dificuldades em honrar vencimentos (*Tradeoff*). O autor ainda sugeriu que há variados fatores que influenciam o nível de endividamento de uma empresa, tais como: a estrutura de ativos, seu porte, a lucratividade e o segmento de atuação.

Um melhor desempenho econômico das firmas permite a elas obterem maior capital de terceiros, e assim se valerem amplamente dos benefícios fiscais (MYERS, 2001). Isso se dá, possivelmente, por estarem em dia com suas dívidas, já que as decisões são afetadas pelos benefícios tributários em decorrência do endividamento.

Sobre a teoria *Pecking Order*, os trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) consideraram uma hierarquização nas escolhas das fontes de financiamento e a influência das informações assimétricas na tomada de decisão para essas escolhas. Determinaram, então, a ordem hierárquica da tomada de decisão para a escolha das fontes de financiamento, ou seja, partindo-se dos princípios racionais, em uma sequência lógica, manifesta-se preferência na

escolha de lucros retidos (próprios), emissão de debêntures, títulos conversíveis e aí a emissão de ações (terceiros), isto sem considerar o nível ótimo de dívida. Este formato hierárquico, em geral, demonstra a preocupação com a imagem que a empresa deseja passar para o mercado.

Para os autores Kahneman e Tversky (1979) na teoria do prospecto cada escolha de um indivíduo envolvem perspectivas da estrutura cognitiva que impelem em escolhas fragmentadas. O prospecto ocorre em duas etapas: a primeira é visualizado o problema, com análises de possíveis contingências, soluções, e resultados. Este processo envolve os hábitos, modelos mentais e expectativas do analista em questão. Na segunda etapa, os resultados apresentados como prospecto são avaliados e o agente toma decisão na que apresentar maior valor. Para os autores os indivíduos determinam as escolhas valor de acordo com possíveis ganhos ou perdas relativos a uma referência e não uma escolha com os possíveis resultados de riqueza positiva. Descrevem, também, o conceito de aversão à perda, no qual, o indivíduo atribui valor negativo maior nas perdas, no que o valor positivo a ganhos de mesma magnitude (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979, 1986), que contribui, por sinal, em estudos conclusivos sobre a Teoria de *Trade-Off* e *Pecking Order*.

Eid (1996, p. 37) afirmou que, além das estratégias de hierarquização e estática na escolha das fontes de financiamento, existe a estratégia de oportunismo na obtenção de recursos. Sob esta perspectiva, as empresas obtêm recursos de acordo com as oportunidades oferecidas no mercado, não ocorrendo a preocupação com a hierarquia de preferência e nem metas de endividamento. Para o autor, as empresas no Brasil, “em termos de estrutura de capital, são oportunísticas em sua maioria. Captam o recurso que no momento for economicamente mais proveitoso”.

Para Gonzalez (2012) uma das formas para as firmas melhorarem sua estrutura de capital é adotar boas práticas de governança corporativa, visto que os investidores se sentem protegidos pelas firmas que têm um modelo de administração confiável e preocupado com os retornos dos investidores. Essa proteção proporciona a redução do risco de perda dos investimentos assim como a concessão de financiamentos a taxas menores e com maior prazo, conseqüentemente influenciando positivamente a rentabilidade e o desempenho no mercado de capitais.

Dias (2018) desenvolveu uma pesquisa sobre a relação entre governança corporativa e a estrutura de capital, mais especificamente sobre a influência da utilização das melhores práticas de governança corporativa e da estrutura de capital sobre o desempenho e o risco. Delimitou um universo amostral de 94 empresas de capital aberto, dos setores da indústria manufatureira, eletricidade e água; utilizou a regressão múltipla e a correlação de Pearson

com os indicadores ROE, ROA, Q de Tobin e volatilidade das ações e variáveis explicativas, tais como: endividamento total, níveis de governança corporativa da B3, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo. Com isso, pode identificar a relação do endividamento total com a teoria de *Tradeoff*, ou seja, o aumento do ROE acompanha o aumento do endividamento total até o ponto ótimo, após esse ponto a relação é negativa. O endividamento total, de curto e de longo prazos influenciam negativamente o ROA e o Q de Tobin, como foi também verificado.

No estudo de De Luca e Lima (2007) que analisaram o efeito dos incentivos fiscais no patrimônio das entidades beneficiárias, em especial aos programas subsidiados pelo FDI, por meio da análise das demonstrações contábeis da empresa Grendene S.A. Constataram que a referida empresa é altamente beneficiada com a obtenção dos incentivos fiscais, como mostraram os resultados relativos aos indicadores econômicos.

Gomes (2016) identificou duas características da governança corporativa: (i) a remuneração variável da diretoria está relacionada à gestão tributária, ou seja, o desenho adequado dos contratos de remuneração variável pode levar a um gerenciamento tributário eficaz, e (ii) por meio da remuneração variável e da gestão tributária, pode-se alinhar os interesses dos gerentes e dos acionistas. No que diz respeito a empresas brasileiras, demonstrou-se que são considerados os benefícios do gerenciamento tributário.

No trabalho de Fernandes, Martinez e Nossa (2013) foi explicitada a relação negativa entre o uso de mecanismos de governança corporativa e o montante do valor acrescentado atribuído ao pagamento de impostos no Brasil. Em outras palavras, as empresas listadas em um dos segmentos de negociação que exigem mais práticas de governança corporativa, em média, alocam uma porcentagem menor do seu valor agregado para pagar impostos. Isto confirma a hipótese de que empresas com melhor governança corporativa não são sujeitas a uma carga tributária mais elevada, medida na alocação de valor agregado.

Para Pohlmann e Iudícibus (2010) as empresas no Brasil que possuem elevado grau de endividamento têm baixo nível de tributação sobre o lucro. Estas características podem ser explicadas pela utilização da vantagem fiscal do endividamento, quando as empresas buscam, como propôs Myers (1984), financiamento de capital de terceiros sem levar em consideração o ponto ótimo e em níveis elevados, situação na qual os custos atrelados aos riscos de falência apresentam desvantagem para a empresa como pode ser observado no relacionamento de empresas brasileiras à Teoria do *tradeoff*.

Loureiro, Gallon e De Luca (2011) constataram efeitos econômicos positivos na rentabilidade, especialmente em se tratando do ROE de empresas dos setores Têxtil e Papel e

Celulose, beneficiadas por Subvenções e Assistências Governamentais (SAG). As SAGs são programas de concessão de benefícios dos governos, federal, estadual ou municipal que objetivaram incrementar atividade econômica e atrair investimentos para determinadas regiões menos desenvolvidas.

Formigoni (2008) avaliou os efeitos dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas nacionais não financeiras. Pesquisou 590 empresas utilizando o teste U de Mann-Whitney, a análise de homogeneidade e o *Multivariate Test*, constatando em seus resultados não haver correlação estatisticamente significativa entre incentivo fiscal e os indicadores de estrutura de capital.

#### *2.4.5.1 Dimensão de subsídios e incentivos governamentais da Zona Franca de Manaus*

As Zonas Francas são áreas cercadas e controladas em que as mercadorias são introduzidas sem o “pagamento de tributos” para posterior processamento ou reexportação. Os tributos, no entanto, poderão ser pagos se esses produtos forem introduzidos no mercado doméstico do país em que as Zonas Francas estão localizadas.

Holland et al. (2018) forneceram um breve histórico da Zona Franca de Manaus, onde se localiza o Polo Industrial de Manaus, destacando:

A Zona Franca de Manaus (ZFM), como é conhecida atualmente, foi criada pelo Decreto-Lei nº 288, de 1967, como área de livre comércio, beneficiária de incentivos fiscais, com o objetivo de ocupação do território amazonense. Esta área compreende um total de dez mil quilômetros quadrados que inclui a cidade de Manaus, capital do Estado do Amazonas, e mais os municípios de Presidente Figueiredo e Rio Preto da Eva. O lançamento da pedra fundamental do Distrito Industrial ocorreu em 30 de setembro de 1968. O ato marcou o início do processo de criação do Polo Industrial de Manaus (PIM), atualmente um dos mais modernos centros industriais e tecnológicos em toda a América Latina, situado em Manaus. [...]“Zona Franca de Manaus é uma área de livre comércio de importação e exportação e de incentivos fiscais especiais, estabelecida com a finalidade de criar no interior da Amazônia um centro industrial, comercial e agropecuário dotado de condições econômicas que permitam seu desenvolvimento, em face dos fatores locais e da grande distância, a que se encontram, os centros consumidores de seus produtos (HOLLAND et al., 2018, p. 12-13).

Ainda de acordo com os autores acima, o enquadramento dos Incentivos da ZFM no conceito de Gastos Tributários dar-se da seguinte forma:

Os gastos tributários podem ser definidos como “gastos indiretos do governo que configuram renúncia de receita e que se valem da legislação tributária para atender a objetivos econômicos e sociais”. São, regra geral, renúncias tributárias que conjugam dois elementos: (i) uma norma jurídica que represente um desvio ao sistema tributário de referência e que possua (ii) um caráter semelhante ao do gasto público direto, mas que se vale da forma indireta, representativa da perda de arrecadação tributária potencial em favor de uma disponibilidade econômica dos contribuintes, que não foram obrigados a recolher o tributo alvo da medida. Assim, não seria esperado considerar como tal as medidas que foram decididas pelo

Congresso Nacional na promulgação da própria Constituição Federal. Se a União Federal não detém competência tributária para criar uma incidência sobre certas pessoas ou objetos, a obediência à Constituição não é política econômica de renúncia tributária ainda que outros países tenham constituições que não tratam do assunto ou que permitem tal tributação. Esta é justamente a situação da Zona Franca de Manaus: a União Federal não detém competência para extinguir ou reduzir os incentivos fiscais concedidos para as empresas estabelecidas na referida região, já que os seus benefícios fiscais foram mantidos pelo art. 40, do ADCT20 e, posteriormente, prorrogados por sucessivas Emendas Constitucionais até 2073. Com efeito, o parágrafo único do art. 40 do ADCT (HOLLAND et al., 2018, p. 53)

Os incentivos fiscais concedidos pelo modelo industrial Zona Franca de Manaus são, em sua maioria, caracterizados como subvenções, isenções, reduções e diferimentos incidentes sobre tributos indiretos internos e externos, a exemplo da redução do imposto de renda (redução de 75% do imposto de renda pessoa jurídica – IRPJ – SUFRAMA, 2018). O propósito sempre é o de criar e fomentar o desenvolvimento da região (BISPO, 2009).

Sobre a decisão de implantação de uma empresa em um local Bispo (2009, p. 41) acrescentou:

[...] não é de se esperar que os benefícios fiscais sejam determinantes por si só para as tomadas de decisões de investimentos, como a implantação ou localização de empreendimentos, pelo setor privado. Estas decisões estão primeiramente relacionadas a fatores mais robustos como tamanho e disputa de mercados, expectativas de retornos, inserção em determinado mercado local, regional e nacional.

No entanto, na envergadura dos tributos e seus incentivos, incluindo o IPI, um dos mais relevantes para análise de vantagens da ZFM, os demais incentivos fiscais devem, também, ser levados em consideração pelas empresas para determinarem os seus custos produtivos e a opção pela instalação da indústria na ZFM, em outro local do Brasil ou, ainda, pela importação dos produtos prontos e acabados do exterior.

Tatom (2005) apontou, contudo, que os incentivos fiscais concedidos pelo governo, por si só, podem ser um grande motivador para instalações de empresas em determinada região. O autor constatou forte relação das isenções fiscais com o aumento dos índices de ativo total e patrimônio líquido (ROA - *Return On Asset* e ROE - *Return On Equity*) em diversas pesquisas com empresas de cooperativa de crédito dos Estados Unidos beneficiadas com incentivos fiscais.

Para Holland et al. (2018) as muitas críticas aos incentivos dirigidos à ZFM são baseadas em estudos precários e sem bases estatísticas e científicas robustas, estudos cujas conclusões dão conta de que o modelo da ZFM não teria promovido impactos econômicos, sociais ou ambientais em sua área de influência. Estas críticas, em geral, estão relacionadas às proporções relativas envolvendo o número de empresas beneficiadas, a quantidade de empregos gerados, e o tamanho da população atingida.



Uma publicação do Banco Mundial (2017, p. 148) fez referência aos custos arcados pelo Brasil em detrimento das isenções tributárias fornecidas à Zona Franca de Manaus: “[...] custam o equivalente a 0,38% do PIB, também parecem ser ineficazes e deveriam ser pelo menos reformuladas, para que efetivamente contribuam para a economia local”. No entanto, esta publicação baseou-se em um trabalho que inclui um levantamento de dados incipiente e metodologia subjetiva. Pesquisas como as de Bispo (2009) refutaram esta afirmativa e demonstraram que o percentual destinado ao governo proveniente das empresas incentivadas é bem maior que aquele oriundo das empresas não incentivadas de outras regiões do país.

Holland et al. (2018, p. 55) estenderam as explicações sobre as críticas relativas às renúncias fiscais da ZFM esclarecendo que:

Nas supostas renúncias destinadas à Zona Franca de Manaus, identificamos as seguintes situações em que inexistem uma renúncia fiscal, mas somente uma postergação da obrigação tributária: (i) Alíquota zero de PIS/COFINS e isenção do IPI nas vendas de insumos de empresas estabelecidas nas demais regiões, para as empresas situadas na ZFM, e tributadas pelo regime não-cumulativo. Em situações normais, o IPI e o PIS/COFINS seriam recuperáveis. Assim, o sistema de incentivos da ZFM não acarreta uma renúncia fiscal, propriamente dita; (ii) Isenção do IPI e suspensão do PIS/COFINS na importação de insumos. Como nestas situações o IPI e o PIS/COFINS também seriam recuperáveis, os benefícios da ZFM não acarretam uma renúncia fiscal, propriamente dita; (iii) Isenção do IPI nas vendas de produtos das empresas estabelecidas na ZFM para as outras regiões do Brasil. Caso sejam produtos fabricados sem a utilização de matérias-primas agrícolas e extrativas vegetais de produção regional, para serem utilizados como insumos de produtos industrializados sujeitos ao pagamento do IPI, a Receita Federal não reconhece o direito ao crédito pelos adquirentes. Não havendo o direito ao crédito nestas operações, não se pode falar em renúncia; (iv) Isenção do Imposto de Importação na importação de insumos para a fabricação de produtos que são vendidos a outras regiões do Brasil. Nestes casos, não há isenção integral. O percentual de redução varia entre 88% e 93%.

Peres (2015) destacou que o Polo Industrial de Manaus possui uma política tributária diferenciada do restante do país, e que os benefícios se caracterizam como locacionais e objetivam minimizar os custos amazônicos. Além disso, os incentivos oferecidos pelo Governo Federal ao modelo econômico local são apoiados por políticas tributárias estaduais e municipais.

O subsídio tem caráter estimulador da produção industrial nacional, como esclareceu Pires (2007): ele independente de sua natureza comercial, financeira, cambial ou fiscal; visa a equalizar preços para corrigir distorções de mercado, injustiça ou desigualdade social regional; e serve como fomento às exportações, auxiliando o equilíbrio da balança comercial. Ressalte-se que, quando este subsídio não exerce exportações, ele funciona como barreira às importações.

Para um melhor entendimento dos incentivos exercidos na ZFM, é importante destacar as ações da Superintendência da Zona Franca de Manaus (SUFRAMA) (2018) - relativas à regulamentação e à administração dos tributos federais da seguinte forma:

- i) Redução de até 88% do Imposto de Importação (II) sobre insumos destinados à industrialização;
- ii) Isenção do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI);
- iii) Para a exportação de produtos produzidos na Zona Franca de Manaus, a alíquota do imposto está reduzida a 0% (zero por cento);
- iv) Redução de 75% do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica, inclusive adicionais de empreendimentos classificados como prioritários para o desenvolvimento regional, calculados com base no Lucro da Exploração; e
- v) Isenção da contribuição para o PIS/PASEP e da COFINS nas operações internas na Zona Franca de Manaus.

Na esfera dos impostos estaduais, a SUFRAMA ainda incentiva com a restituição parcial ou total, numa escala de 55% a 100% dependendo do projeto, do Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS). Operacionalmente, em cada mês de apuração, o contribuinte incentivado recolhe apenas a diferença entre o saldo devedor e o valor do crédito estímulo, com prerrogativas do modelo ZFM asseguradas pela constituição Federal (SUFRAMA, 2018).

Considerando o que foi afirmado acima, e de acordo com o entendimento de que o ganho com a alavancagem financeira provém da dedução do imposto de renda (MODIGLIANI; MILLER, 1963), a ZFM, ao incentivar com subsídios a dedução do imposto de renda, não incentiva as empresas ali instaladas na obtenção ou elevação de dívidas para aquisição de ganhos na base tributável.

Formigoni (2008, p. 14) realizou um estudo empírico no qual verificou a influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras. Este estudo partiu do pressuposto de que empresas que usufruem de incentivos fiscais possuem um imposto de renda menor, e, portanto, “o incentivo ao endividamento nessas empresas será menor ocasionando uma estrutura de capital diferente daquelas empresas que não gozam de incentivos fiscais”. Seu estudo foi embasado na teoria sobre a estrutura de capital proposta por Modigliani e Miller (1958), em que há um ganho devido à alavancagem fruto do produto entre a Taxa de Imposto de Renda da Empresa e o


Valor de Mercado, ou seja, “quanto menor a cobrança de taxa para um imposto de renda da empresa, menor será o ganho da empresa alavancada e, conseqüentemente, menor o incentivo ao endividamento”.

Formigoni (2008, p. 14) afirmou ainda que “se a isenção fiscal aumentar o total de ativos e, também, uma relação entre patrimônio líquido e ativo total, ou seja, aumenta a participação do capital próprio, é de supor que a isenção fiscal é uma redução do capital de terceiros na composição da estrutura de capital. [...] E que o incentivo fiscal pode ser visto como uma fonte de financiamento para uma empresa na medida em que, deixando de recolher os impostos, pode aplicar esses recursos em outros ativos”.

Vale ressaltar a afirmativa de Holland et al. (2018, p. 71) quanto aos incentivos fiscais da ZFM e os benefícios, não somente para o estado do Amazonas, como também, de proteção das indústrias nacional, que “característica da isenção do IPI para os bens fabricados no PIM permite a sua utilização, inclusive, como um mecanismo de defesa da indústria nacional contra a concorrência de indústrias estrangeiras”. Este mecanismo permite a utilização como política nacional de atração da produção para o Brasil, com menor custo na produção do que a importação do produto acabado. Considera-se que a isenção ao IPI ser o benefício fiscal de maior relevância em termos de renúncia fiscal e de efeito indutor para as indústrias se estabelecerem na ZFM.

As Figuras 4 e 5 exemplificam a complexidade e especificidade do formato de contabilização dos incentivos fiscais no modelo ZFM e de como cada produto e formato de venda implicam no resultado final dos incentivos.

**Figura 4** -Tributação e incentivos fiscais de ar condicionado. .

 AR CONDICIONADO  
NCM 8415.90.10

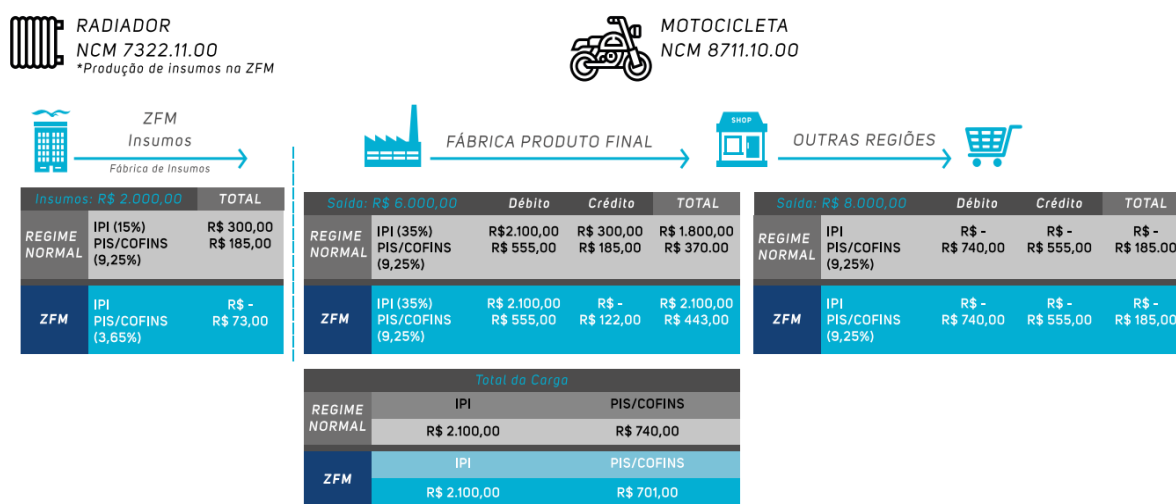
EXTERIOR → ZFM → OUTRAS REGIÕES

Insumos: R\$ 200,00		TOTAL	Saldo: R\$ 1.000,00				Saldo: R\$ 2.000,00			
REGIME			Débito	Crédito	TOTAL	Débito	Crédito	TOTAL		
REGIME NORMAL	II (18%)	R\$ 36,00	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -		
	IPI (35%)	R\$ 70,00	R\$ 350,00	-R\$ 70,00	R\$ 280,00	R\$ -	R\$ -	R\$ -		
	PIS/COFINS (11,75%)	R\$ 23,50	R\$ 92,50	-R\$ 23,50	R\$ 69,00	R\$ 185,00	-R\$ 92,50	R\$ 92,50		
ZFM	II (18%)	R\$ -	R\$ 4,32	R\$ -	R\$ 4,32	R\$ -	R\$ -	R\$ -		
	IPI (35%)	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -		
	PIS/COFINS (11,75%)	R\$ -	R\$ 36,50	R\$ -	R\$ 35,50	R\$ 185,00	-R\$ 56,00	R\$ 129,00		
			<b>Total da Carga</b>							
REGIME NORMAL	II	IPI	PIS/COFINS							
	R\$ 36,00	R\$ 350,00	R\$ 185,00							
ZFM	II	IPI	PIS/COFINS							
	R\$ 4,32	R\$ -	R\$ 165,50							

Fonte: Holland et al. (2018, p. 75).

Observa-se que existem variadas situações de obtenção e deduções dos incentivos fiscais, relativos ao tipo de produto, tipo de matéria prima obtida, se oriundas de mercado externo ou interno, se o produto acabado é exportado ou vendido em território nacional e de como se dá a arrecadação tributária no estado de venda do produto.

**Figura 5** -Tributação e incentivos fiscais de radiador de motocicleta.



Fonte: Holland et al. (2018, p. 76).

A subvenção governamental caracteriza-se como uma assistência geralmente na forma de contribuição de natureza pecuniária, no entanto, esse formato pode ser mais amplo, concedida assistência no formato de doação de terreno, empréstimo subsidiado, isenção ou crédito tributário em troca do cumprimento certa condição (CPC 07 (R1), 2010).

Na discussão abordada, sobre as renúncias, benefícios fiscais e vantagens para o estado e país, como também, aproveitamento destes benefícios pelas empresas e seus acionistas, Bispo (2009, p. 183) identificou que 66,67% das empresas da ZFM, analisadas em sua pesquisa, “contabilizam os incentivos fiscais de forma errada, evidenciam e divulgam de maneira equivocada, uma menor taxa de criação de riqueza”, demonstrando que as empresas instaladas no PIM não aproveitam corretamente os benefícios fiscais, conseqüentemente, dos benefícios ocasionados pelo aproveitamento do pagamento de juro do empréstimo de capital de terceiros, quando houver, segundo a preposição de Modigliani e Miller (1958, 1963) e Myers (1984). Distribuem, ainda, de forma equivocada a riqueza aos proprietários, em geral, com resultados negativos. O autor ainda ressalta que as empresas instaladas na ZFM, beneficiadas com incentivos fiscais, distribuem uma parcela maior da riqueza aos governos do que as empresas do mesmo setor instaladas em outras regiões do país, contrariando a ideia de que o modelo incentivado destinaria menor parcela de riqueza aos governos.

**Quadro 2**– Síntese de estudos que abordam incentivos fiscais, estrutura de capital e governança corporativa considerados nesta pesquisa.

Autores	Local	Objetivo	Resultados
Dias 2018	Brasil	Analisou influência da utilização das melhores práticas de governança corporativa e da estrutura de capital sobre o desempenho e risco das firmas brasileiras de capital aberto.	Os resultados indicaram que boas práticas de governança corporativa influenciam a estrutura de capital e de rentabilidade. E que a estrutura de capital, também, influencia a estrutura de rentabilidade.
Holland 2018	Brasil	Avaliou os impactos socioeconômicos e ambientais do programa Zona Franca de Manaus. E uma avaliação da evolução e da efetividade dos gastos tributários com o programa.	A Zona Franca de Manaus permitiu forte expansão da renda per capita, industrialização acelerada na região, consolidação de parque industrial sofisticado e importante geração de emprego qualificada na indústria de transformação. Notou-se que o crescimento do PIB per capita do estado do Amazonas mais do que dobrou desde 1990
Van Campenhout e Van Caneghem. 2013	Bélgica	Estudou o subsídio de capital de risco, que permite uma dedução de juros nacional (denominado NID), até que ponto resultou no fortalecimento da solvência das pequenas e médias empresas.	Os resultados sobre o impacto do NID na estrutura de capital das PME com base das regressões logit revelam que a probabilidade de adoção do NID é maior para PMEs de baixa alavancagem e nas regressões em painel revelam que esta medida não resultou em uma mudança significativa na alavancagem das PME.
Wahab e Shaipah 2010	Reino unido	Estudou a relação entre o valor da empresa e o planejamento tributário, considerando simultaneamente a governança corporativa como uma influência moderadora de empresas não financeiras listadas na Bolsa de Londres de 2005 a 2007.	Os resultados indicam uma relação negativa entre o valor da empresa e as atividades de planejamento tributário que é incondicional às condições de governança corporativa para lucros persistentes e não persistentes.
Bispo 2009	Brasil	Avaliou os efeitos dos incentivos fiscais concedidos às indústrias instaladas na ZFM na criação e distribuição de riqueza;	Identificou que os incentivos fiscais criam menos riqueza para empregados e proprietários do que os mesmos setores instalados fora da ZFM, mas possuem efeitos positivos na geração de riqueza aos governos.
Formigoni 2008	Brasil	Avaliou os efeitos dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras.	Sugere não haver correlação estatisticamente significativa entre incentivos fiscais e indicadores de estrutura de capital. E identificou correlação estatisticamente significativa entre incentivo fiscal e rentabilidade das empresas.

De Luca e Lima 2007	Brasil	Pesquisaram o efeito dos incentivos fiscais no patrimônio das entidades beneficiárias, com foco nos programas subsidiados, por meio da análise das demonstrações contábeis da empresa Grendene S.A	Através da análise das demonstrações financeiras da empresa Grendene S.A, concluíram que o impacto dos incentivos fiscais em seu patrimônio é relevante. Os incentivos fiscais influenciam o desempenho dos seus indicadores econômicos e financeiros.
Tatom 2006	EUA	Analizou incentivos fiscais federais (isenção de impostos) na estrutura tributária, prêmios extras e taxa de retorno para as cooperativas de crédito.	A retirada dos incentivos às cooperativas de crédito criaria um sistema tributário mais equitativo e ajudaria a nivelar o campo de atuação com outras instituições financeiras e aumentaria cerca de US \$ 2 bilhões em receita tributária.
Chen e Strange 2005	-	Investigaram os determinantes da estrutura de capital de uma amostra de 972 empresas listadas na Bolsa de Xangai e na Bolsa de Shenzhen na China em 2003.	Concluíram que o imposto não é um fator que influencia a taxa de endividamento. A estrutura acionária afeta negativamente a estrutura de capital. As empresas com participações institucionais mais altas tendem a evitar o uso de financiamento por dívida.
Eid Junior 1996	Brasil	Pesquisou o comportamento das empresas instaladas no Brasil no tocante a custo e estrutura de capital.	Identificou a idéia do oportunismo na captação de recursos, isto é, as empresas captam recursos na medida em que surgem boas oportunidades, sem se preocuparem com hierarquia de preferências ou com uma estrutura meta.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

## 2.5 A maturidade dos processos da empresa e sua relação com a perenidade e desempenho

O alto desempenho de uma organização e a maturidade de seus processos dependem de um complexo universo de discussão e de técnicas metodológicas para que sejam alcançados, e figuram entre os principais objetivos dos gestores e das partes envolvidas na gestão empresarial. No entanto, estudos longitudinais da relação de desempenho comprovam que um grande percentual das empresas de melhor resultado num determinado período dificilmente permanecerá no mesmo patamar, ou até mesmo nesta lista, após uma década (COLLINS; PORRAS, 2015).

Fleck (2005) admitiu uma forte relação entre o alcance da maturidade organizacional e a performance/desempenho. Observou que organizações com o histórico de atuação de longo prazo no mercado possuem fortes características de adaptação, mudança e recuperação

de seu posicionamento quando da passagem por dificuldades em determinado período de sua existência. Tais resultados são atribuídos ao desempenho acima da média no longo prazo.

Goldszmidt et al. (2007) compartilham a mesma conclusão quando destacam que, na literatura sobre empresas maduras e com processos consolidados, as práticas de gestão adotadas são fundamentais para um melhor desempenho. Publicações de autores como Venkatraman (2017), Collins e Porras (2015) e Schmitt, (2004), apresentam dados e argumentos que apontam para os mesmos resultados.

Em observância à complexidade de entendimento do conceito “desempenho” (“*performance*”), duas interpretações do termo são descritas. Um dá ideia de desempenho advinda do francês, que focaliza o resultado, o sucesso de uma ação, como elucidado por Rambaud e Richard (2016). O termo em inglês *performance*, por outro lado, está relacionado a um conceito muito mais amplo e engloba toda a ação, com seu resultado possivelmente excepcional, além de ideias de competitividade e comparações (*benchmarking*) ao longo de todo o processo da ação. Portanto, os autores consideram que a noção de desempenho em ciências da gestão deve ter correspondência no contexto do inglês, adotada nesta tese, e não à interpretação francesa.

O desempenho é medido de variadas formas e, em geral, centrado no setor financeiro e em partes isoladas da organização. Com o desenvolvimento do *Balanced Scorecard (BSC)* as análises e controles da performance nas organizações passaram a ser mais abrangentes. Entretanto, a crescente mudança do ambiente e as novas necessidades tecnológicas tornaram-no incompleto e incipiente (NEELY, 2002).

Para Venkatraman e Ramanujam (1986) o desempenho empresarial é apenas um subtópico da eficácia global da empresa. Incluem-se, neste contexto, os aspectos sociais e ambientais inevitavelmente existentes nas relações com os *stakeholders*. Portanto, a eficácia organizacional ampla, almejada no processo de gestão estratégica, deve ir além dos limites estritos usualmente considerados de desempenho econômico-financeiro (RICHARD et al., 2009).

O alcance do alto desempenho de uma organização esbarra em inúmeros fatores do mercado moderno e de práticas de processos alinhadas às exigências de mudanças contemporâneas. Merecem destaque as mudanças do ambiente, cada vez mais céleres, incluindo novas formas de comprar, vender, produzir, pensar e comunicar, dentre outras, diferentes daquelas de dez ou vinte anos passados; as inovações tecnológicas, como disruptões digitais que surgem a todo instante e levam a novos modelos de negócios e operações diversas; e as fusões e os monopólios, estratégias crescentes de manutenção e

crescimento de uma empresa caracterizada pela aquisição ou união a concorrentes (YABLONSKY et al., 2017; VENKATRAMAN, 2017; COLLINS; PORRAS, 2015; SCHMITT, 2004).

Com base nos trabalhos de Bower e Paine (2017), Yablonsky et al. (2017), Almeida et al. (2018), Bernardino (2014), Correia (2008) que compartilham a ideia de que a governança corporativa exerce influências positivas na performance das empresas, a presente pesquisa desenvolve-se a partir do princípio da governança que mostra influência nos demais processos de uma empresa, influência exercida de forma ampla, abrangente e madura, em seus variados setores, na direção de um desempenho organizacional positivo e perene.

Ressalte-se que os resultados obtidos em pesquisa empírica, da influência positiva da governança na performance, não é unânime. Erkens, Hung e Matos (2010) e Rogers, Securato e Ribeiro (2008) identificaram que o uso de práticas de governança corporativa não resultou em retorno positivo na performance das ações.

Outro fator condicionante para o alcance da maturidade, da qualidade dos processos e, conseqüentemente, da manutenção da organização é o apresentado por Joyce, Nohria e Roberson (2003). Os autores afirmaram que se deve analisar um conjunto de fatores múltiplos, relacionados não somente a ações econômico-financeiras, mas, também, a uma gestão consistente na modelagem e nos contextos comportamental e tecnológico. Tal forma de análise contribui para o encaminhamento de resultados positivos a partir de uma governança de atenção aos variados processos organizacionais.

Para Brito e Brito (2012) o contexto dos negócios modernos é marcado por incertezas, competições acirradas e mudanças constantes, e os sistemas tradicionais são incapazes de, conjuntamente, medir e integrar todos os fatores críticos para o sucesso dos negócios e atender às necessidades de informações dos usuários.

Com isto, outros setores organizacionais passaram a desenvolver e implementar sistemas de controle e indicadores que atendam às demandas específicas ao auxílio da empresa como um todo. Alguns exemplos são: a contabilidade – novas regulamentações internacionais e adoção de novas posturas de controles voltados para o Custeio Baseado em Atividades (ABC), Gestão Baseada em Atividades (ABM) e *Target Costing* (TOQ); a Governança Corporativa – exigências de maior transparência da remuneração dos agentes e das práticas regulamentárias, utilização da governança *partenariale* ou dos *stakeholders* e *stewardships*, e os atuais relatos integrados; a cadeia de suprimentos – constante controle dos estoques e fluxos, filosofias de produção enxuta, *Manufacturing Execution Systems* (MES); a qualidade – sistemas de medição além das fronteiras da empresa, isto é, fornecedor, cliente,



meio ambiente e relações sociais; a Tecnologia da Informação (TI) – renovação de forma rápida e influenciadora de toda a organização e do formato gerencial.

Outro ponto fundamental para a tomada de decisão que direcione a empresa para a sobrevivência no longo prazo é o autoconhecimento. De acordo com este preceito, existem, por um lado, os modelos de ciclo de vida de organização e, por outro lado, os métodos que auxiliam a organização a identificar em que estágio ela se encontra e, também, quais são suas principais preocupações ou ocupações num determinado momento.

Mintzberg (2014) considera de suma importância o conhecimento para o crescimento e longevidade dos negócios, e ressalta que nos últimos anos, conhecer o negócio da empresa tornou-se imprescindível.

Nos estudos de CVO de Greiner (1972), são descritas as fases de evolução das organizações, como elas crescem. Cada fase de crescimento desenvolve-se de forma, predominantemente, estável, seguida de uma instabilidade ou crise que demanda a necessária intervenção da empresa para a mudança, caso a empresa continue crescendo. O autor propõe, originalmente, cinco fases de crescimento: criatividade, centralização, delegação, coordenação e equipe; uma sexta fase, a extra organização, foi acrescentada posteriormente.

O conhecimento da empresa e sua abrangência refletem na longevidade e, em especial, nos ciclos que as empresas naturalmente passam durante sua existência. Estes ciclos ficaram conhecidos como Ciclo de Vida Organizacional (CVO). Acadêmicos e organizações os utilizam para uma melhor visão da atual situação da empresa para a tomada de decisões.

Marshall (1982) admite que a própria longevidade da empresa proporciona diferencial perante o mercado. Segundo o autor, durante a trajetória de vida da empresa, ela adquire habilidades e conhece melhor o mercado e o ambiente em que está inserida, incluindo fornecedores, clientes e consumidores. Isto proporciona experiência à empresa, melhoria no processo produtivo, redução dos custos, aumento da eficiência e, conseqüentemente, melhor performance.

Lester, Parnell e Carraher (2003) reforçam esta afirmativa ao sustentarem a opinião de que um modelo de ciclo de vida organizacional permite aos gestores identificar o real estágio em que se encontra a organização, permitindo melhores condições para a realização das mudanças necessárias e, com isso, o posicionamento mais adequado das empresas frente aos objetivos. Estes desenvolveram o modelo de cinco estágios que vão do nascimento, crescimento, maturidade, declínio e rejuvenescimento, em geral, baseado no trabalho de Miller e Friesen (1984). Estes estágios estão relacionados com características de observação

de quatro variáveis importantes, o tamanho da empresa, estrutura organizacional, processamento de informações e a tomada de decisão.

Os autores Miller e Friesen (1984) são pioneiros na aplicação de testes empíricos para a diferenciação dos ciclos de vida, com a utilização dos estágios já debatidos e comuns, quais sejam:

- Nascimento ou Existência - Fase inicial: fase que estabelece o início do desenvolvimento organizacional, de produtos, com inovações e estratégia de nicho. Visa tornar o negócio viável ou identificar e angariar clientes para viabilizar o negócio, com estrutura simples e informal;

- Crescimento - Segunda Fase: essa fase tem como principal característica o crescimento, durante o qual, em geral, ocorre a formalização da estrutura e dos processos, a ênfase em acumular recursos para acelerar o crescimento, e objetiva-se alcançar vantagens do resultado da maior escala, manutenção e o alcance da maturidade da organização condicionada à busca de crescimento;

- Maturidade – Terceira fase: destaca-se com o amplo e estabelecidos processos administrativos, os mecanismos de formalização com controle burocrático são estabilizados, a estrutura organizacional apresenta heterogeneidade e adaptações corriqueiras, o objetivo fica moderado e mais efetivo;

- Renascimento ou Renovação – Quarta fase: nesta fase destaca-se a diversificação e expansão do mercado e produtos. Inovação e criatividade são estimuladas no interesse mudanças, os clientes passam a ser atendidos com maior ênfase nas suas necessidades e o sistema de controle e planejamento ficam mais refinados.

- Declínio – Quinta fase: o desempenho das empresas se exaure e é desencadeado o processo de desaparecimento. Os objetivos pessoais se sobrepõem aos objetivos organizacionais, a falta de capacidade de atender às demandas externas, baixa rentabilidade e falta de inovação são destaques.

Dickinson (2011) distinguiu as etapas do ciclo de vida organizacional das firmas com base no desempenho e na alocação dos recursos, e mediante variáveis contábeis. Estipula cinco fases do ciclo de vida organizacional de acordo com o comportamento (resultados positivos ou negativos) dos componentes do fluxo de caixa das atividades operacionais, de financiamentos e de investimentos.

O modelo de Dickinson de ciclo de vida organizacional configura-se da seguinte forma: *fase inicial ou introdutória* - as empresas apresentam fluxos de caixa operacional e investimento negativos, e o de financiamento positivo (elevado); *crescimento e maturidade* -

as empresas apresentam as margens de lucro maximizadas com o aumento dos investimentos, ocasionando fluxos de caixa operacionais positivos; empresas maduras possuem maior custo de manutenção, e com isto os fluxos de caixa de investimento apresentam dados negativos; *declínio* - os fluxos de caixa operacionais apresentam diminuição e se tornarão negativos; surge a liquidação de ativos e investimento em pesquisas e desenvolvimento conforme a empresa adentra a fase de declínio; *turbulência*, com três características: I - sinal negativo no fluxo de caixa operacional, negativo no fluxo de caixa de investimento, e negativo no fluxo de caixa de financiamento; II - sinal positivo no fluxo de caixa operacional, positivo no fluxo de caixa de investimento, e positivo no fluxo de caixa de financiamento; e III - sinal positivo no fluxo de caixa operacional, positivo no fluxo de caixa de investimento e negativo no de financiamento, além de vendas estagnadas em relação à fase madura e os investimentos com drástica tendência de queda.

Para Miller e Friesen (1984), existem três tipos de variáveis que exercem influência na mudança organizacional: variáveis ambientais - complexidade, dinamismo, hostilidade e heterogeneidade; variáveis estruturais ou de organização - digitalização, controle e eficácia da comunicação do sistema, tecnocratização, disponibilidade de recursos, diferenciação e tradições; e variáveis de estratégia - inovação, análise ambiental, integração, estratégias, capacidade de adaptação e conhecimento do setor.

Um dos modelos pioneiros de medição da maturidade nos processos foi desenvolvido por Crosby (1979), voltado para avaliação da gestão da qualidade, o *grid* de maturidade. Este modelo estabelecia cinco níveis de maturidade com o objetivo de avaliar o grau de maturidade na gestão de diversos processos de qualidade, como pode ser observado no Quadro 2 a seguir.

**Quadro 3** -Grid de Maturidade de Crosby.

<b>NÍVEL</b>	<b>DESCRIÇÃO</b>	
1	Incerteza	A gestão não compreende e não valoriza os problemas identificados.
2	Despertar	Primeiras impressões do problema e do valor do processo para a organização.
3	Esclarecimento	A gestão inicia o processo de maturação dos problemas e desenvolve políticas de aprendizado organizacional.
4	Sabedoria	Consciência da necessidade de envolvimento das pessoas nos processos, e de melhoria contínua do processo.
5	Certeza	A gestão utiliza e reconhece a avaliação do processo como essencial ao sistema organizacional.

Fonte: Adaptado de Crosby (1979).

Penrose (1959) afirma que o crescimento das empresas depende fortemente da disponibilidade de recursos. A autora ressalta que a empresa é um conjunto de recursos produtivos, classificados em físicos (máquinas, equipamentos, matéria-prima e outros) e humanos (pessoas e conhecimento em diversas áreas de especialização), e que o crescimento dar-se-á de acordo com decisões administrativas, considerando-se que o valor potencial produtivo servirá de medida dimensional de sua abrangência ou tamanho.

Sanders (2011) realiza uma crítica ao atual modelo de gestão das empresas, ao mostrar que um grande número de empresas não se preocupa em servir melhor o cliente, e estão preocupadas, somente, em vender, visando a alcançar metas de curto prazo que resultam em decisões mal planejadas, minando a relação com os clientes. Uma gestão da diversidade que integre todas as partes favorecerá o intuito de perpetuação da companhia. Caso a gestão negligencie o tratamento da diversidade, tende a provocar a entropia organizacional (FLECK, 2005).

Fisher (2004) afirma que as empresas podem utilizar medidas com perspectiva de maturidade para responderem, de forma rápida, a demandas de uma determinada situação em que se encontram e, também, à necessidade de mudanças. Afirma, ainda, que os modelos de maturidade são úteis na avaliação e na comparação de possíveis melhorias; ademais, os modelos de maturidade ou medidas de maturidade são excelentes para contribuir com que as organizações alavanquem seus processos.

De acordo com Collins (2006, p. 269):

As empresas excelentes e duradouras não existem meramente para gerar retorno para seus proprietários. Na verdade, em uma empresa que realmente prime pela excelência, os lucros e o fluxo de caixa se tornam como sangue e a água para um corpo saudável.

A longevidade de uma organização está intimamente ligada a sua capacidade de aprender. A organização deve ser sensível ao aprendizado de novas demandas ambientais, conforme vão passando os anos e períodos de sobrevivência, e ter a capacidade de adaptar-se ao ambiente que as envolvia ou envolve. Isto se traduz em manter a coesão entre seus integrantes e, principalmente, expressar tolerância e aceitação às novas ideias e mudanças, além de controlar estrategicamente seus recursos (SANDERS, 2011; LOVELOCK et al., 2011).

Utilizou-se aqui da teoria do ciclo de vida organizacional para contemplar algumas características de amadurecimento nas empresas e distinguir o amadurecimento organizacional e dos processos. Destaca-se que o fato das empresas já apresentarem metodologia implantada e a utiliza sistematicamente, não necessariamente as torna maduras

na administração dos processos, neste caso dos projetos, exigindo todo um acompanhamento da eficiência, ajustes e comunicação adequada aos responsáveis.

As novas exigências de mercado, como concorrência crescente e acirrada, induzem os gestores organizacionais a buscarem maneiras de desenvolver as capacidades das organizações e mantê-las com alto desempenho no longo prazo. Por este motivo, tem crescido o número de pesquisas e profissionais que objetivam desenvolver modelos de maturidade e de medidas de desempenho.

O conhecimento do grau de maturidade de uma organização relaciona-se diretamente com a análise da sobrevivência e manutenção destas no mercado. O crescimento da organização e conseqüentemente da complexidade operacional, tratada de forma descuidada ou mal administrada facilitará a redução dos lucros e pode ameaçar a sobrevivência das empresas. O conceito de maturidade nos processos está intimamente relacionado ao de evolução, isto permite entender que os processos passam por estágios, que desde os básicos, intermediários ao ponto de alcance da maturidade (LAHTI; SHAMSUZZOHA; HELO, 2009).

Os modelos de maturidade devem ser utilizados para avaliar as empresas em uma situação atual, no contexto da competitividade em um mercado específico. Devem, também, servir como ferramenta de análise e posicionamento, pois auxiliam as organizações a reconhecerem o quando e o motivo de crescer, proporcionando a percepção das ações que devem ser adotadas para o alcance da maturidade (LAHTI; SHAMSUZZOHA; HELO, 2009).

Para que ocorra o crescimento do desempenho organizacional, dois conjuntos de características precisam ser desenvolvidos pelas firmas: os viabilizadores de processo (relacionados aos processos individuais) e os capacitadores empresariais (relacionados a toda organização). Com estes conjuntos de características, as possibilidades de alcance da maturidade aumentam. (HAMMER, 2007).

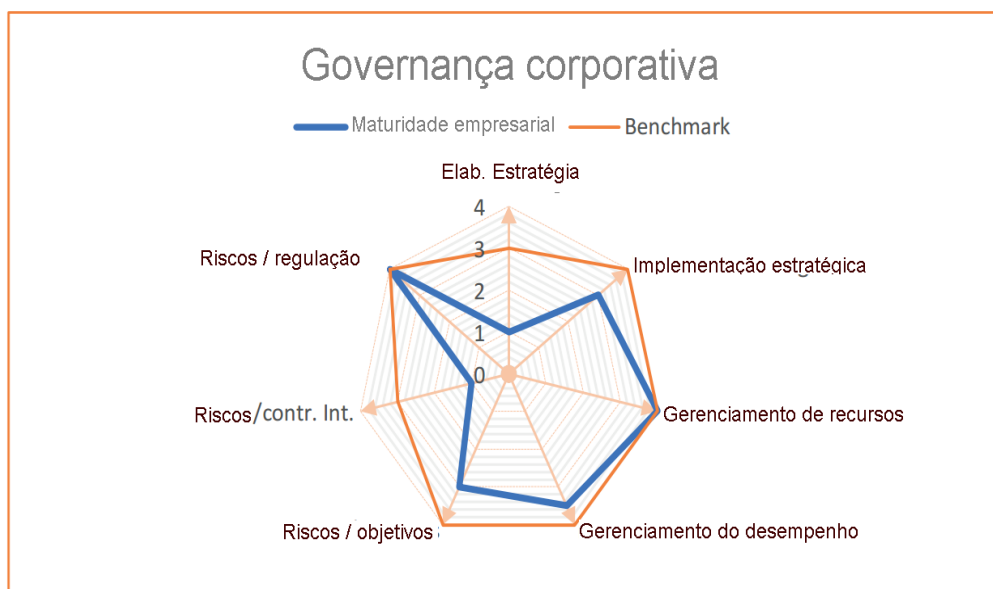
Ao verificar a maturidade da GC em organizações cooperativas de crédito, Paiva (2018) utilizou o método AHP para mensurar o grau de maturidade da GC e desenvolveu um índice para isto, o IMGCCc – Índice de Maturidade da Governança Corporativa nas Cooperativas de Crédito. Os resultados apontaram para um elevado grau de maturidade das organizações e as com maior grau de maturidade apresentam volume maior nas receitas, patrimônio líquido e ativo total, portanto, uma correlação alta da maturidade de GC com o desempenho financeiro.

Os modelos de medição de maturidade nos processos apresentam aos gestores mecanismos que ampliam a visão do que precisa ser desenvolvido, da tomada de decisão, da situação e como evolui o processo (HAMMER, 2007).

Em linhas gerais, a maturidade da governança corporativa está fortemente ligada às melhores práticas de governança corporativa, uma vez que envolva as partes interessadas, tanto internas como externas (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

Yablonsky et al. (2017) desenvolveram um questionário amplo, tendo como objetivo de mensurar o grau de maturidade, entre outros processos, da governança corporativa das empresas. Os autores avaliaram em sete indicadores chave, a governança corporativa de quatro empresas francesas com a metodologia de questionário em escala ordinal e gráfico de radar para identificação mais detalhada do grau de maturidade, utilizaram, ainda, a técnica de identificação do benchmark. Os resultados apontaram para um baixo grau de maturidade nos indicadores de elaboração de estratégias de GC, como também, no indicador controles internos, no entanto, apresentou elevado grau na gestão de recursos, gestão do desempenho e na aplicação de regulamentação. Como observado na Figura 6.

**Figura 6** -Resultado do grau de maturidade da GC na pesquisa de Yablonsky et al. (2017)



Fonte: Yablonsky et al. (2017, p. 27, tradução nossa)

As novas exigências de mercado como concorrência crescente e acirrada induzem os gestores organizacionais em busca de identificar maneiras de desenvolver as capacidades das organizações e mantê-las com alto desempenho no longo prazo. Por este motivo, um número crescente de pesquisas e profissionais objetivam desenvolver modelos de maturidade e de medidas de desempenho.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo estão expostos os procedimentos metodológicos que foram utilizados para atingir o objetivo deste trabalho: identificar a maturidade da utilização de práticas de governança corporativa com perspectiva ampliada, a influência dos incentivos na estrutura de capital e sobre o desempenho das firmas instaladas no PIM. Inicialmente, é apresentada a caracterização da pesquisa; em seguida, são descritas a amostra, a forma de coleta de dados, as hipóteses da pesquisa, as variáveis e os métodos de análise.

#### 3.1 Caracterização da pesquisa

Ao longo da presente pesquisa científica investigou-se a maturidade da governança corporativa e a influência dos incentivos fiscais sobre o endividamento das empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus. Buscou-se identificar como a governança corporativa é desenvolvida, qual é sua relação com os incentivos fiscais e com o grau de endividamento das empresas, quais são as peculiaridades, e em que medida algumas dessas peculiaridades podem impactar a manutenção/sobrevivência e retorno para as empresas.

Para o desenvolvimento de suas atividades de produção, as empresas inseridas no PIM necessitam atender às exigências fiscais de obtenção de subsídios e incentivos governamentais, independentemente do segmento. Portanto, optou-se por combinar diversos instrumentos de análise, considerados amplos e imparciais, que pudessem levar ao entendimento de alguns importantes processos da governança corporativa das empresas selecionadas para a pesquisa.

Desta forma, foram analisados fatores de governança corporativa que influenciam, minimamente, a comunicação e a relação com os acionistas, os clientes, os fornecedores, o meio ambiente, a comercialização, a lucratividade e a performance da organização, admitindo-se que a governança implementada esteja adaptada tanto às realidades locais específicas, quanto a um mercado global em transição com novas demandas.

Com base em Yablonsky et al. (2017) é seguro afirmar que estudos sobre governança corporativa devem ser, cada vez mais, desenvolvidos sob o prisma da pluralidade/variedade de *stakeholders* e, também, da abrangência de influências exercidas por boas práticas de governança sobre setores não comumente inseridos na pauta da governança corporativa das empresas. Exemplos destes setores, no caso desta pesquisa, são: social, ambiental, inovação e digital, e os específicos do PIM no âmbito da Zona Franca de Manaus, como os incentivos fiscais. Portanto, para o desenvolvimento de estudos sobre a temática em

questão, devem ser utilizadas ferramentas que sejam capazes de capturar observações sob a ótica sugerida, a mesma empregada ao longo das fases distintas desta pesquisa.

Os pontos de destaque considerados para o levantamento bibliográfico foram os seguintes i) governança corporativa e suas teorias basilares (teorias da firma, da agência e de contratos) e dimensões; ii) as proposições de Modigliani e Miller e teorias de Myers (1984) acerca do aproveitamento dos incentivos fiscais, ponto ótimo e redução de dívidas das empresas instaladas na ZFM e relações com a perenidade e desempenho organizacional; iii) teorias dos *stakeholders* e *partenariale* no contexto das dimensões da governança corporativa; iv) as técnicas de medição da maturidade dos processos organizacionais e v) e o arcabouço teórico-empírico da maturidade organizacional no tocante à qualidade do processo.

As principais fontes utilizadas para o levantamento bibliográfico e coleta de informações foram livros, teses, dissertações, sites, revistas indexadas, e artigos científicos, dentre outras que se mostraram úteis e confiáveis ao longo destas etapas e de outras próprias da presente pesquisa. Isto permitiu, como esperado, um contato mais próximo com o debate acadêmico sobre o tema da governança corporativa, servindo como contraponto à realidade estudada.

O levantamento foi complementado com referências sobre o Ciclo de Vida Organizacional (CVO) para fundamentar a identificação, por um lado, do estágio evolutivo ou de vida em que se encontra uma empresa e, por outro lado, do grau de maturidade do processo setorial (dimensões) durante o período de estudo.

Abriu-se espaço, também, para a pesquisa documental, com o intuito de se incorporar às análises e apreciações elaboradas dados provenientes da legislação vigente sobre governança corporativa e de aspectos relacionados, por exemplo, à oferta de incentivos fiscais prevista no modelo ZFM, e à responsabilidade social empresarial.

Em função do exposto até aqui, da natureza do problema de pesquisa, e da modelagem proposta de mensuração (por escala de intensidade, *benchmark* com gráfico de radar, e análises estatísticas de regressão linear simples), a pesquisa pode ser classificada como sendo de natureza descritiva, qualitativa e quantitativa, naturalmente incluindo dados primários, secundários e dados de campo. Este formato buscou explorar, aprofundar e explicar o objeto de estudo com um embasamento científico apropriado, de acordo com uma abordagem sistêmica, holística, respeitando-se a realidade na qual ele se insere.

Grande parte das medidas propostas e das dimensões analisadas traz como base o trabalho de Yablonsky et al. (2017), o qual, por sua vez, utilizou como referência aos relatórios da *International Integrated Reporting Council* (IIRC), uma associação internacional



com base na França, criada em 2010, que propõe a melhoria da comunicação empresarial com a promoção das informações contábeis, socioambientais e governança corporativa, com destaque no formato integrado de seis pontos: humano, intelectual, manufatura, natural, relacionamento social e financeiro. Reúne empresas-piloto, investidores, promotores de padrões de relatórios, e grandes empresas de auditoria.

O caráter descritivo da pesquisa teve, como finalidade, abranger o maior número possível de informações relevantes, tanto preliminarmente quanto durante todo o desenvolvimento da pesquisa. Isto permitiu descrever a complexidade de uma determinada situação, e as características que a envolvem, além de ampliar o entendimento de como interagem as variáveis apresentadas. Neste contexto incluem-se as pesquisas bibliográfica, documental e de campo em se tratando das informações e dados sobre as empresas.

No que diz respeito à análise dos dados, esta pesquisa pode ser classificada como qualitativa e quantitativa. Gil (2008) esclareceu que a análise quantitativa envolve a descrição dos procedimentos adotados e da estratégia de emparelhamento. A análise quantitativa dos dados, no presente caso, foi desenvolvida por meio de investigação do tipo *Survey* (com escala ordinal de graduação), determinação de um *benchmark* aliado ao gráfico de radar, e análise estatística de regressão. A adoção destes procedimentos também serviu para identificar até que ponto as práticas de GC exercidas pelas organizações se relacionam com as medidas propostas e com a percepção da maturidade dos processos de governança.

A escala ordinal foi utilizada para determinar até que ponto um objeto possui certa característica, possibilitando definir, em comparação com outro objeto, se a característica selecionada está presente em maior ou menor grau (MALHOTRA, 2001).

Em relação ao método de análise de benchmark, Seibel (2004) definiu os termos benchmark e benchmarking apontando suas distinções. Benchmark é utilizado como um padrão de referência a partir do qual outros parâmetros são medidos, enquanto o termo benchmarking representa o processo de comparação. O benchmark desta pesquisa foi baseado na empresa que apresentou maior destaque entre as demais pesquisadas, ou seja, o *benchmark* permitiu a visualização dos processos de governança corporativa de empresas do PIM que mais se destacaram quanto a sua maturidade

A técnica de gráfico de radar, segundo Reske Filho e De Rocchi (2008), surgiu como método geométrico desenvolvido por Masaaki Miyamoto e divulgado por Albach. Este método permite expressar e comparar, de forma original, o desempenho das empresas e entidades econômicas, representando um notável avanço como ferramenta gerencial. Assim, o gráfico de radar fornece informações sobre a posição da empresa frente aos líderes em cada

uma das áreas avaliadas no benchmark. Isso permite revelar os pontos fortes e fracos da empresa demonstrando qual é o espaço para melhoria em cada uma das áreas avaliadas.

Yablonsky et al. (2017) mensuraram a maturidade da governança corporativa, de quatro empresas francesas, por meio da aplicação do gráfico de radar e *survey* com perguntas dirigidas aos diversos segmentos da empresa, identificando pontos onde o processo de governança estaria defasado e necessitaria de maior atenção por parte dos gestores. Além do trabalho de Yablonsky et al. (2017), a etapa de mensurar a governança corporativa das empresas do PIM, fundamentou-se, nas publicações de Fisher (2004), Lester, Parnell e Carraher (2003), Marshall (1982) e Mintzberg (2014), Paiva (2018), que compartilham a ideia de que o conhecimento da situação e da maturidade da empresa e seus processos facilitam o alcance de melhor desempenho e longevidade.

Outro método de análise utilizado - “regressão” – teve como finalidade preservar tanto a integridade dos casos (ou unidades amostrais) quanto o exame sistemático das similaridades e diferenças entre fatores causais em distintos casos.

A utilização de técnicas e métodos distintos, como os que aqui foram empregados, ofereceu a possibilidade de triangulação metodológica envolvendo o objeto empírico, prevenindo possíveis distorções da aplicação de um único método (GÜNTHER, 2006). O uso de múltiplos métodos pretende assegurar uma compreensão de maior profundidade do fenômeno em questão (DENZIN; LINCOLN, 2006). Ainda sobre a importância da triangulação metodológica, Minayo (2010, p. 28-29) registrou que ela é a “combinação e cruzamento de múltiplos pontos de vista e o emprego de uma variedade de técnicas de coleta de dados que acompanha o trabalho de investigação”.

A pergunta da pesquisa e os objetivos formulados foram desdobrados em hipóteses e assertivas relacionais entre variáveis, as quais foram submetidas a testes estatísticos que remetem a métricas quantitativas e processos de pesquisa de campo tipo *survey*.

De acordo com Vergara (2005), a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou fenômeno ou, ainda, o estabelecimento de relações entre variáveis. No caso específico da presente pesquisa, sua natureza descritiva foi manifestada com base no estudo das características das formas de produção nas empresas. Tal estudo foi viabilizado pela aplicação de questionário, uso de formulários e levantamento sistemático, registro, análise, classificação e interpretação de fatos, dados e observações acerca das relações entre os aspectos sociais, econômicos e ambientais pertinentes ao contexto da pesquisa.

A tríade pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e pesquisa de campo sustentou a construção deste estudo como um todo. A interação com os executivos das empresas, por

meio da investigação do tipo *survey* em todas as fases de busca de informações complementares, proporcionou um entendimento mais apurado da realidade estudada e um direcionamento considerado adequado dos dados coletados.

### 3.2 Hipóteses da pesquisa

O formato básico de apresentação das hipóteses de pesquisa e das hipóteses estatísticas utilizado por Formigoni (2008) foi utilizado como referência para ilustrar o relacionamento entre os objetivos estipulados e as hipóteses levantadas nesta tese. No cenário das hipóteses, portanto, e com o compromisso de responder ao objetivo geral, os incentivos fiscais foram considerados uma dimensão da governança corporativa das empresas do modelo ZFM, em respeito ao afirmado por Jensen (1986, 1983) de que a gestão da estrutura de capital pode atuar como um mecanismo de governança auto impositivo. Em outras palavras, o gerenciamento das dívidas pode atuar como um potencial redutor dos custos de agência. Por outro lado, para atender aos objetivos específicos em alinhamento com a natureza empírica da pesquisa, duas hipóteses foram levantadas, como pode ser visto a seguir.

Hipótese 1 (**H<sub>1</sub>**) – Os incentivos fiscais da ZFM influenciam a estrutura de capital das empresas instaladas no PIM. Esta hipótese fundamenta-se no trabalho de Modigliani e Miller (1963), no qual os autores sustentaram que o ganho com a alavancagem financeira se dá pela dedução do imposto de renda, situação que não se verifica no modelo ZFM posto que a concessão de benefício/redução no imposto de renda jurídico, prevista por esse modelo, promoveria, inversamente, a redução da alavancagem financeira. Myers (1984, 2001), de forma complementar, fundamenta esta hipótese ao afirmar que há uma relação entre a obtenção de capital de terceiros e a utilização dos benefícios fiscais, assim como Formigoni (2008), quando identifica a influência dos incentivos fiscais sobre o endividamento das firmas sob a perspectiva de redução do nível deste endividamento com a obtenção de incentivos.

Hipótese 2 (**H<sub>2</sub>**) – Os incentivos fiscais da ZFM influenciam o desempenho das empresas do PIM. A fundamentação desta hipótese advém dos resultados produzidos por Myers (2001), dando conta de que tanto a utilização dos incentivos fiscais quanto a estrutura de capital empregada influenciarão a rentabilidade da organização, e, também, da constatação feita por Tatom (2005) de que existe uma forte relação das isenções fiscais com o desempenho financeiro de empresas beneficiadas com incentivos fiscais.

Para a avaliação dos efeitos estatísticos das hipóteses de pesquisa, fez-se necessário o desenvolvimento de três hipóteses estatísticas relacionadas à Hipótese 1 (**H<sub>11</sub>**, **H<sub>12</sub>**, **H<sub>13</sub>**) e duas

relacionadas à Hipótese 2 ( $H_{21}$ ,  $H_{22}$ ). Desta forma, as hipóteses estatísticas listadas abaixo estão relacionadas aos incentivos fiscais, à estrutura de capital e ao desempenho financeiro das empresas instaladas no PIM, considerando-se o cenário de 75% de redução do imposto de renda e demais benefícios concedidos no caso da ZFM que levam a expectativas de baixo endividamento (total, de curto prazo e de longo prazo) e elevado ganho financeiro.

Outro fator sob análise nesta pesquisa foi a possibilidade, desenhada em termos teóricos, dos incentivos fiscais atuarem como propulsores e coadjuvantes de melhor desempenho das empresas. Assim, lucratividade e rentabilidade foram utilizadas como parâmetros de desempenho como um todo, este representado pelos já consolidados indicadores ROA e ROE. As hipóteses estatísticas são exibidas no Quadro 4 a seguir.

**Quadro 4**– Quadro estruturado das hipóteses estatísticas e dos autores que as fundamentaram.

RELAÇÃO INCENTIVOS FISCAIS – ESTRUTURA DE CAPITAL
$H_{11}$ . O nível de endividamento total da firma (ENDTOTAL) sofre influência da obtenção de incentivos fiscais (INFISC).
$H_{12}$ . O nível de endividamento de curto prazo da firma (ENDCURTO) sofre influência da obtenção de incentivos fiscais (INFISC).
$H_{13}$ . O nível de endividamento de longo prazo da firma (ENDLONGO) sofre influência da obtenção de incentivos fiscais (INFISC).
<b>AUTORES:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Formigoni (2008): análise dos efeitos de incentivos fiscais sobre a estrutura de capital, com viés de redução do nível de endividamento.</li> <li>▶ Myers (1984) e Myers e Majluf (1984): com estudos de hierarquização nas escolhas das fontes de financiamento e nas relações com as dívidas.</li> <li>▶ Myers (1984): teoria de <i>Tradeoff</i> estático e <i>Pecking order</i>, de análises da estrutura de capital das firmas, em relação aos ganhos com benefícios fiscais e ao endividamento em razão dos custos de falência.</li> <li>▶ Pohlmann e Iudícibus (2010): empresas no Brasil com elevado grau de endividamento possuem baixo nível de tributação sobre o lucro.</li> </ul>
RELAÇÃO INCENTIVOS FISCAIS – DESEMPENHO ECONÔMICO
$H_{21}$ . O resultado do ROA sofre influência de incentivos fiscais (INFISC).
$H_{22}$ . O resultado do ROE sofre influência de incentivos fiscais (INFISC).
<b>AUTORES:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Corrêa (2012): Os indicadores financeiros retorno do ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) estão significativamente relacionados à geração de valor.</li> <li>▶ Iudícibus (2007): os coeficientes de retorno do ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) influenciam fortemente o valor de mercado das organizações.</li> <li>▶ Loureiro, Gallon e De Luca (2011): a rentabilidade sofre efeitos econômicos positivos dos benefícios de Subvenções e Assistências Governamentais (SAG).</li> <li>▶ Tatom (2005): os incentivos fiscais ou isenções fiscais podem elevar os índices ROA e ROE.</li> <li>▶ Formigoni (2008): os coeficientes de rentabilidade sofrem os efeitos dos incentivos fiscais.</li> </ul>

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

### 3.3 Universo amostral

No total, foram selecionadas 55 unidades de análise representadas por indústrias S/As instaladas no PIM (ver APÊNDICE A), pertencentes a variados segmentos, cadastradas no banco de dados da SUFRAMA, e classificadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia Estatística (IBGE, 2016) no ano de 2014 como empresas de médio porte (100 a 499 funcionários) e de grande porte (acima de 500 funcionários).

Essas empresas foram escolhidas porque apresentavam processos mais transparentes e, em geral, possuíam documentos desenvolvidos sobre governança (como o relatório de tratamento) em número superior ao de empresas de menor porte, conferindo maior confiabilidade e qualidade aos dados obtidos.

A coleta e tratamento dos dados foram realizados de duas maneiras, a primeira utilizou da lista de empresas S/As cadastradas na SUFRAMA para aplicação do *survey*. A segunda utiliza das demonstrações financeiras das empresas S/As para aplicação de regressão linear em determinadas variáveis.

#### 3.3.1 Amostragem para *Survey* e *Benchmark*

Das 55 unidades de observação selecionadas, o *survey* foi aplicado em 14 empresas, das quais 8 delas foram respondentes e serviram de base para a adoção da estratégia de *benchmark*. Nesta etapa as unidades de observação foram representadas pelos executivos do setor financeiro ou estratégico que trabalhavam nas organizações e respondiam por elas, tais como analistas, gerentes ou diretores financeiros, contábeis e de relação com os investidores. Quanto aos participantes da pesquisa, foi assumido que os mesmos teriam “conhecimento” do processo de governança corporativa, da estrutura de capital e de obtenção de incentivos fiscais da empresa.

É importante destacar a grande dificuldade de obtenção de dados das empresas localizadas no PIM, já que parte delas encontravam-se fechadas enquanto grande parte de outras empresas não demonstraram interesse em contribuir com a pesquisa. A redução para 14 no número de empresas nas quais o *survey* foi aplicado deveu-se a um quadro de atividades reduzidas na maioria delas, indicado por dificuldades econômico-financeiras, ou, por serem de pequeno porte (menos de 100 funcionários), estarem fora do escopo amostral determinado.

O modelo de *survey* utilizado foi do tipo interseccional (*cross-sectional*), pois a coleta dos dados da população foi realizada em um único intervalo de tempo. Teve finalidade exploratório-explicativa, buscando tornar o embasamento teórico-empírico da pesquisa mais

original e despertar pontos de discussão mais compatíveis com a realidade estudada. A amostragem foi não-probabilística intencional em virtude do tipo, local e tamanho das empresas pesquisadas.

Na pesquisa de campo, o porte das empresas (em número de empregados) foi fator restritivo, conforme mencionado anteriormente.

Finda esta etapa geral de contato e caracterização, deu-se início à fase da pesquisa em que os dados foram coletados por meio dos formulários elaborados a partir da fase anterior.

### ***3.3.2 Amostragem para a regressão linear simples***

Para a fase de regressão linear as unidades de observação foram as mesmas 55 utilizadas no *Survey*, e as unidades de análise corresponderam às demonstrações financeiras emitidas anualmente pelas empresas. Deste total, foram utilizados dados de demonstrações financeiras de 19 empresas S/As instaladas no PIM e obtentoras de incentivos fiscais da ZFM, demonstrações estas obrigatórias publicadas em diário oficial do estado do Amazonas. Os motivos da redução da amostra estão representados, a exemplo do ocorrido com a amostra do *Survey*, pelas atividades reduzidas/dificuldades financeiras e pequeno porte das empresas e, adicionalmente, pelos atrasos na publicação das demonstrações financeiras.

### **3.4 Coleta de dados**

A coleta de dados foi realizada com base nas pesquisas bibliográfica, documental, e empírica quantitativa. Para as pesquisas bibliográfica e documental foram utilizados, por exemplo, artigos científicos nacionais e internacionais, documentos e publicações governamentais, literatura originária de reuniões científicas, relatórios e demonstrações financeiras oficiais, legislações específicas, e pronunciamentos de ordens de classe, como os disponíveis em Yablonsky et al. (2017).

Todos os dados e informações extraídos de literatura permitiram a construção de um panorama histórico das teorias mais relevantes - e suas influências - no contexto da gestão, além de uma percepção geral de como estão estruturadas as empresas estudadas. Portanto, os resultados tanto da pesquisa bibliográfica quanto da pesquisa documental revelaram aspectos das diversas fases e os papéis dos principais atores envolvidos no processo de gestão.

### 3.4.1 Coleta de dados do Survey

A pesquisa empírica quantitativa, por sua vez, complementou a coleta de dados por meio da aplicação de questionário estruturado/técnica de *Survey* (ver APÊNDICE B), e assegurou a uniformidade no entendimento conceitual da pesquisa. O questionário, aplicado, sofreu adaptação e ajustes de Yablonsky et al. (2017). A elaboração de um pré-teste e sua aplicação, em turno único, em um grupo de 04 professores das áreas de administração e economia da Universidade Federal do Amazonas (UFAM) mostrou que, tanto o aspecto semântico envolvendo perguntas e enunciados quanto o tempo de resposta ao questionário foram considerados satisfatórios. Este formato foi justificado com base em testes feitos e aprovados em empresas anteriormente.

As mudanças do questionário original ocorreram, em geral, na adaptação dos setores em análise (dimensões) que nesta pesquisa abordou-se as dimensões tradicionais e uma perspectiva ampliada das relações da governança. Assim como, a escala de maturidade foi adaptada para o contexto da língua portuguesa e questões relacionadas aos incentivos fiscais da ZFM não existiam no original.

Em visita *in loco*, o questionário foi aplicado em executivos responsáveis pelo setor financeiro e relacionados à governança corporativa das empresas. Outro recurso utilizado foi o envio do questionário via correio eletrônico para as empresas que se dispuseram a participar da pesquisa. Um total de 08 questionários respondidos foi obtido num universo de 14 empresas instaladas no PIM, dentro das premissas estabelecidas para a pesquisa, correspondendo a uma taxa de respostas de 57% para o total de indústrias pesquisadas. O questionário foi aplicado no período de abril a julho de 2019, nas empresas localizadas na cidade de Manaus. Destaca-se que foram aplicados termos de sigilo e consentimento em todos os respondentes da pesquisa.

Procedeu-se à identificação do informante/profissional da área capaz de apreender os conceitos da pesquisa e reter as informações requeridas. Feito isso, o *Survey* assistido foi aplicado presencialmente nas empresas de médio e grande porte (com 100 ou mais pessoas ocupadas), e o questionário também foi enviado por e-mail para os respondentes que não tinham disponibilidade de tempo para uma reunião.

As variáveis, ou conceitos, constantes das perguntas do questionário possibilitaram a identificação da maturidade dos processos propostos acima de forma a relacioná-los ao ciclo de vida da empresa. Optou-se por um tipo de questionário sintético adaptado à realidade regional considerada na pesquisa, levando-se em conta o ambiente, os riscos, o tamanho da firma, modo de gestão das empresas e demais variáveis. Para isso, foi necessário definir os

níveis de maturidade a partir de uma perspectiva de governança corporativa, lançando-se mão de uma escala de intensidade ordinal para a aferição do desenvolvimento ou prática dos eventos.

Foi solicitado aos respondentes que manifestassem suas opiniões e/ou percepções por intermédio de pontos, de acordo com cinco graus numa escala de valores que vai de zero (0) a quatro (4), sendo (0) = inexistente, não adota: A prática de governança não é adotada na organização; (1) = descoberto/baixo, planeja adotar: A organização identifica a necessidade de adotar as práticas de governança, e/ou ainda está na fase de planejamento para adotar; (2) = em implantação/médio-baixo, iniciou a adotar: A organização é ciente da importância da governança para o desenvolvimento da empresa, está iniciando a prática em menos de 50% de toda organização ou finalizou o planejamento para adotá-la; (3) desenvolvido/médio-alto, adota parcialmente: A organização iniciou a adoção da prática, que ainda não está completamente implementada conforme planejamento realizado, mas já a adota em mais de 50% da organização; e (4) otimizado/alto, adota completamente: A organização adota integralmente a prática de governança apresentada, de modo uniforme, em 100% da organização. Está no nível otimizado.

As questões foram organizadas em variáveis, ou conceitos, que se relacionavam aos diferentes níveis de maturidade. O primeiro passo foi desenvolver uma definição para cada nível de maturidade a partir de uma perspectiva de governança corporativa.

Portanto, adotou-se, para se determinar o nível de maturidade do processo de governança corporativa, uma escala de intensidade ordinal. Escalas ordinais apresentam valores hierarquizados e classificados de acordo com diferentes graus, estabelecendo uma evolução entre os valores (MALHOTRA, 2001).

### ***3.4.2 Coleta de dados das demonstrações financeira***

As informações das variáveis aqui analisadas foram extraídas da publicação anual, do período de anos de 2013 e 2018, dos balanços patrimoniais e demonstrações financeiras de 19 empresas industriais S/As de médio e grande porte, atuantes em variados segmentos, cadastradas na SUFRAMA. Todos os dados dos demonstrativos anuais foram incluídos. O material encontrava-se disponível no *website* do Diário Oficial do estado do Amazonas, e os dados foram coletados entre junho e agosto de 2019.



### 3.5 Tratamento e análise de dados

De acordo com Vergara (2005), a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou fenômeno ou, ainda, o estabelecimento de relações entre variáveis. Tal natureza é marca da presente pesquisa, posto que pretendeu-se examinar, registrar, analisar, classificar e interpretar fatos por meio de questionário e da observação sistematizada. Estes procedimentos levaram ao referido estabelecimento de relações entre, por exemplo, aspectos sociais, econômicos e ambientais nos processos das empresas.

Para reforçar, validar e comparar os resultados obtidos a partir da aferição do nível de maturidade do setor, foi utilizada a estratégia de “*Benchmark*” por meio da análise gráfica de radar, focalizando as empresas com os melhores resultados nas dimensões analisadas. Esta abordagem foi utilizada por permitir uma resposta mensurável das necessidades da empresa e, sobretudo, o monitoramento da maturidade e do desempenho dos vários processos identificados (YABLONSKY et al., 2017). Os resultados do levantamento serviram de base para a definição de parâmetros de referência (*benchmarks*).

#### 3.5.1 Tratamento e análise de dados das demonstrações financeiras

Outro modelo de análise adotado, e que pode ser identificado no desenvolvimento da presente pesquisa como sendo uma contribuição teórica relevante, é o que envolve a dimensão dos subsídios fiscais e a relação destes com dois aspectos: o grau de endividamento total, de longo prazo e de curto prazo, para a avaliação do aproveitamento de benefício fiscal para redução de dívidas e/ou uso do capital de terceiros (alavancagem financeira) e ganho no desempenho financeiro final. Esta é uma situação singular do modelo ZFM que, em função dos aspectos ora considerados, foi analisada por meio da metodologia de regressão linear simples e estatística de correlação.

A amostra desta etapa da pesquisa foi definida a partir das demonstrações financeiras das empresas publicadas no diário oficial do Amazonas, referentes aos últimos cinco anos a partir de 2013, totalizando 81 observações de empresas industriais instaladas no PIM e beneficiadas com os incentivos do modelo ZFM.

A respeito da relação entre os incentivos fiscais da Zona Franca de Manaus e a estrutura de capital, pressuposto como dimensão da governança corporativa peculiar ao modelo ZFM, e com base nos trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963), Myers (1984, 2001) foram realizados testes estatísticos pela técnica de regressão linear simples com o propósito de atender aos objetivos específicos.

A análise das demonstrações financeiras das empresas S/As beneficiadas com incentivos da ZFM também foi utilizada para verificar se os incentivos fiscais e a estrutura de capital têm relação com o desempenho das organizações. Para isto, foram utilizados dois indicadores de desempenho econômico: *Return On Equity* (ROE), que representa o retorno sobre patrimônio líquido (razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido) e é um indicador que informa o quanto de lucro a empresa está gerando sobre seu patrimônio, e o *Return Of Asset* (ROA) que representa quanto que a empresa gera de lucro operacional. Ressalte-se que ambos são indicadores amplamente validados e universalmente utilizados em análises financeiras para descrever o desempenho econômico das empresas, como visto em Almeida et al. (2018), Peixoto (2012) e Formigoni (2008).

O quociente de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) expressa os resultados globais auferidos pela gestão ao administrar os recursos próprios e de terceiros em benefício dos investidores. O valor de mercado de uma organização é fortemente influenciado pelo quociente de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (IUDÍCIBUS, 2007).

Deste modo, com a utilização dos indicadores ROA e ROE, foi possível identificar o desempenho do lucro sobre o patrimônio das empresas instaladas no PIM, incorporando a este contexto a participação dos endividamentos total (ENDTOTAL), de curto prazo (ENDCURTO) e de longo prazo (ENDLONGO).

### ***3.5.2 Variáveis da pesquisa***

Nas subseções seguintes estão descritas e definidas as variáveis dependentes e independentes utilizadas neste estudo.

#### ***3.5.2.1 Variáveis dependentes***

As variáveis dependentes consistem em situações ou fenômenos (parâmetros) que dependem dos valores de outras medidas que sofrem variações. No caso da presente pesquisa estas variáveis estão relacionadas ao grau de endividamento e indicadores de desempenho das empresas da ZFM, como mostrado a seguir.

- ENDTOTAL ou “Endividamento Total” - representa a soma total da dívida (longo prazo e curto prazo) representada pelo passivo circulante e não circulante dividido pelo ativo total. Em geral é utilizado pelo mercado como índice de endividamento geral – EG, quando este resultado é observado em percentual; em outras palavras, é o total de ativos fornecido por credores;

- ENDCURTO ou “Endividamento de Curto Prazo” - é obtido pela divisão entre o passivo circulante e o ativo total. Representa as dívidas que devem ser pagas no curto prazo, ou seja, até o fim do exercício social da organização;
- ENDLONGO ou “Endividamento de Longo Prazo” - é obtido pela divisão entre o passivo não circulante e o ativo total, os quais são exigidos para pagamentos após o exercício social vigente. Pode ser considerado como um tipo de endividamento mais saudável, pois permite que a empresa trabalhe com certa folga sem comprometimento do caixa.
- ROA - retorno sobre o investimento (razão entre o lucro líquido e o ativo total): representa quanto de lucro a firma é capaz de gerar para cada unidade monetária investida ou empregada no patrimônio ativo total. Este indicador é utilizado para averiguar o desempenho financeiro das empresas, inclusive por Formigoni (2008) e Dias (2018), como indicador relacionado ao desempenho e à utilização de incentivos fiscais;
- ROE - representa o retorno sobre patrimônio líquido (razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido), é um indicador que informa o quanto de lucro a empresa está gerando sobre seu patrimônio. Também, utilizado por Formigoni (2008) e Dias (2018).

### 3.5.2.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes são aquelas a cujos parâmetros associados não dependem de nenhuma outra medida variável. No caso desta pesquisa, estes parâmetros têm a finalidade de mensurar os incentivos fiscais das empresas instaladas no PIM, decompostos no indicador “Incentivos fiscais” (INFISC), assim definidos: Montante de todos os créditos e benefícios tributários obtidos no período.

A metodologia de identificação dos incentivos fiscais obtidos pelas empresas da ZFM foi empregada de forma similar àquela utilizada por Holland et al. (2018) e Bispo (2009).

## 3.6 Técnica de correlação estatística

A correlação mede a força da relação linear entre duas variáveis, relação esta que pode ser negativa, positiva ou nula. A correlação é o termo utilizado para designar a relação em dois sentidos. Portanto, para verificar o nível de associação entre as variáveis, isto é, a relação entre os incentivos fiscais e a estrutura de capital e desempenho financeiro das

empresas do PIM, e o teste de significância, utilizou-se da técnica estatística de correlação de Pearson. O *software* SPSS® v. 25 foi o instrumento utilizado para desenvolvimento das técnicas estatísticas neste trabalho.

Em decorrência da necessidade de enquadramento às regras de regressão linear, avaliaram-se, primeiramente, as correlações de Pearson das variáveis dependentes e a independente, com o intuito de se averiguar os possíveis ajustes nos modelos das equações utilizadas. A correlação busca medir a intensidade de relacionamento entre duas variáveis, assim como a direção. Neste contexto, o ideal é que a correlação entre as variáveis dependentes e independentes apresentem grau elevado, ou seja, o mais próximo de 1,00.

### ***3.6.1 Regressão linear simples***

Para analisar os efeitos da estrutura de incentivos fiscais da ZFM sobre a estrutura de capital fez-se uso da técnica de regressão linear simples ou de 1º grau. Na regressão determina-se uma função matemática para descrever-se o comportamento de determinada variável dependente com relação aos dados de uma ou mais variáveis independentes, possibilitando a identificação do comportamento da variável dependente de acordo com as variáveis independentes. É uma técnica também utilizada para explicar os valores de uma variável dado comportamento da outra, ou seja, confirmar se existe uma relação entre duas variáveis.

Portanto, o modelo de regressão linear simples (MRLS) utilizado neste trabalho representa, tão somente, a *relação linear* entre uma variável dependente e uma variável independente. Um dos motivos para o emprego da regressão linear simples é sua propriedade de estimar e/ou prever o valor médio da variável dependente com base no valor já conhecido da variável independente (GUJARATI, 2006).

Desse modo, a questão que se coloca no tocante aos incentivos fiscais da ZFM é se, de alguma maneira, o montante destes incentivos explica o nível de investimentos e financiamento das empresas, se estas usufruem amplamente das vantagens dos incentivos ou prêmios ao utilizarem os incentivos para gerenciamento das dívidas e, ainda, se os incentivos influenciam os resultados do desempenho das empresas, como acreditavam Modigliani e Miller (1958, 1963). Em outras palavras, a partir da utilização da técnica de regressão linear simples, foi possível verificar se é ou não positiva a relação entre o uso de benefícios fiscais para aumento de alavancagem financeira e/ou investimento de terceiros e o uso de recursos próprios, ou seja, se a obtenção de incentivos pode reduzir o grau de dívidas. O emprego da

técnica de regressão linear simples também permitiu exprimir a relação da administração do conflito de agência entre os gerentes, acionistas e os credores das dívidas pelo uso do capital em caixa e gerenciamento das dívidas, como já considerado por Jensen (1993) e Jensen e Meckling (1976)

Avaliou-se, aqui, o efeito da variável independente INFISC (incentivo fiscal da ZFM) sobre as variáveis dependentes ENDTOTAL (endividamento total), ENDCURTO (endividamento de curto prazo) e ENDLONGO (endividamento de longo prazo), ROA (retorno sobre o investimento - razão entre o lucro líquido e o ativo total) e ROE (retorno sobre patrimônio líquido - razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido).

Os autores Aivazian, Ge e Qiu (2005) e Correia, Silva e Martins (2018) já haviam utilizado a relação da dívida (passivo total ou de longo prazo) pelo ativo total. Nesta tese foram incluídas, separadamente, as relações de dívidas dos tipos total (passivo circulante mais o não circulante), curto prazo (passivo circulante), e longo prazo (passivo não circulante) pelo ativo total para melhor visualização da utilização de investimento de terceiros e de capital próprio, também, utilizado por Dias (2018).

As equações de regressão linear para permitir a observação do comportamento da amostra estão representadas de 05 formas separadas, com as variáveis dependentes: ENDTOTAL, ENDCURTO, ENDLONGO, ROA e ROE, e variável independente INFISC, como pode ser visto a seguir:

1. Verificar o impacto dos incentivos fiscais na forma de endividamento total das empresas do PIM:

$$\mathbf{ENDTOTAL = \alpha + \beta_1 INFISC + \varepsilon} \quad (1)$$

2. Verificar o impacto dos incentivos fiscais na forma de endividamento de curto prazo das empresas do PIM:

$$\mathbf{ENDCURTO = \alpha + \beta_2 INFISC + \varepsilon} \quad (2)$$

3. Verificar o impacto dos incentivos fiscais na forma de endividamento de longo prazo das empresas do PIM:

$$\mathbf{ENDLONGO = \alpha + \beta_3 INFISC + \varepsilon} \quad (3)$$

4. Verificar o impacto dos incentivos fiscais no Retorno sobre o ativo - ROA das empresas do PIM:

$$\mathbf{ROA = \alpha + \beta_4 INFISC + \varepsilon} \quad (4)$$

5. Verificar o impacto dos incentivos fiscais no Retorno sobre o patrimônio - ROE das empresas do PIM:

$$ROE = \alpha + \beta 3INFISC + \varepsilon \quad (5)$$

Em que:

INFISC: estimativa da variável independente incentivos fiscais (ZFM);

$\alpha$  = estimativa do coeficiente linear, constante do modelo;

$\beta$  = estimativa do coeficiente angular, coeficiente de regressão;

$\varepsilon$  = resíduo do modelo.

Nesta tese foram realizados os seguintes testes para aferir a validade dos modelos: foi realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov para avaliar a normalidade dos resíduos; o teste t para avaliar a significância do coeficiente; teste VIF (*Variance Inflation Factor*), para testar a presença de multicolinearidade entre as variáveis; o teste de Durbin-Watson, para avaliação da autocorrelação entre os resíduos.

Os *outliers* foram mantidos na análise em função do universo relativamente pequeno de observações realizadas, além de corresponderem a possíveis casos válidos na população e poderem piorar as análises no caso de sua eliminação, como sustentado por Hair et al. (2009).

A multicolinearidade trata-se de preditoras correlacionadas com outras preditoras. Passa ser um problema no ajuste do modelo impactando na estimativa dos parâmetros, afetando o aumento dos erros padrão dos coeficientes. O aumento dos erros padrão, por sua vez, denota que os coeficientes para algumas variáveis independentes podem não ser significativamente diferentes de 0. A baixa multicolinearidade é o ideal, tanto que para Fávero et al. (2009) os valores de VIF acima de cinco já apresentam problemas de multicolinearidade.

O teste de Durbin-Watson foi realizado para detectar a presença de autocorrelação (dependência) nos resíduos da regressão. Determina se ou não a correlação entre os termos de erro adjacente é zero. Para alcançar uma conclusão do teste, é necessário comparar a estatística exibida aos limites inferiores e superiores em uma tabela e há uma dependência com o tamanho da amostra, e dos parâmetros estimados. As tabelas apresentam valores limitantes inferiores (DL) e superiores (DU), permitindo a verificação da existência de autocorrelação ou não dos resíduos (HOFFMANN, 2016).

O teste de Kolmogorov-Smirnov foi utilizado para verificar da aderência dos ajustes dos parâmetros das distribuições de probabilidade, ou seja, se as amostras têm distribuições semelhantes, se a amostra tem distribuição de curva normal. Este teste pode aplicado mesmo no caso de amostras pequenas. Valores maiores para a estatística de Kolmogorov-Smirnov indicam que os dados não seguem a distribuição normal.

O teste F-ANOVA para análise de variância (ANOVA) testa a hipótese de que as médias de duas ou mais populações são iguais, ou seja, para testar a igualdade das médias aplicada aos desvios absolutos.

O Quadro 5 a seguir apresenta, de forma sintética, a metodologia e as principais técnicas de pesquisa adotadas na tese, relacionando-as aos autores balizadores.

**Quadro 5** -Quadro sinótico comparativo: Objetivos e metodologias das publicações mais relevantes para o embasamento teórico-metodológico da tese X Objetivos, metodologia e inovações da tese.

<i>Objetivos e metodologias das Publicações mais relevantes para o embasamento teórico-metodológico da tese nas áreas de governança corporativa e incentivos fiscais</i>	<i>Objetivos, metodologia e inovações da tese nas áreas de governança corporativa e incentivos fiscais</i>
<b>Objetivo: Mensurar a maturidade da Governança corporativa</b>	
Yablonski et al. (2017)	Desenvolvido nesta tese: Oliveira (2019)
<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Quatro empresas francesas.</p> <p>Dimensões e domínios analisados: estratégia, gestão dos recursos, gestão da performance, riscos, controle interno e regulamentação.</p> <p>Técnica de <i>Survey</i> com escala ordinal, gráficos de radar e benchmark das dimensões.</p> <p>Questionário aplicado em variados setores das empresas; abrangente aos stakeholders.</p>	<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Empresas S/As de médio e grande porte do PIM.</p> <p>Levantamento bibliográfico para identificação dos indicadores, dimensões e delimitação metodológica.</p> <p><i>Survey</i> com escala ordinal direcionado ao entendimento do Ciclo de Vida Organizacional das empresas, benchmark das empresas selecionadas, gráficos de radar e de intensidade.</p> <p>Dimensões e domínios analisados: Conselho da administração, controle interno, estrutura de propriedade, incentivo aos administradores, proteção dos acionistas minoritários, transparência das informações, <i>Stakeholders</i>, valor compartilhado e Responsabilidade Socioambiental, Inovação, digitalização e Tecnologia da Informação.</p>
Almeida et al. (2018)	
<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Índice da governança corporativa para análise de desempenho econômico – ROE.</p>	
Peixoto (2012)	
<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Modelo de regressão com dados em painel, para investigar a relação entre o índice de qualidade da governança e os aspectos de desempenho /valor/risco no contexto brasileiro.</p>	

Indicadores utilizados para desempenho: margem líquida ROA, ROE, EBITDA/ Ativo Total e EBIT/Vendas.	
<b>Objetivo: Avaliar e analisar os efeitos dos subsídios e incentivos governamentais do Polo Industrial de Manaus e sua relação com a estrutura de capital e desempenho</b>	
Formigoni (2008)	Desenvolvido nesta tese: Oliveira (2019)
<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Comparação de indicadores com empresas sem e com incentivos fiscais com teste U de Mann-Whitney e GLM test.</p>	<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Técnica de regressão linear simples sobre os últimos cinco anos de demonstrações financeiras e contábeis para a identificação de possíveis correlações entre os incentivos fiscais da ZFM e a estrutura de capital e rentabilidade das empresas.</p> <p>Variáveis dependentes consideradas: ENDTOTAL (endividamento total), ENDCURTO (endividamento de curto prazo) e ENDLONGO (endividamento de longo prazo); variável independente considerada: INFISC (incentivo fiscal da ZFM).</p> <p>Utilização do indicador <i>Return On Equity</i> (ROE) e <i>Return On Asset</i> (ROA) para identificar o desempenho econômico.</p>
Dias (2018)	
<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Firmas brasileiras de capital aberto.</p> <p>Técnicas estatísticas de regressão múltipla e correlação de Pearson.</p>	
Bispo (2009)	
<p><u>Metodologia:</u></p> <p>Indústrias instaladas na ZFM.</p> <p>Técnica de análise de conteúdo e estatística descritiva para comparação da forma de contabilização dos incentivos fiscais.</p> <p>Estatística de regressão e teste de média para análise da criação de riqueza.</p>	

Fonte: Elaboração própria (2019)



## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Este capítulo é dedicado à apresentação e discussão dos resultados obtidos. Primeiramente, são demonstrados os resultados relativos aos graus de maturidade dos processos de governança corporativa das empresas do PIM, nos termos das dimensões propostas, com a identificação dos principais *stakeholders* e, também, da relação com os incentivos fiscais das empresas analisadas. Num segundo momento, é explicitada a relação entre os incentivos fiscais da ZFM e o grau de endividamento das empresas e desempenho econômico, relação esta analisada por meio de regressão linear simples com base na segunda proposição de Modigliani e Miller (1958, 1963) e nos resultados de Myers (2001, 1984). Avançou-se, com isso, na proposta de um mecanismo de governança corporativa peculiar às empresas beneficiadas com o modelo ZFM.

### 4.1 Grau de maturidade da governança corporativa de empresas do PIM

A Tabela 1 mostra o número de empresas S/As instaladas no Polo Industrial de Manaus que responderam ao questionário, bem como as medianas dos graus de maturidade correspondentes às dimensões pesquisada.

**Tabela 1** -Medianas dos graus de maturidade de nove dimensões da Governança Corporativa das empresas S/As do PIM respondentes ao questionário.

NÚMERO DE EMPRESAS RESPONDENTES	8
1. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	1 (maturidade baixa)
2. TRANSPARÊNCIA	1 (maturidade baixa)
3. CONTROLE CORPORATIVO	2 (maturidade médio-baixa)
4. INCENTIVOS AOS ADMINISTRADORES	2 (maturidade médio-baixa)
5. PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS	2 (maturidade médio-baixa)
6. DIGITALIZAÇÃO	2 (maturidade médio-baixa)
7. VALOR COMPARTILHADO	3 (maturidade médio-alta)
8. <i>STAKEHOLDERS</i>	4 (maturidade completamente otimizada)
9. RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL	4 (maturidade completamente otimizada)

Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

As medianas dos graus de maturidade das nove dimensões elencadas na Tabela 1 acima correspondem, numa escala ordinal, às seguintes condições: 0 – inexistente; 1 – descoberto/baixo; 2 – maturidade em implantação/médio-baixo; 3 – maturidade desenvolvida em partes/médio-alto; 4 - maturidade otimizada/completamente implementada.

Foi possível identificar, no contexto das dimensões de governança corporativa ampliada, distintos graus de maturidade de processos empresariais e, com base nos graus

identificados e por meio do uso de uma escala ordinal, aferir a maturidade da governança corporativa executada, especificamente, por empresas do PIM, como visto na Tabela 1.

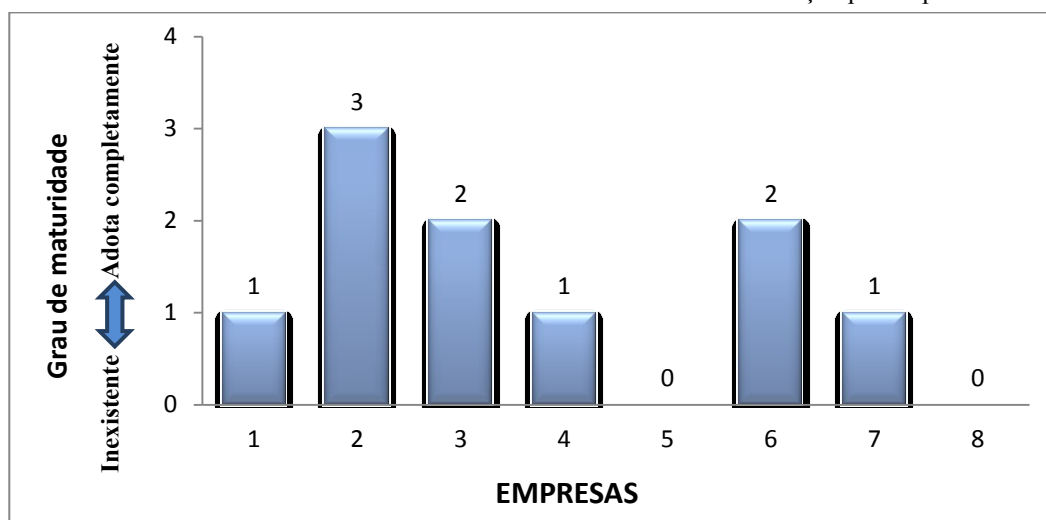
Os gráficos a seguir mostram os resultados obtidos para cada dimensão medida e os graus de maturidade das empresas respondentes relacionados ao questionário adotado na pesquisa de campo.

### **Dimensão 1: Conselho de administração**

No intuito de responder o objetivo geral e compreender como se desenvolve a dimensão conselho da administração nas empresas do PIM, foram questionados itens relacionados aos comitês, conselhos, independência e aplicabilidade das orientações do conselho na gestão.

O Gráfico 1 mostra os resultados obtidos a partir da aplicação do questionário de forma individual.

**Gráfico 1** -Graus de maturidade da dimensão Conselho de Administração por empresa.



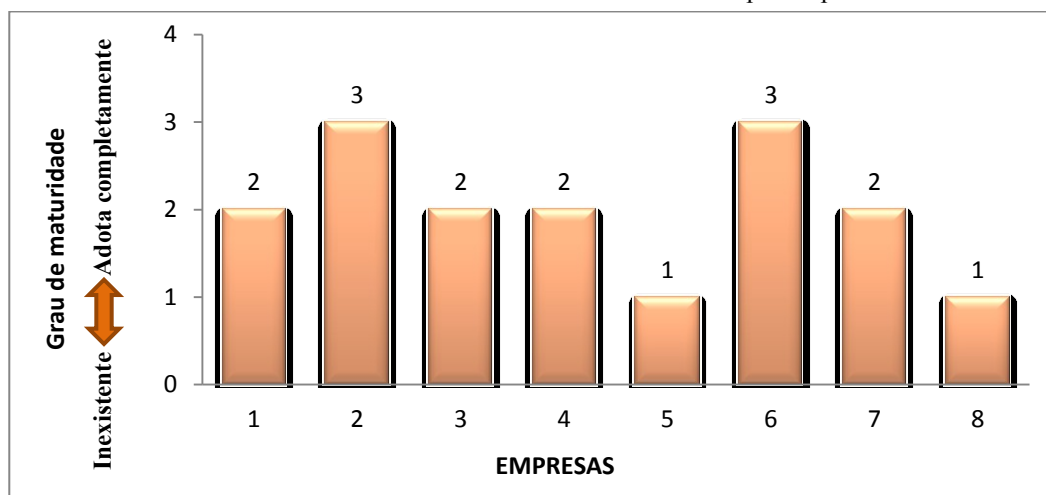
Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

Com relação à dimensão “Conselho da administração”, os resultados apontaram que as empresas pesquisadas exibem baixos índices de implementação desta dimensão. O resultado de uma média de 1,25 e mediana de 1,00 no grau de maturidade verificado no questionário denota que as empresas do PIM analisadas não possuem conselhos de administração implementados ou, quando possuem, estes não apresentam relativa independência ou importância necessária para influenciar as decisões na organização.

### Dimensão 2: Controle

A dimensão “controle” ou “controle corporativo” apresenta relação com a estrutura/concentração de propriedade; o controle é exercido por poucos acionistas.

**Gráfico 2** -Graus de maturidade da dimensão Controle por empresa.



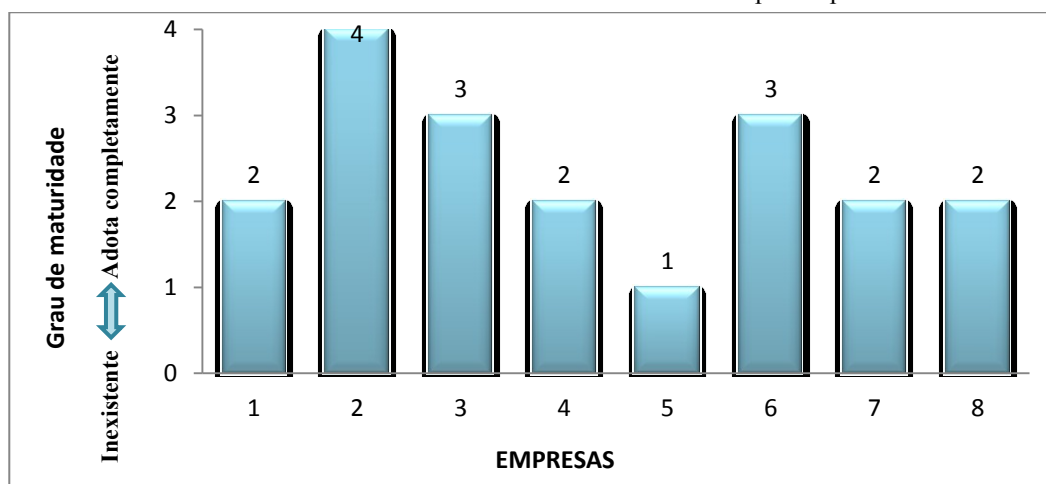
Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

O resultado do Gráfico 2 mostra uma maturidade médio-baixo, evidenciando uma concentração na estrutura de propriedade característica do modelo anglo-saxão de governança corporativa e dominante no país, com empresas maiores. Estes resultados podem ser relacionados a um maior custo de agência e monitoramento.

### Dimensão 3: Incentivos

A dimensão Incentivos, incluindo incentivos e estímulos aos agentes em prol das organizações, teve sua maturidade identificada da forma ilustrada abaixo.

**Gráfico 3** -Graus de maturidade da dimensão Incentivos por empresa.



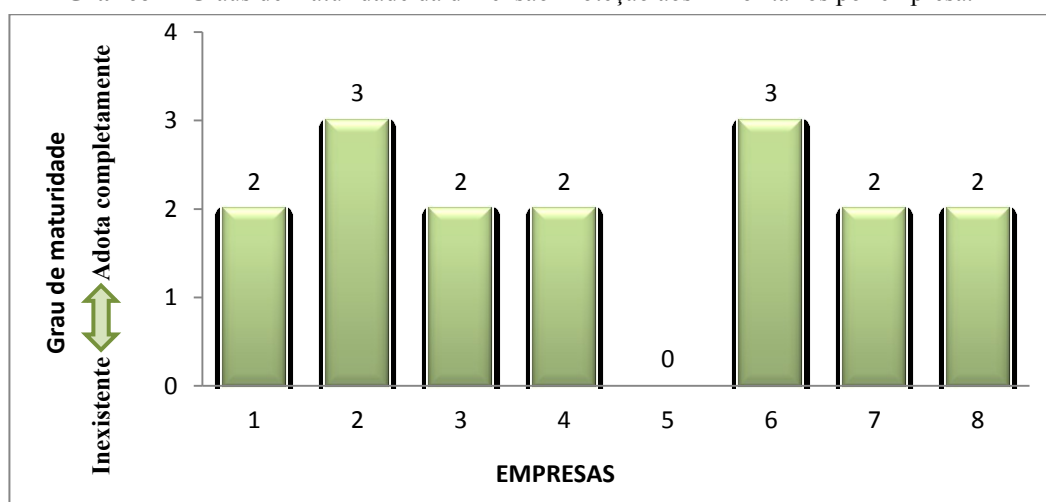
Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

Os resultados obtidos referentes aos “incentivos” indicam uma maturidade médio-baixa. No entanto, foi possível identificar nas conversas com os gestores ao se aplicar o questionário, a tentativa das empresas de variar o formato de remuneração e incentivos.

#### **Dimensão 4: Proteção aos minoritários**

A análise desta dimensão permitiu identificar a maturidade do processo que envolve a relação da empresa com os acionistas minoritários, como pode ser visto no gráfico abaixo.

**Gráfico 4** -Graus de maturidade da dimensão Proteção aos minoritários por empresa.



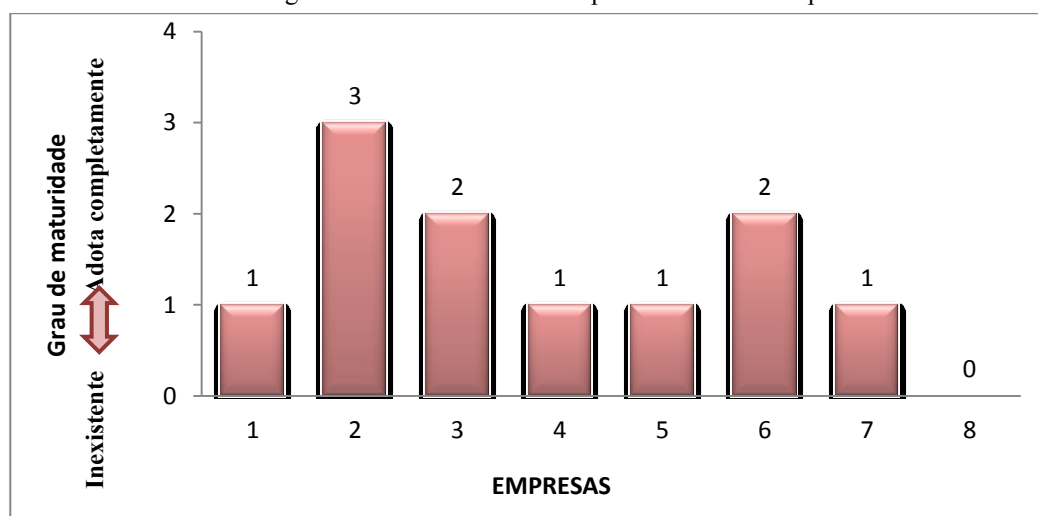
Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

Resultado da pesquisa constatou mediana 02 no grau de maturidade da proteção aos minoritários. Credita-se o resultado em decorrência da grande maioria das empresas do PIM não apresentarem capital aberto e alta concentração de ações em posse do controlador - matriz.

#### **Dimensão 5: Transparência**

Com a análise da dimensão Transparência foi possível identificar a maturidade do processo de como se dá a comunicação da empresa com todas as partes envolvidas em se tratando, por exemplo, do direcionamento e dos planos da organização. O Gráfico 5 a seguir mostra esta situação.

**Gráfico 5** -graus de maturidade da transparência de cada empresa.



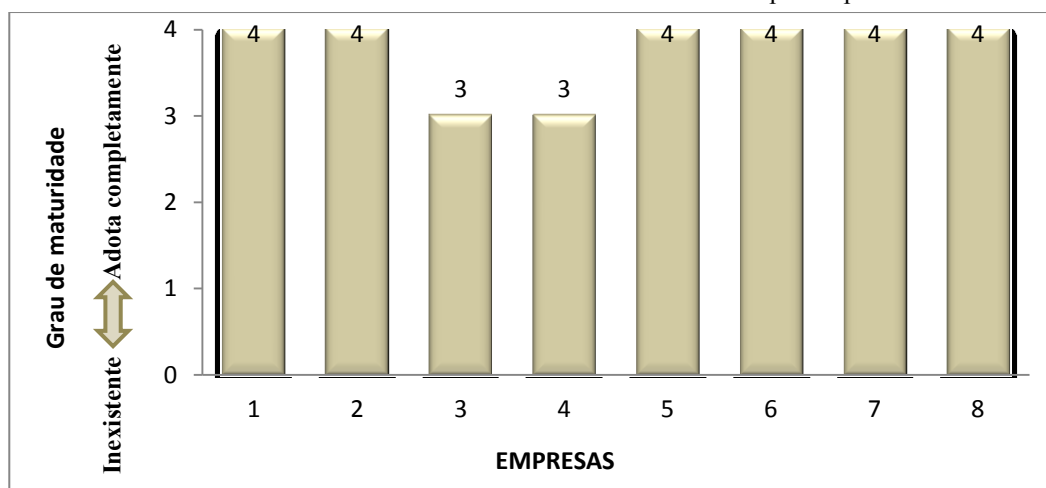
Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

O baixo grau de maturidade da dimensão “transparência” corresponde a um índice baixo de comunicação com os funcionários, clientes e sociedade, e revela que as ações gerenciais e planos futuros da empresa não estão sendo compartilhados adequadamente com seus envolvidos.

### **Dimensão 6: Stakeholders**

A dimensão *Stakeholders* engloba questionamentos sobre práticas da governança corporativa referentes às partes interessadas, como fornecedores, funcionários, clientes, sociedade, etc. Os graus de maturidade identificados para esta dimensão aparecem no Gráfico 6 a seguir.

**Gráfico 6** -Graus de maturidade da dimensão *Stakeholders* por empresa.



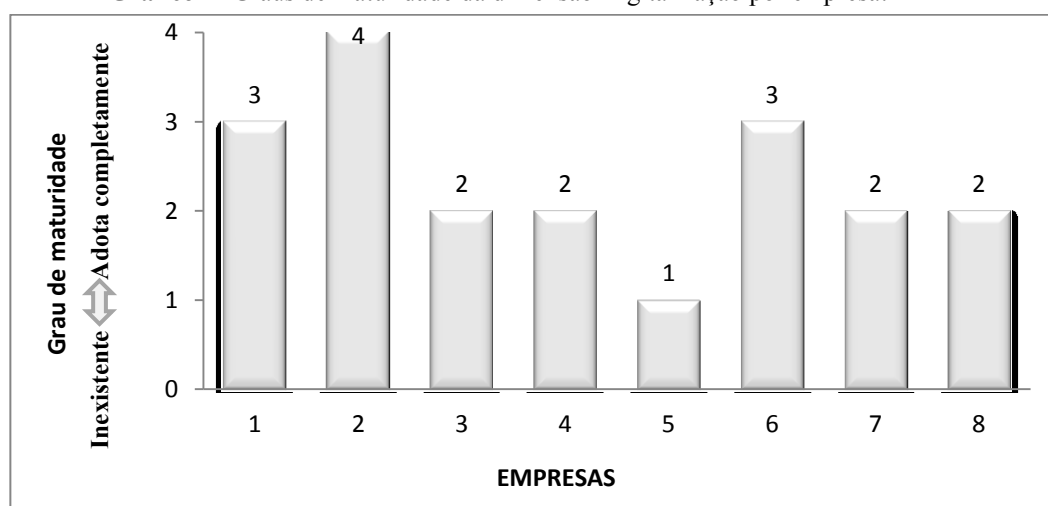
Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

Os resultados apontaram para uma maturidade elevada no processo com os *stakeholders*, representados por uma mediana de grau 04, isto é: as empresas do PIM desenvolvem uma boa e segura relação com suas partes interessadas. Credita-se tal resultado ao sistema de relacionamento das empresas da ZFM, baseado na criação de clusters com seus fornecedores, transportadores e a comunidade sob influência da empresa.

### Dimensão 7: Digitalização

A Digitalização é uma dimensão voltada para a atualização de operações digitais e atendimento a demandas recentes por digitalização de processos empresariais de várias naturezas. Seus graus de maturidade estão expostos no gráfico a seguir.

Gráfico 7 -Graus de maturidade da dimensão Digitalização por empresa.

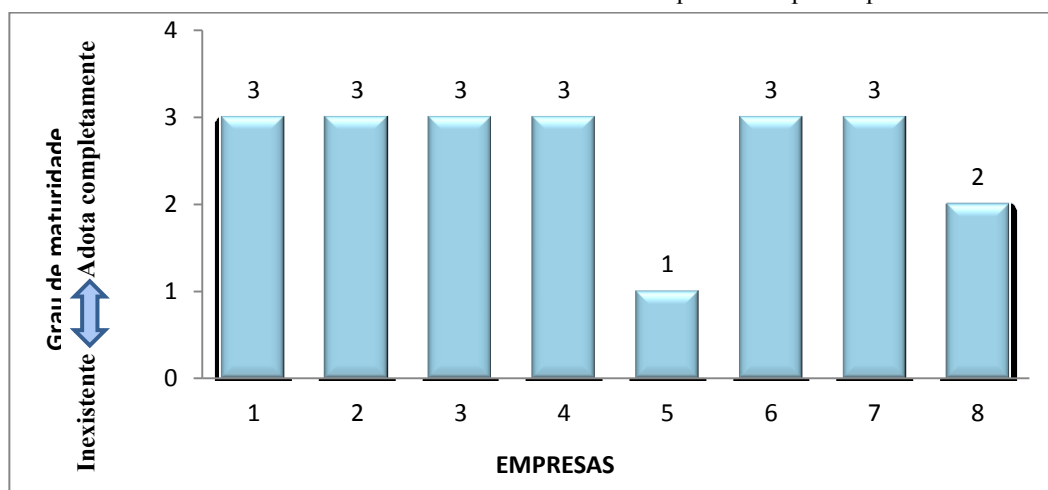


Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

Os resultados apontaram para uma maturidade médio-baixo, isto é, as empresas estão atualizando seus processos, porém com a utilização de equipamentos não adaptados e de forma inicial.

### Dimensão 8: Valor compartilhado

A dimensão Valor compartilhado diz respeito a como a empresa apresenta as atividades sociais e ambientais ao mercado. Os graus de maturidade desta dimensão podem ser vistos no Gráfico 8a seguir.

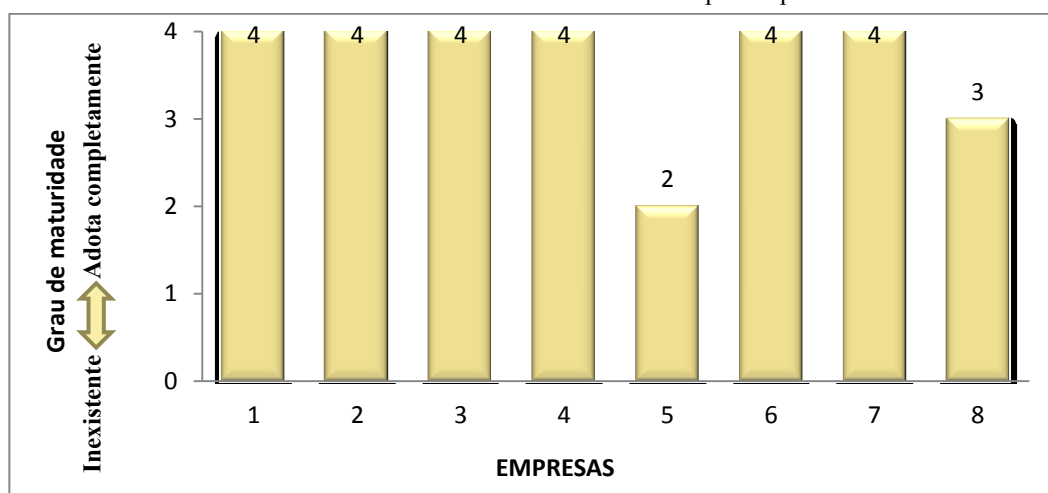
**Gráfico 8** -Graus de maturidade da dimensão Valor compartilhado por empresa.

Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

A dimensão Valor compartilhado apresentou resultado médio elevado. Apesar de ser uma conceituação que só recentemente tem sido estudada e utilizada pelas empresas, as empresas do PIM mostraram-se aptas a incorporá-la, em especial no contexto ambiental.

### Dimensão 9: RSE

A dimensão RSE contempla a relação da empresa com o meio ambiente e com a sociedade em seu entorno, além do alcance e penetração de seus produtos. O Gráfico 9 seguinte mostra os graus de maturidade para esta dimensão.

**Gráfico 9** -Graus de maturidade da dimensão RSE por empresa.

Fonte: Resultado da pesquisa (2019).

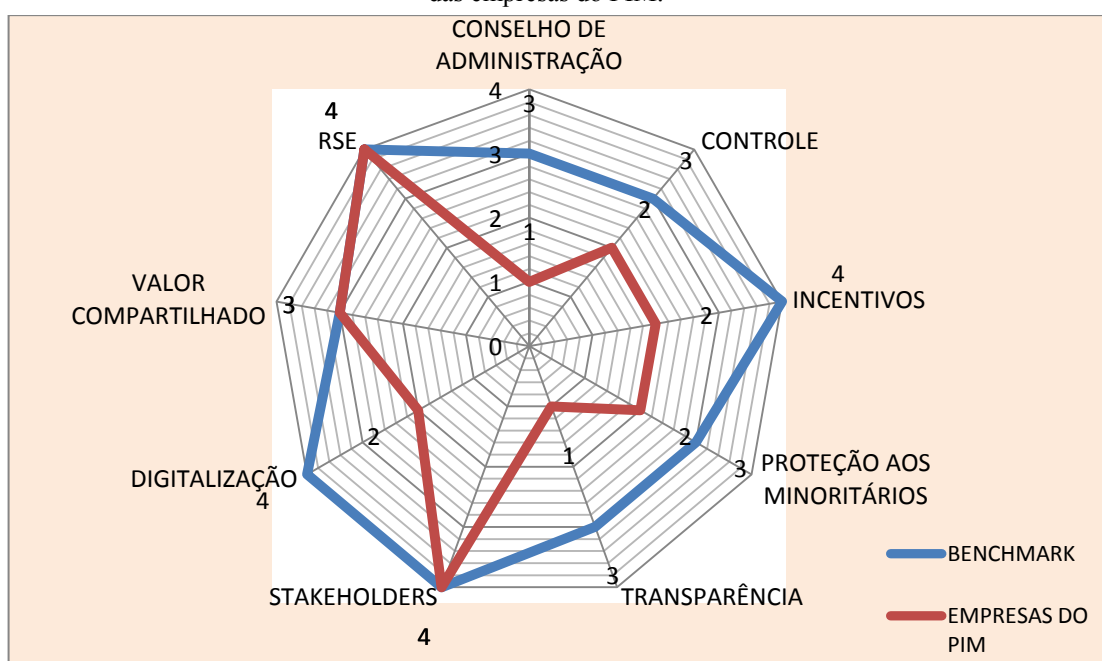
Os resultados mostraram uma elevada atuação das empresas nesta dimensão, em alinhamento com o valor compartilhado. A mediana de grau 04 significa dizer que as empresas do PIM desenvolvem boas relações de Responsabilidade Social e Ambiental.

Credita-se este resultado à importância do PIM para o estado do Amazonas na geração de empregos, renda e desenvolvimento tecnológico e educacional, e, também, ao sistema de controle ambiental específico para a região amazônica nas esferas municipal, estadual e federal.

Os graus máximos de maturidade das dimensões relacionadas ao tratamento com meio ambiente e às partes interessadas envolvidas com as empresas correspondem à condição de uma maturidade otimizada, avançada. Isto se deve, possivelmente, a questões envolvendo exigências da SUFRAMA e outros órgãos regulatórios da Zona Franca de Manaus. Por estarem inseridas nos mecanismos de incentivos fiscais e regulação ambiental do Estado do Amazonas, as empresas estão obrigadas a atender às exigências ambientais e sociais, além das exigências dos clientes. Ressalte-se que um número considerável de empresas instaladas no PIM possui certificação ambiental, o que favorece a formação de uma cadeia de empresas fornecedoras com certificação, por um lado, ou ambiental e socialmente responsáveis, por outro lado.

A Figura 7a seguir mostra, de forma unificada, os graus de maturidade e o benchmark de nove dimensões da governança corporativa das empresas pesquisadas instaladas no PIM. Os graus variam de 0 a 4, numa escala ordinal. Quanto mais elevado é o valor, maior será o grau de maturidade da dimensão em questão.

**Figura 7** -Gráfico de radar dos graus de maturidade de nove dimensões da governança corporativa das empresas do PIM.



Fonte: Resultado da pesquisa (2019)



O gráfico acima é resultado da análise dos dados obtidos a partir das respostas das empresas do PIM ao questionário, a exemplo dos gráficos individualizados para cada uma das dimensões consideradas anteriormente. Baixos graus de maturidade são evidenciados para as dimensões consolidadas ou exigidas por órgãos de regulamentação, tais como conselho de administração, incentivos aos administradores, proteção a acionistas minoritários e transparência.

Os baixos graus de maturidade nos processos de governança envolvendo as dimensões Conselho de Administração e Transparência denotam que as empresas instaladas no PIM não adotam, ou estão em fase de planejamento para adotar, um Conselho de Administração mais isento. Caracterizando, no atual modelo, que as decisões estão concentradas nos executivos e em favor, em sua maioria, dos *shareholders*. Complementarmente, as empresas não são transparentes nas atividades que exercem, isto é, as informações são restritas aos acionistas majoritários e indisponíveis aos *stakeholders* mais distantes da gestão, como sugerido na Figura 7. Tal resultado concorda e evidencia a contribuição das empresas do PIM para a manutenção de um ambiente de assimetria informacional, como apregoava Williamson (1985).

Destaca-se as duas dimensões que exibiram os graus de maturidade mais elevados – RSE e *Stakeholders* – das empresas da amostra instaladas no PIM que responderam ao questionário. Nestas dimensões Responsabilidade Social Empresarial e *Stakeholders* a grande maioria das empresas respondentes apresentaram o grau de maturidade similar ao Benchmark, com predominância dos níveis 03 e 04.

As dimensões que correspondem à relação das empresas com os *stakeholders* e ao valor compartilhado, com graus de maturidade quatro e três, respectivamente, indicam que as empresas do PIM estão maduras na relação com seus *stakeholders* e já possuem certa maturidade ao compartilhar seus valores. Credita-se tal resultado às características de localização, do segmento dos produtos do PIM e dos incentivos fiscais que promovem a criação de cadeias, clusters e APLs na região ligados às empresas, gerando um grande sistema.

É importante destacar que o benchmark da amostra revela graus de maturidade elevados para a maioria das dimensões, sinalizando que as empresas da região são capazes de executar uma governança corporativa com grau de maturidade mais avançado estando, ao mesmo tempo, atualizadas com algumas demandas específicas. Tal percepção tem origem no conceito de empresas instaladas característico do contexto restrito da ZFM: empresa fechada, propriedade concentrada, controlador único, e desvinculada da lista de uma bolsa de valores,

fatores que não estimulam boas práticas de GC e desobrigam a empresa a atender às exigências de órgãos regulamentadores.

Em linhas gerais, os resultados expressos nos gráficos acima respondem ao questionamento maior desta pesquisa, que foi o de identificar graus de maturidade para as dimensões da governança corporativa de empresas do PIM, segundo uma perspectiva ampliada desta governança. Apresenta similaridades com os obtidos por Yablonsky et al. (2017) (ver Figura 6), apesar de algumas alterações e adaptações à realidade peculiar da ZFM, que se fizeram necessárias no contexto desta tese. Os resultados obtidos por estes autores revelaram graus de maturidade médios/baixos para quatro dimensões de sete analisadas, porém contrários aos resultados obtidos por Paiva (2018) que mostraram um elevado grau de maturidade da governança corporativa das cooperativas de crédito então analisadas. É oportuno destacar que o BACEN – órgão regulamentador das cooperativas de crédito - exige o atendimento a diretrizes específicas de GC, desempenhando papel importante, juntamente com outros órgãos na aplicação das regras de boas práticas de governança por parte das empresas.

#### **4.2 Análise descritiva das variáveis**

Foram aplicadas técnicas estatísticas para a verificação da provável influência dos incentivos fiscais da ZFM na estrutura de capital e no desempenho das empresas instaladas no PIM

Técnicas de regressão linear simples e correlação, e ajustes nos modelos para averiguação da representatividade das variáveis são apresentados neste capítulo. São incluídas a variável independente “incentivo fiscal” (INFISC) e as variáveis dependentes “endividamento total” (ENDTOTAL), “endividamento de curto prazo” (ENDCURTO), “endividamento de longo prazo” (ENDLONGO), desempenho administrativo (ROA) e desempenho do retorno de capital (ROE). Desse modo, são apresentadas, primeiramente, a análise descritiva e a correlação das variáveis e, posteriormente, as regressões de cada variável.

Desse modo, é primeiramente apresentado a análise descritiva das variáveis, a correlação das variáveis e posteriormente as regressões de cada variável.

A Tabela 2 expõe as estatísticas descritivas da amostra com valores da média, mínimo e máximo, desvio padrão e mediana das variáveis analisadas.

**Tabela 2** -Estatística descritiva da amostra, em %.

Variáveis	Obs.	Média	DesvPadrão	Mínimo	Mediana	Máximo
<b>Variáveis da amostra em valores percentuais</b>						
INFISC	81	5,171	5,109	0,000	3,407	20,213
ENDTOTAL	81	54,293	55,040	0,000	41,460	410,300
ENDCURTO	81	39,676	47,349	0,000	24,760	348,140
ENDLONGO	81	16,621	22,874	0,000	10,140	166,880
ROA	81	-4,525	34,911	-199,115	1,721	47,784
ROE		-273,978	2244,686	-2019,405	2,813	52,419

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

Na Tabela 2 apresenta a estatística descritiva da amostra referente às 81 observações obtidas das publicações das demonstrações financeiras de 19 empresas S/As instaladas no PIM e beneficiadas com incentivos da ZFM. Verifica-se que as empresas analisadas contabilizam, aproximadamente, 54% de endividamento total; deste total, o endividamento de curto prazo é, em média 39% do formato das dívidas das empresas analisadas e o endividamento de longo prazo apresenta o menor percentual do endividamento, em média 16%. Valores extremos foram observados nos índice de endividamento, algumas empresas com 410% de dívida e outras com zero endividamento.

Números observados para o ROA são superiores aos verificados para o ROE, com média de -4% e -274%, respectivamente. Os incentivos fiscais apresentam uma média de 5,2% dos ativos das empresas do PIM analisadas.

#### **4.2.1 Correlação do INFISC e variáveis dependentes**

As correlações de Pearson das variáveis dependentes e da variável independente aparecem na matriz da Tabela 3. A correlação mostra o grau de relacionamento entre o incentivo fiscal – INFISC e demais variáveis relacionadas a estrutura de capital e o desempenho financeiro das empresas. Apresenta o índice de correlação de Pearson do indicador financeiro em relação ao INFISC, no nível de significância de 5%. Quanto mais próximo de 1,00 é a correlação entre as variáveis dependentes e independentes, mais elevado é o grau de correlação entre as variáveis, como também, pode demonstrar a existência de multicolinearidade.

**Tabela 3** –Coeficiente de correlação de Pearson, em %.

<b>Correlação de Pearson</b>	<b>ENDTOTAL</b>	<b>ENDCURTO</b>	<b>ENDLONGO</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>
<b>INFISC</b>	-0,0826	-0,1463	0,0892	0,0234	0,1092
<b>Sig. (1 extremidade)</b>	0,2318	0,0962	0,2142	0,4178	0,1659
<b>N</b>	81				

\* Significância a 5%.

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

Os resultados referentes à correlação de Pearson das variáveis incentivos fiscais da ZFM – INFISC, endividamento total – ENDTOTAL, endividamento de curto prazo – ENDCURTO, e endividamento de longo prazo – ENDLONGO, com significância em 5%, exibidos na Tabela 3, denotam que os incentivos fiscais apresentam correlação baixa e negativa com o endividamento total e o de curto prazo, tendo o endividamento de curto prazo uma leve maior representatividade que os demais. A correlação dos incentivos fiscais com o endividamento de longo prazo apresenta-se positiva e significância de 0,089. Estes resultados corroboram os de Formigoni (2008), que não encontrou, em sua pesquisa, correlação significativa entre incentivos fiscais e a estrutura de capital.

Destaca-se que o endividamento de curto prazo apresentou uma associação negativa e com leve significância em 5%. Este resultado, apesar da baixa correlação, pressupõe que quanto mais incentivo fiscal a empresa obtém, seu endividamento de curto prazo é reduzido. No entanto, o endividamento de longo prazo mostra correlação positiva com o incentivo fiscal, isto é, quanto maior o incentivo fiscal, maior será o endividamento de longo prazo.

Portanto, supõe-se que, num primeiro momento, o modelo de incentivos fiscais da ZFM e o montante destes incentivos adquiridos pelas empresas não estão interferindo no gerenciamento dos sistemas de endividamento dessas firmas, já que é baixa a correlação entre incentivos fiscais e endividamento total.

Destaca-se os resultados da correlação dos incentivos fiscais e o desempenho financeiro, identificados pelas variáveis ROA (retorno sobre o ativo) e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido). Os resultados da correlação de Pearson entre o INFISC e ROA e entre INFISC e ROE também apresentam baixa correlação ao nível de 5% de significância, sendo a maior representatividade observada para o indicador de desempenho ROE.

As correlações entre as variáveis dependentes e a variável independente INFISC mostram-se distantes de 1,00 e, portanto, não caracterizam uma correlação adequada nas

variáveis explicativas no modelo proposto. Gujarati (2006) estipulou o valor de 0,60 como limite tolerável para significância de correlação, valor inferior ao estipulado por teóricos.

### 4.3 Regressão linear simples das empresas do PIM

Os resultados das regressões para as variáveis dependentes endividamento total (ENDTOTAL), endividamento de curto prazo (ENDCURTO), e endividamento de longo prazo (ENDLONGO) contra a variável independente incentivo fiscal da ZFM (INFISC) estão demonstrados a seguir. Também são exibidos os resultados para as variáveis de desempenho ROA e ROE. Com isso, foram identificadas as significâncias e as independências dos erros, entre outras análises.

Na Tabela 4, são apresentados, como resumo do modelo, os valores estatísticos de Durbin-Watson, R,  $R^2$ ,  $R^2$  ajustado e o erro padrão.

**Tabela 4** -Resumo do modelo de regressão linear simples das variáveis INFISC, ENDTOTAL, ENDCURTO, ENDLONGO, ROA e ROE das empresas instaladas no PIM

Resumo do modelo					
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
Variável Dependente: ENDTOTAL	0,083a	0,0068	-0,006	55,19883	1,098
Variável Dependente: ENDCURTO	0,102a	0,010	-0,001	47,362	1,530
Variável Dependente: ENDLONGO	0,089a	0,008	-0,005	22,927	1,150
Variável Dependente: ROA	0,023a	0,001	-0,012	35,121	1,665
Variável Dependente: ROE	0,109a	0,012	-0,001	2245,337	1,950

a. Preditores: (Constante), INFISC

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

Na Tabela 4, mostra os valores estatísticos de Durbin-Watson, usado para identificar autocorrelação e sua ausência entre os resíduos, ou seja, a independência de erros. Com valores de 1,098 ao 1,950, indicando uma autocorrelação positiva, dado o tamanho da amostra, como apontado por Hoffmann (2016).

O coeficiente determinação ajustado ( $R^2$  ajustado) mostrou resultados baixos. Este coeficiente é utilizado para medir o grau da variância da variáveis, portanto, no modelo testado apresentou como resultado a falta de ajustes.

O teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov foi realizado para avaliar a distribuição da amostra. Está apresentado na Tabela 5.

**Tabela 5-** Teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov.

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>		
	Estatística	df	Sig.
INFISC	0,193	81	6,13E-08
ENDTOTAL	0,192	81	7,48E-08
ENDCURTO	0,227	81	3,64E-11
ENDLONGO	0,234	81	7,03E-12
ROA	0,250	81	1,13E-13
ROE	0,485	81	4,59E-55

a. Correlação de Significância de Lilliefors

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

O resultado do teste de normalidade, apresentado na tabela 5, constatou que a os resíduos não apresentam distribuição normal padrão, portanto, os dados utilizados no modelo proposto não adota perfeitamente uma distribuição normal. Pode-se concluir que a falta de normalidade é uma indicação de que os estimadores são não tendenciosos.

Na Tabela 6 é apresentado o teste F-ANOVA para avaliar a importância de um ou mais fatores, comparando a variável independente sobre variável dependente.

**Tabela 6** -ANOVA do modelo de regressão linear das variáveis INFISC, ENDCURTO, ENDLONGO, ROA e ROE das empresas instaladas no PIM.

ANOVA						
Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
Variável Dependente: ENDTOTAL	Regressão	1653,529	1	1653,529	0,543	0,464 <sup>b</sup>
	Resíduo	240705,967	79	3046,911		
	Total	242359,496	80			
Variável Dependente: ENDCURTO	Regressão	3840,727	1	3840,727	1,729	0,192 <sup>b</sup>
	Resíduo	175514,992	79	2221,709		
	Total	179355,719	80			
Variável Dependente: ENDLONGO	Regressão	333,034	1	333,034	0,634	0,428 <sup>b</sup>
	Resíduo	41527,810	79	525,668		
	Total	41860,844	80			
Variável Dependente: ROA	Regressão	53,471	1	53,471	0,043	0,836 <sup>b</sup>
	Resíduo	97450,141	79	1233,546		
	Total	97503,612	80			
Variável Dependente: ROE	Regressão	4807663,790	1	4807663,790	0,954	0,332 <sup>b</sup>
	Resíduo	398281850,136	79	5041542,407		
	Total	403089513,926	80			

b. Preditores: (Constante), INFISC

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

O resultado obtido na Tabela 6 mostra que o modelo apresenta baixa significância, tendo o ENDCURTO como o representante com maior significância na relação com o incentivo fiscal. Já o valor de p (Sig.) é maior que o nível de significância adotado de 5%.

A Tabela 7 exibe os coeficientes não padronizados, os seus erros-padrões, os coeficientes padronizados (Beta), o teste t, a significância, os intervalos de confiança e as tolerâncias da variável e da constante e estatística da colinearidade.

**Tabela 7** - Coeficientes da regressão linear das variáveis INFISC, ENDTOTAL das empresas instaladas no PIM.

Coeficientes										
Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		Sig.	95,0% Intervalo de Confiança para B		Estatísticas de colinearidade	
		B	Erro Padrão	Beta	t		Limite inferior	Limite superior	Tolerância	VIF
Variável Dependente: ENDTOTAL	(Constante)	58,895	8,754		6,727	0,000	41,470	76,321		
	INFISC	-0,890	1,208	-0,083	-0,737	0,464	-3,294	1,514	1,000	1,000
Variável Dependente: ENDCURTO	(Constante)	46,690	7,476		6,246	0,000	31,810	61,570		
	INFISC	-1,356	1,031	-0,146	-1,315	0,192	-3,409	0,697	1,000	1,000
Variável Dependente: ENDLONGO	(Constante)	14,556	3,636		4,003	0,000	7,318	21,793		
	INFISC	0,399	0,502	0,089	0,796	0,428	-0,599	1,398	1,000	1,000
Variável Dependente: ROA	(Constante)	-5,353	5,570		-0,961	0,340	-16,44	5,735		
	INFISC	0,160	0,769	0,023	0,208	0,836	-1,370	1,690	1,000	1,000
Variável Dependente: ROE	(Constante)	-522,12	356,10		-1,466	0,147	-1231	186,69		
	INFISC	47,982	49,135	0,109	0,977	0,332	-49,81	145,78	1,000	1,000

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

Na Tabela 7 é possível verificar que as variáveis ENDTOTAL e ENDCURTO, em relação aos incentivos fiscais INFISC, apresentaram associação negativa, enquanto a variável ENDLONGO mostrou relação positiva; todas as variáveis resultaram em relação não significativa e de baixo nível de confiança ao nível de 5%, obtidas por meio do teste t. No entanto, na análise dos intervalos de confiança, nenhum deles apresentou resultado igual a zero.

O índice VIF e a tolerância apresentaram valor igual a 1,00, o que indica multicolinearidade aceitável entre as variáveis, de acordo com Hair et al. (2009). Este resultado pode ser observado nas regressões de todas as variáveis dependentes.

A variável endividamento de curto prazo (ENDCURTO) apresenta relação negativa com os incentivos fiscais INFISC e, estatisticamente, uma significância maior que a observada para as demais variáveis, com nível -1,315, no nível de confiança de 5%. Dado o

exposto, apesar da baixa significância, observa-se que há uma pré-disposição para a situação na qual, quanto maior o INFISC, menor será o endividamento de curto prazo (ENDCURTO) em se tratando das empresas do PIM analisadas nesta pesquisa.

Ainda na Tabela 7, observa-se que o endividamento de longo prazo (ENDLONGO) apresenta relação positiva com os INFISC e, estatisticamente, com baixa significância no nível de confiança de 5%.

O resultado evidencia que, neste modelo de amostras, o teste de relação do INFISC com ENDTOTAL, ENDCURTO e ENDLONGO é inconclusivo, visto que os dados do coeficiente não são significativos e o nível de confiança é baixo.

Na análise de relação do incentivo fiscal com o desempenho da organização, os resultados encontrados nas variáveis para averiguação correspondem a 0,208 para ROA e 0,977 para o ROE. Apesar da relação ser positiva, estatisticamente a significância é baixa ao nível de confiança de 5%. Em função disso, o resultado mostrou-se inconclusivo para a relação dos indicadores de desempenho com os incentivos fiscais no modelo proposto.

#### 4.4 Análise das hipóteses

Na análise da hipótese estatística  $H_{11}$ , (o nível de endividamento total da firma (ENDTOTAL) sofre influência da obtenção de incentivos fiscais (INFISC)) observou-se uma relação negativa entre as variáveis, o que faz supor que, quanto maior a obtenção de incentivos fiscais menor pode ser o endividamento de curto prazo. Estes resultados apontam que não é possível confirmar a hipótese  $H_{11}$ , pois apesar dos resultados negativos, ficou demonstrada uma baixa correlação corroborada pelos testes de coeficientes.

Ao se analisar a hipótese estatística  $H_{12}$  (o nível de endividamento de curto prazo da firma (ENDCURTO) sofre influência da obtenção de incentivos fiscais (INFISC)) observou-se uma relação negativa entre as variáveis, sugerindo que quanto maior a obtenção de incentivos fiscais menor pode ser o endividamento de curto prazo. No entanto, de acordo com os resultados estatísticos obtidos para o modelo utilizado, apesar de levemente superiores aos encontrados para o endividamento total, a relação verificada não se mostrou estatisticamente significativa e, portanto, não permite confirmar a hipótese em questão.

Para a hipótese  $H_{13}$  (o nível de endividamento de longo prazo da firma (ENDLONGO) sofre influência da obtenção de incentivos fiscais – (INFISC)), observou-se uma relação positiva entre as variáveis, sinalizando que, quanto maior a obtenção de incentivos fiscais maior pode ser o endividamento de longo prazo. Os resultados estatísticos



para o modelo utilizado, também, não mostraram ser estatisticamente significantes, fazendo com que a hipótese  $H_{13}$  não pudesse ser confirmada no modelo utilizado.

Os resultados das análises das hipóteses relacionadas à estrutura de capital e ao recebimento dos incentivos fiscais coadunam com os obtidos por Formigoni (2008), que não constatou relação significativa entre os incentivos fiscais e a estrutura de capital.

Nas análises das hipóteses relacionadas à rentabilidade e, diretamente, ao desempenho, os resultados apontam que tanto a hipótese  $H_{21}$  (o resultado do ROA sofre influência de incentivos fiscais (INFISC)) quanto a  $H_{22}$  (o resultado do ROE sofre influência de incentivos fiscais - INFISC) também não podem ser confirmadas, haja vista as baixas correlação e significância em termos estatísticos. Estes resultados diferem dos de Formigoni (2008), que encontrou relação positiva entre os incentivos fiscais e o desempenho.

Em função do ineditismo da pesquisa, na qual foram analisadas empresas, especificamente, do PIM quanto à relação entre os incentivos concedidos à ZFM e o endividamento da firma, não foi possível uma comparação aprofundada dos resultados aqui obtidos com os de outros estudos similares.

Finalmente, os resultados dos testes estatísticos obtidos não permitiram sustentar que as empresas do PIM utilizam os incentivos fiscais, por exemplo, para uma melhor gestão dos recursos em caixas, para a redução dos custos com capital, para a obtenção de financiamento, para a alavancagem financeira, ou mesmo para disciplinar os administradores das empresas nos custos de agenciamento com pretensão de redução dos conflitos de interesse, como descreveram Jensen e Meckling (1976) e Gonzalez (2012). Este resultado pode ter decorrido de duas condições: várias observações associadas a dados extremos, ou tamanho reduzido da amostra, neste caso restringindo o número inferências possíveis a partir do programa estatístico utilizado.

## 5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa é utilizada como um instrumento de melhoria de gestão, de redução do conflito de agência, e de maior transparência de informações e dados contábeis/financeiros. Vem sendo estabelecida nas empresas e ganhando proeminência crescente como tema de estudos e pesquisas, além de, cada vez, mais estar sendo exigida por partes interessadas nas empresas por transmitir-lhes uma maior sensação de proteção e aumentar a confiança na gestão adotada. Adicionalmente, vem diversificando e ampliando dimensões e mecanismos ao longo dos setores empresariais.

A partir deste contexto, a pesquisa subjacente à tese ora proposta avaliou a maturidade e, por conseguinte, a qualidade da governança corporativa das empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus e, também, os efeitos dos incentivos fiscais previstos no modelo ZFM sobre os formatos de endividamentos destas empresas.

Ao longo da pesquisa desenvolvida, portanto, buscou-se atingir o objetivo principal de analisar as implicações da maturidade da governança corporativa e dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capitais e o desempenho das empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus. Para alcançar este objetivo, foi elaborada a seguinte questão de pesquisa: “De que maneira a maturidade da governança corporativa e a gestão de incentivos fiscais influenciam o desempenho e a estrutura de capitais das empresas instaladas no Polo Industrial de Manaus?”

Para construir o caminho em direção ao objetivo colocado, e abordar adequadamente a questão de pesquisa formulada, apoiou-se na Teoria da Agência e na Teoria dos Contratos, que fundamentam a governança corporativa, e na Teoria dos *Stakeholders* e *partenariale*, que permite uma melhor caracterização das diversas partes interessadas que se relacionam com as empresas. Recorreu-se, também, à Teoria do Ciclo de Vida Organizacional para balizar as questões do *survey* e direcionar a compreensão do estágio em que se encontra a firma; às proposições de Modigliani e Miller (1963); e às teorias de *Tradeoff* e *Pecking Order* para melhor contextualizar os temas relacionados à estrutura de capital e ao desempenho das empresas.

As etapas executadas para se chegar ao objetivo geral contaram com a definição de quatro objetivos específicos e a elaboração de duas hipóteses de pesquisa.

O primeiro objetivo específico foi voltado para o levantamento de processos de medição da governança corporativa visando a determinar indicadores específicos de adaptação das empresas do PIM às mudanças do mercado. Este objetivo foi alcançado com base em pesquisa bibliográfica e documental, e levantamento de dados empíricos existentes

sobre o tema, como exposto no referencial teórico. Observou-se que a governança corporativa apresenta conceitos e elementos já consolidados aplicáveis à governança das empresas, que teorias vêm sendo desenvolvidas e aprimoradas ao longo de, aproximadamente, nove décadas, e que este processo vem evoluindo e sofrendo transformações constantes (IBGC, 2015; OCED, 2016). As observações realizadas, com as devidas adaptações às peculiaridades do modelo ZFM, vão de encontro a resultados publicados por Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976), Shleifer e Vishny (1997) e, mais recentemente, Gillan (2003, 2006), Correia (2008) e Yablonsky et al. (2017).

Com o segundo objetivo específico buscou-se utilizar indicadores do grau de maturidade de processos empresariais para aferir a maturidade e a qualidade da governança corporativa executada por empresas do PIM. Baseado em Yablonsky et al. (2017), um questionário foi desenvolvido e adaptado para a medição do grau de maturidade das empresas instaladas no PIM e, posteriormente, aplicado em empresas listadas no banco de dados da SUFRAMA.

O terceiro objetivo específico pretendeu mensurar e avaliar, por meio da estratégia de benchmark e da leitura de gráficos de intensidade, a maturidade da governança corporativa de empresas do PIM. Respostas obtidas a partir de um questionário aplicado nas empresas (técnica de Survey) foram tabuladas, analisadas na escala ordinal e incorporadas aos gráficos de intensidade para definir o benchmark apresentado, fazendo com que este objetivo tivesse sido alcançado com êxito.

O quarto e último objetivo específico visou à análise dos efeitos dos incentivos fiscais da ZFM sobre o grau de endividamento das empresas com a redução do endividamento e de um retorno financeiro adicional, relacionando-o ao desempenho e manutenção das empresas instaladas na ZFM. Para atingir este objetivo, foi utilizada a técnica de regressão estatística simples e o teste de correlação das demonstrações financeiras das empresas, com análises da estrutura de capital e dos indicadores de desempenho ROA e ROE.

Deste modo, testou-se a hipótese  $H_1$  (os incentivos fiscais da ZFM influenciam a estrutura de capital das empresas instaladas no PIM) recorrendo-se às hipóteses estatísticas  $H_{11}$ ,  $H_{12}$  e  $H_{13}$ , relacionadas à estrutura de capital das empresas. Em linhas gerais, pretendia-se entender o quanto os incentivos fiscais influenciam a estrutura de capitais das empresas, considerando a perspectiva de que, com o aumento da obtenção de incentivos há uma redução do endividamento das empresas para o patamar considerado “saudável”, no que diz respeito à solvência. Este entendimento está em consonância com a afirmativa de Myers (1984) de que uma empresa está sujeita a variados níveis de endividamento de acordo com a

sua estrutura de ativos, seu porte, sua lucratividade e seu segmento de atuação. Ao mesmo tempo, foi possível testar a hipótese de pesquisa  $H_2$  (os incentivos fiscais da ZFM influenciam o desempenho das empresas do PIM) recorrendo-se às hipóteses estatísticas  $H_{21}$  e  $H_{22}$ , que apresentaram baixa significância estatística considerando-se a perspectiva de que os incentivos fiscais influenciam positivamente os indicadores financeiros ROA e ROE.

No entanto, os resultados obtidos do modelo estatístico de regressão linear simples mostrou-se inconclusivo para afirmativa da influencia do incentivo fiscal sobre a estrutura de capital quanto sobre o desempenho das empresas do PIM utilizadas na pesquisa.

Em tempo, destaca-se também que, sob nenhuma hipótese, as percepções, inferências ou conclusões aqui explicitadas devem ser generalizadas. Isto se deve à existência de limitações metodológicas das mais variadas, tais como: amostra intencional e não probabilística, baixo retorno das empresas em termos do número de respostas obtidas e informações disponibilizadas; poucas demonstrações financeiras examinadas, sendo a maior parte delas resumida e escassamente detalhada; testes estatísticos com distribuição anormal; e um curto período de tempo coberto pelas análises.

## **5.1 Contribuições da pesquisa**

A combinação de distintos métodos de coleta e análise de dados, característica própria da triangulação metodológica, permitiu a produção de resultados mais consistentes, bem como uma visualização mais ampla dos mesmos. O alinhamento das respostas ao questionário sob a perspectiva do CVO, respostas estas respeitando uma escala ordinal; o *benchmark* com base em gráficos de radar para uma melhor percepção da maturidade e da qualidade da governança corporativa das empresas; e, posteriormente, o relacionamento das informações do questionário com as demonstrações financeiras das empresas analisadas compactuaram, conjuntamente, com um resultado empírico final abrangente e sinérgico, caracterizando uma das contribuições mais relevantes da pesquisa.

Uma das contribuições proporcionadas pela presente tese foi a exposição de um referencial teórico enriquecido por autores com ideias e pontos de vista inovadores em se tratando de governança corporativa. O caminho seguido para a apresentação destas ideias e pontos de vista privilegiou as demandas atuais de gestão organizacional, recorrendo-se aos princípios da governança corporativa sob uma perspectiva ampliada das dimensões estudadas. Acima de tudo, colaborou-se aqui com a apresentação de um núcleo de informações

potencialmente úteis no nicho específico de regras estipuladas no modelo Zona Franca de Manaus, incluindo organizações sujeitas a gestões transnacionais.

A utilização das dimensões ou mecanismos de governança corporativa já consolidados no universo teórico e prático das empresas, em consonância com as exigências do mercado e órgãos de regulamentação (CVM, por exemplo), propiciou a elaboração de estratégias de pesquisa acerca da maturidade dos processos das empresas instaladas no PIM. Por extensão, também possibilitou desenvolver e medir empiricamente dimensões que vão além dos já consolidados mecanismos de governança corporativa, que cada vez mais são exigidos como mecanismos internos ou externos da governança. Fatores como a regulamentação, a localização e a dinâmica empresarial das empresas beneficiadas no modelo ZFM instaladas no PIM estimulam fortemente o desenvolvimento de pesquisas empíricas e contribuições teóricas para o universo administrativo.

Uma outra contribuição a ser destacada é o refinamento do diagnóstico e da percepção da maturidade dos processos de governança corporativa das organizações instaladas no PIM, detentoras de incentivos da ZFM. Isto se deu a partir da identificação do *benchmark* das empresas analisadas e do tratamento dos benefícios fiscais enquanto uma das dimensões específicas da região.

Neste contexto, outra contribuição da presente tese é o estímulo à discussão sobre a ampliação da perspectiva teórica da governança corporativa, já que também foram analisadas outras dimensões tidas como importantes e adequadas ao ambiente empresarial atual numa realidade local específica que tem o papel de destaque no país: a ZFM. Estas dimensões foram discutidas a partir de preceitos teóricos relacionados a aspectos da gestão em empresas contemporâneas, tais como: as percepções das exigências (sociais e ambientais, inclusive) das partes interessadas; as mudanças tecnológicas e digitais; a compreensão de valor, de uma empresa nos contextos atual e futuro, voltadas para ampla abrangência social das firmas; o aumento da demanda dos relatos integrados e de sua abrangência; e no âmbito estrito desta pesquisa, a obtenção e o aproveitamento dos incentivos fiscais peculiares ao modelo ZFM e sua utilização como redutor dos conflitos de agência e de um prêmio financeiro às partes interessadas.

Com relação ao aspecto ora referido, de forma genérica, é importante chamar atenção para o olhar diferenciado lançado neste trabalho sobre o modo peculiar de concessão/obtenção dos incentivos fiscais da ZFM e o modelo de obtenção de investimentos das empresas instaladas na ZFM. Este olhar diferenciado deve ser visto, também, como uma referência e uma perspectiva relevante para outros estudos e análises focados em outros modelos de

incentivos fiscais no país, especialmente quando se considera o contexto das “guerras fiscais” entre os estados.

Na linha da distinção e originalidade da tese proposta, os pontos aqui levantados e discutidos fornecem elementos teóricos e empíricos importantes para serem implementados em estudos futuros. Exemplo disso foi a análise, adaptação e desenvolvimento do questionário para medição de grau de governança corporativa com preceitos de escala ordinal, embasamento no CVO e abordagem ampliada das dimensões da governança, abrangendo dimensões que vão além daquelas já consolidadas no mercado. Ainda nesta mesma linha, é importante destacar a contribuição para o diagnóstico da maturidade da governança corporativa de empresas instaladas na ZFM, área de livre comércio de reconhecida expressão para o país.

A partir do contexto estrito da ZFM, e não menos importante enquanto contribuição distinta e original para o desenvolvimento do tema focalizado na presente tese, surge a observação da correlação negativa dos incentivos fiscais com as dívidas totais e de curto prazo, correlação esta com maior significância do que a observada para o endividamento total, além, também, de uma relação positiva dos incentivos fiscais com as dívidas de longo prazo.

Os resultados das análises da maturidade dos processos de governança desenvolvidas nesta tese chamam a atenção para a importância da adoção de boas práticas de governança, aliada à adaptação a novas demandas de mercado, tendo em vista a constatação de graus de maturidade baixo e médios da maior parte das dimensões consolidadas e sugeridas por órgãos como a OCDE. As dimensões melhor implementadas e executadas vão além dos limites conceituais das dimensões consolidadas, e correspondem aos stakeholders e Responsabilidade Social Empresarial. Este ponto de inflexão tem correspondência com afirmativas de autores como Collins (2006), Hammer, (2007), Lahti; Shamsuzzoha; Helo, (2009), Sanders, (2011) e Yablonsky et al. (2017), os quais, de certa forma, concordam que a empresa e seus processos maduros possuem potencial para alcançar longevidade e manutenção no mercado. Neste cenário promissor, empresas longevas podem apresentar resultados associados rentabilidade satisfatória, alto crescimento, endividamento impróprio, gestão de capacidade comprovada, transparência e vantagens competitivas sustentáveis, aspectos direta e indiretamente analisados ao longo desta tese.

O conjunto de indagações, inferências e resultados disponibilizados ao longo desta pesquisa, e, por conseguinte, da tese em si, também podem ser vistos como uma contribuição expressiva para a construção de uma percepção mais clara, por parte das empresas já instaladas e das que venham se instalar no PIM, da necessidade de implementação de práticas

de maior transparência de informações, desde as contábeis até aquelas relacionadas especificamente à obtenção dos incentivos do modelo ZFM. Na eventualidade de desenvolvimento desta percepção, o aproveitamento dos incentivos fiscais no referido modelo, considerando as dimensões aqui elencadas, deve ser gerido de acordo com a gestão da governança em execução, evitando-se, conseqüentemente, a dependência exclusiva de incentivos e renúncias fiscais ali existentes. Portanto, a demonstração realizada ao longo desta pesquisa dos efeitos e oportunidades proporcionados pelo aproveitamento dos incentivos fiscais por parte das empresas, acionistas, investidores e sociedade, de forma adicional, pode servir de exemplo para outras regiões que também possuem modelos de incentivos fiscais.

Por fim, acredita-se que as análises e discussões aqui sugeridas e encaminhadas permitirão auxiliar o entendimento de como se relacionam os seus resultados com as práticas de governança corporativa para além das dimensões tradicionais ou exigidas por órgãos controladores. Em outras palavras, exerce-se um olhar para as necessidades atuais e futuras, num contexto multidisciplinar, abrangendo prerrogativas específicas locais, regionais ou de um determinado segmento capazes de interferir no desempenho, manutenção e longevidade da organização. Aprofunda-se, assim, o debate sobre como as empresas percebem a prática de governança ampla nos processos, as formas de obtenção de financiamento, e os impactos dos incentivos fiscais no alcance de alta performance e sobrevivência no mercado.

## **5.2 Limitações da pesquisa**

A maioria das empresas industriais de médio e grande porte instaladas na ZFM é constituída por filiais de indústrias transnacionais e, em geral, sociedades limitadas, não estando obrigadas a publicar demonstrações financeiras e contábeis, além de apresentarem baixo grau de transparência. Por este motivo, é importante registrar a extrema dificuldade no levantamento e coleta de dados. Aliado a isto, outro aspecto digno de menção foi a indisponibilidade das empresas localizadas no PIM para participar da pesquisa de campo proposta, acarretando em baixo retorno das respostas e número de observações limitadas. Tal situação remete à ideia de que empresas ali instaladas atuam em um mercado extraordinário, longe das práticas nacionais ou internacionais de gestão, características de uma *blackbox*.

A este respeito, muitas empresas contatadas não possuíam setor ou responsáveis pelas relações públicas e, na maioria das vezes, quando estes existiam, estavam localizados em São Paulo, caracterizando o baixo valor dado à comunicação e à informação na gestão.

Outra limitação da pesquisa foi representada pela impossibilidade de inclusão de variáveis e indicadores mais abrangentes na avaliação de desempenho, perenidade e geração de valor, dado que as demonstrações financeiras e relatórios das empresas analisadas, em geral, eram resumidos, com informações pendentes e pouco claras.

Uma vez que aspectos inéditos foram abordados ao longo da presente pesquisa, uma última limitação que merece ser comentada foi a dificuldade de encontrar-se pesquisas empíricas, de metodologia replicável, robusta e de qualidade científica reconhecida sobre os incentivos da ZFM. A grande maioria das pesquisas desenvolvidas nesta área tem como base entrevistas publicadas em periódicos não indexados ou um conjunto de dados e observações sobre as atividades das empresas construído por profissionais não qualificados na área.

### **5.3 Sugestões de novas pesquisas**

Para futuros estudos recomenda-se utilizar a metodologia apresentada nesta tese, com devidos ajustes e adaptações, e com possíveis inclusões de mais variáveis em modelos de pesquisas que utilizem regimes fiscais diferenciados, como: MEIs, setor automobilísticos, demais Zonas Francas, empresas beneficiadas com a Lei Kandir, entre outros.

Recomenda-se, também, que os preceitos aqui apresentados sejam analisados num universo mais amplo de empresas da ZFM na busca de sugerir-se formas adequadas de implementação e adoção de práticas e políticas de governança corporativa, e métodos para a medição do grau desta governança. Os resultados aqui expostos, bem como aqueles constantes de outras pesquisas, apontam para a importância de estudos focalizando: 1) a relação entre o desempenho das empresas e o grau de maturidade da governança corporativa por elas praticada e 2) a análise dos formatos de dedução dos impostos e da obtenção de financiamento das empresas.



## REFERÊNCIAS

- AIVAZIAN, V.; GE, Y. E.; QIU, J. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n. 1-2, p. 277-291, 2005.
- ALMEIDA, R. S. **Governança Corporativa: Análise da composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil**. Rio de Janeiro, 2012. 69 p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2012.
- ALMEIDA, R. S., KLOTZLE, M. C., PINTO, A. C. F. Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, p. 156-180, 2013.
- ALMEIDA, F. T. et al., Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. **Gestão & Regionalidade**, v. 34, n. 100, jan./abr., 2018.
- AMAZONAS. 2014. **Emenda constitucional que prorroga Zona Franca de Manaus até 2073 é promulgada no Congresso Nacional**. Disponível em: <http://www.amazonas.am.gov.br/2014/08/emenda-constitucional-que-prorroga-zona-franca-de-manaus-ate-2073-e-promulgada-no-congresso-nacional>. Acesso em: 02 out. 2019.
- ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: 7. ed. Atlas, 2014.
- ARMBRUSTER, H.; BIKFALVI, A.; KINKEL, S.; LAY, G. Organizational Innovation: The Challenge of Measuring Non-technical Innovation in Large-scale Surveys. **Technovation**, v. 28, p. 644-657, 2008.
- ASHLEY, P. A. (Coord.). **Ética e responsabilidade social nos negócios**. São Paulo: Saraiva, 2002.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSI, M. **Gestão de Compliance e Seus Desafios**. São Paulo: Saint Paul, 2013.
- BANCO MUNDIAL. 2017. **Um Ajuste Justo: Análise da Eficiência e Equidade do Gasto Público no Brasil**. Grupo Banco Mundial, novembro de 2017.
- BARBIERE, J. C. **Responsabilidade social empresarial e empresa sustentável: da teoria a prática**. São Paulo: Saraiva, 2009.
- BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. H. **Administração estratégica e vantagem competitiva**. Tradução: Midori Yamamoto; revisão técnica Pedro Zanni. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice, 2011.
- BERLE, A; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BERNARDINO F. F. M. **A governança corporativa como um determinante da eficiência das organizações pertencentes ao setor elétrico brasileiro**. Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2014.

BISPO, J. S. **Criação e distribuição de riqueza pela Zona Franca de Manaus**. 2009. 303 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2009.

BRASIL. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 08 jul. 2019.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Principles of corporate finance**. 7. ed. New York: Ed. Irwin McGrawHill, 2003.

BRICKLEY J. A.; SMITH C. W.; ZIMMERMAN J. L. **Managerial economics and organizational architecture**. 4. ed. Irwin, EUA: McGraw-Hill, 2004.

BRITO, R. P. **Criação de valor, vantagem competitiva e o seu efeito no desempenho financeiro das empresas**. 2011. 157 f. Tese Doutorado em Administração de Empresas – Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

BRITO, R. P de; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. **Revista de Administração de Empresas (FGV)**, v. 52, n. 1, p. 70-84, 2012.

BOAVENTURA, J. M G.; CARDOSO, F. R.; SILVA, E. S.; Silva, R. S. Teoria dos *stakeholders* e teoria da firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 11, n. 32, p. 289-307, 2009.

BOWER J. L.; PAINE, L. S. O principal erro da liderança corporativa. **Harvard Business Review**, p. 24-35, maio, 2017.

BUSINESS ROUNDTABLE. 2019. Disponível em: <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-allamericans>. Acesso em: 02 ago. 2019.

CHARREAUX, G.; DESBRIÈRES, P. Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. **Finance Contrôle Stratégie**, v. 1, n. 2, p. 57-88, jun. 1998.

CHESBROUGH, H. Open innovation. **Harvard Business School Press**, Boston, MA.2003.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Econômica**, v. 4, p. 386-405, nov. 1937.

COLLINS, J. C. **Empresa feitas para vencer**. 16. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

COLLINS, J.; PORRAS, J. I. **Feitas para durar: práticas bem-sucedidas de empresas visionárias**. Tradução: Silvia Schiros. Rio de Janeiro: Rocco, 2015.

CORRÊA, A. C. C. **Os fatores determinantes da geração de valor em empresas não financeiras de capital aberto brasileiras**. 2012. 555 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade

Administração de Contabilidade e Administração de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

CORREIA, L. F. **Um índice de governança para empresas no Brasil. 2008.** 274 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (FACE – UFMG), Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, R. L.; SANTOS, J. G. A importância da Tecnologia da Informação e Comunicação (TIC) na Educação a Distância (EAD) do Ensino Superior (IES). **Revista aprendizagem em EAD**, Distrito Federal, v. 2, n. 1, 2013.

CORREIA, T. S.; SILVA, M. N. F.; MARTINS, O. S. Indicadores de assimetria de informação e estrutura de capital das empresas abertas no Brasil. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 6, n. 1, p. 24-42, 2018.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 07 (R1).** Subvenção e Assistência Governamentais. 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/>. Acesso em: 02 out. 2019.

CROSBY, P. B. **Quality is Free: The Art of Making Quality Certain.** McGraw-Hill Companies, 1979.

DAUGHERTY, P. J. Review of logistics and supply chain relationship literature and suggested research agenda. **International Journal of Physical Distribution & Logistics Management**, v. 41, n. 1, p. 16-31, 2011.

DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. (Org.) **O planejamento da pesquisa qualitativa: teorias e abordagens.** Artmed, Porto Alegre, RS, (2006).

DE LUCA, M. M. M.; LIMA, V. F. L. Efeito dos incentivos fiscais no patrimônio das entidades beneficiárias do Programa FDI, do governo do estado do Ceará. **Revista Contemporânea de economia e gestão.** Vol 5. – Nº 1 – jan/jun/2007. (29-44.).

DE SORDI, J. O. **Gestão de processos: uma abordagem da moderna administração.** São Paulo: Saraiva, 2008.

DIAS, W. D. **Maturidade em governança corporativa: uma pesquisa aplicada às entidades EIRELI.** 2018. 103 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade FUMEC, Belo Horizonte, 2018.

DICKINSON, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.

DINIZ, M. L. C., FORTES, F. C. Incentivos fiscais no STJ. In: MARTINS, I. G. S. (Coord.) **Incentivos fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal.** São Paulo. 2007.

DODD, E. M. For whom are corporate managers trustees? **Harvard Law Review**, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, 1932.

DONALDSON, T.; PRESTON, L.E. A teoria dos *Stakeholders* da corporação: conceitos, evidências e implicações. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

DOSI, G. **Mudança técnica e transformação industrial**: A teoria e uma aplicação à indústria de semicondutores. Tradutor Carlos Szlak – Campinas, São Paulo: Ed. UNICAMP, 2006.

DRUCKER, P. **Administrando em tempos de grandes mudanças**. São Paulo: Pioneira, 1995.

EID, W. Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**. Vol. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-7, jan., 1989.

ELALI, A. Incentivos fiscais, neutralidade da tributação e desenvolvimento econômico: questão de redução das desigualdades regionais e sociais. In: MARTINS, I. G. S. (Coord.) **Incentivos fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal**. São Paulo. 2007.

ERKENS, D. H.; HUNG, M.; MATOS, P. Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, 2012.

FARIA, A.; SAUERBRONN, F. **A responsabilidade social é uma questão de estratégia?** Uma abordagem crítica. Rio de Janeiro, 2008.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERNANDES, V. L.; MARTINEZ, A. L.; NOSSA V. A Influência das Melhores Práticas de Governança Corporativa sobre a Destinação do Valor Adicionado a Tributos. Um Caso Brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 3, p. 58-69, set./dez. 2013.

FERREIRA, S. M. P.; BOTELHO L. O emprego industrial na Região Norte: o caso do Polo Industrial de Manaus. **Estudos avançados**, v. 28, n. 81, 2014.

FISHER, D. M. **The Business process maturity model** – a practical approach for identifying opportunities for optimization. BP Trends, 2004.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 35-52, 2016.

FORMIGONI, H. **A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras**. 2008. 171 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2008.

FREEMAN, R. E. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. E. McVea, J. A stakeholder approach to strategic management. In M. Hitt, E. Freeman, & J. Harrison (eds.). **Handbook of strategic management**. Oxford: Blackwell Publishing, 2000.

FLECK, D. Archetypes of organizational success and failure: proceeding of the 2005. **Academy of Management Annual Meeting**, Honolulu, Hawaii, ago. 2005.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**, p. 122-126, 1970.

GARCIA-CASTRO, R.; AGUILERA, R. V. Incremental value creation and appropriation in a world with multiple *stakeholders*. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 1, p. 137-147, 2015.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GILLAN, S.L. Desenvolvimentos recentes em governança corporativa: uma visão geral. **Diário de Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GILLAN, S.L.; HARTZELL, J.C.; STARKS, L.T. Explicando a governança corporativa: disposições estatutárias e estatutárias. **Centro Weinberg de Governança Corporativa**, n. 2003-03, ago., 2003.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence, **Contemporary Finance Digest**, 2, 3, 10-34, 1998,

GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. São Paulo, Harbra, 2001.

GOLDSZMIDT, R. G. B.; BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 4, p. 1-14, 2007.

GOMES, A. P. M. Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal. **R. Cont. Fin. – USP**, São Paulo, v. 27, n. 71, p. 149-168, mai./jun./jul./ago. 2016.

GONZALEZ, R. S. **Governança Corporativa: o poder de transformação das empresas**. São Paulo: Trevisan Editora, 2012.

GREINER, L. E. Evolution and revolution as organizations grow. **Harvard Business Review**, v. 50, p. 37-46, 1972.

GUJARATI, A. **Econometria básica**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Applied Multivariate Statistical Analysis**. New York: Prentice Hall, 2009.

HAMMER, Michael. The process audit. **Harvard Business Review**, v. 85, n. 4, p. 111, 2007.

HART, O.; HOLMSTROM, B. R. A Theory of Firm Scope. **NBER Working Paper**, n. 14613, dez, 2008.

HART, O.; TIROLE, J. Contract Renegotiation and Coasian Dynamics. **The Review of Economic Studies**, v. 55, n. 4, p. 509-540, oct., 1988.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Entendendo os determinantes da propriedade gerencial e o vínculo entre propriedade e desempenho. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica**. Pioneira Thomson Learning, 2003.

HOFFMANN, R. **Análise de regressão: uma introdução à econometria**. 5. ed. Piracicaba: O Autor, 2016.

HOLANDA, M. A. P. **Maturidade em governança corporativa: uma pesquisa aplicada às entidades EIRELI**. 2014. 171 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de estudos em ciências contábeis e atuariais, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2014.

HOLLAND, M. et al. **Zona Franca De Manaus impactos, efetividade e oportunidades**. FGV/EESP. São Paulo, 2018.

HOLMSTROM, B. R.; TIROLE, J. **The theory of the firm**. Handbook of Industrial Organization, Vol. I, Edited by R. Schmalensee and R.D. Willig. Elsevier Science Publishers, 1989.

HOOPES, D.; MADSEN, T.; WALKER, G. Guest editor's introduction to the special issue: why is there a resource based view? Toward a theory of competitive heterogeneity. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 10, p. 889-902, 2003.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de Governança corporativa**. 5 ed. IBGC, 2015.

IBGE. **Demografia das empresas: 2014** / Coordenação de Metodologia das Estatísticas de Empresas, Cadastros e Classificações. Rio de Janeiro: IBGE, 2016.

INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL - ETHOS. **Guia de compatibilidade de ferramentas**. Instituto Ethos: São Paulo, 2010.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

JENSEN M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out., 1976.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, n. 48, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

JOYCE, W.; NOHRIA, N.; ROBERSON, B. **O que (realmente) funciona**: as melhores práticas das empresas de sucesso. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-91, 1979.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Rational choice and the framing of decisions. **The Journal of Business**, v. 59, n. 4, p. 251-78, 1986.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. Measuring the strategic readiness of intangible assets. **Harvard Business Review**, p. 52-63, 2004.

KIRON, D.; KRUSCHWITZ, N.; RUBEL, H.; REEVES, M.; FUISZ-KEHRBACH, S. K. Sustainability's Next Frontier: Walking talk on the sustainability issues that matter most. **MIT Sloan Management Review**, Boston, MA, 2014.

KLAPPER, L.F; LOVE, I. Governança corporativa, proteção do investidor e desempenho em Mercados emergentes. **Journal of Corporate Finance**, n. 10, p. 703-728, 2004.

KRAUTER, E. Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade. REPeC**, Brasília, v. 7, n. 3, art. 3, p. 259-273, jul./set. 2013.

LAHTI, M.; SHAMSUZZOHA, A. H. M.; HELO, P. Developing a maturity model for supply chain management. **International Journal of Logistics Systems and Management**, v. 5, n. 6, p. 654-678, 2009.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.. Investor Protection and Corporate Valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, R. P. C; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, jan./abr., p. 7-18, 2002.

LEONARD-BARTON, D., **Wellsprings of Knowledge**: Building and Sustaining the Sources of Innovation, Boston, MA: Harvard Business School Press, 1998.

LESTER, L. D.; PARNELL, J. A.; CARRAHER, S. Organizational life cycle: a five-stage empirical scale. **The International Journal of Organizational Analysis**, v. 11, n. 4, 2003, p. 339-354, 2003.

LOUREIRO, D. Q.; GALLON, A. V.; DE LUCA, M. M. M. Subvenções e assistências governamentais (sag): evidenciação e rentabilidade das maiores empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5 n. 13, p. 34-54, 2011.

LOVELOCK, C. et al. **Marketing de serviços**: pessoas, tecnologia e estratégia. Tradução: Sônia Midori Yamamoto. 7. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. Porto Alegre: Bookman. 2001.

MARSHALL, R. Government, markets, and consensus- building mechanisms. **Global business and organizational excellence**, v. 1, n. 4, 1982.

MARTINO, L. M. **Teoria das Mídias Digitais**: linguagens, ambientes e redes. Petrópolis: Ed. Vozes, 2014.

MASCENA, K M C. **Distribuição de valor para stakeholders e desempenho financeiro corporativo**. 2018. 114f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2018.

MILLER, D.; FRIESEN, P. The longitudinal study of corporate life cycle. **Management Science, Providence**, v. 30, n. 10, p. 1161-1183, oct., 1984.

MINAYO, M. C. S. Introdução. In: MINAYO, M. C. S.; ASSIS, S. G.; SOUZA, E. R. (Org.). **Avaliação por triangulação de métodos: Abordagem de Programas Sociais**. Rio de Janeiro: Fiocruz, p. 19-51, 2010.

MINTZBERG, H. **Developing Theory about the Development of Theory**. Disponível em: [http://www.mintzberg.org/sites/default/files/article/download/developing\\_theory\\_about\\_the\\_development\\_of\\_theory\\_jan\\_2014](http://www.mintzberg.org/sites/default/files/article/download/developing_theory_about_the_development_of_theory_jan_2014). Acesso em: 14 jan. 2018.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOORE, J. Contracting Between Two Parties with Private Information. **Review of Economic Studies**, v. 55, p. 49-70, jan. 1988.

MORGAN, G. **Imagens da organização**. São Paulo: Atlas, 2002.

MYERS, S. C. Capital structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984

NEELY, A. **Business performance measurement**: Theory and practice. Cambridge, NY: Cambridge University Press, 2002.

NICOLSKY, R. Inovação tecnológica industrial e desenvolvimento sustentado. **Revista Parcerias Estratégicas**, v. 6, n. 13, 2001.

NYLÉN, D., HOLMSTRÖM, J. Digital innovation strategy: a framework for diagnosing and improving digital product and service innovation. **Business Horizons**, v. 58, n. 1, p. 57-67, 2015.



OCDE. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Éditions OCDE. Paris, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em 24 out. 2019.

ORCHIS, Marcelo A. et al. **Impactos da responsabilidade social nos objetos e estratégias empresariais**. Fundação Armando Álvares Penteado – FAAP, São Paulo: 2002.

ORTS, E. W.; STRUDLER, A. Putting a stake in stakeholder theory. **Journal of Business Ethics**, v. 88, p. 605-615, 2009.

OTLEY, D. Management control and performance management: whence and whither? **The British Accounting Review**, v. 35, n. 4, p. 309-326, 2003.

PAIVA, B. G. **Mensuração do grau de maturidade da governança corporativa em cooperativas de crédito pelo Método Análise Hierárquica de Processos - AHP**. 2018. 154 f. Tese (Doutorado em Administração) –Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2018.

PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. 216f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais (FACEUFMG), Belo Horizonte, 2012.

PENROSE, E. T. **The Theory of the growth of the firm**. New York: Wiley, 1959.

PERES, P. **Incentivos**. Disponível em: <http://site.suframa.gov.br/assuntos/modelo-zona-franca-de-manaus/incentivos>. Acesso em: 30 out. 2019.

PERSAIS, E. RSE et gouvernance partenariale. **Association de recherches et publications en management**, v. 30, p. 69-86, 2013.

PIGÉ, B. Stakeholder theory and corporate governance: the nature of the board information. **Management**, v. 7, n. 1, p. 1-17, 2002.

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

PIRES, A. R. **Ligeiras reflexões sobre uma questão dos incentivos fiscais no Brasil**. In: **Incentivos Fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal**. MARTINS, Ives Gandra da Silva et al. (coord.) São Paulo: MP, 2007, p. 15-35

PLUCHART, J. J. La gouvernance des entreprises socialement responsables. **Recherches en Sciences de Gestion**, n° 94, p. 53-72, 2013.

POHLMANN, M. C.; IUDÍCIBUS, S. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 53, art. 2, p. 1-25, 2010.

PORTER, M., HEPPELMANN, J. How smart, connected products are transforming competition. **Harvard Business Review**, 2014.

PORTER, M.; KRAMER, M. **Strategy and society**: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84 (12): 78-92, 2006.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. Criação de valor compartilhado. *Harvard Business Review*, jan.: 62-77, 2011.

PORTER, M. E.; MILLAR, V. E. How Information gives you competitive advantage. *Harvard Business Review*. v. 63, nº 4, p.149-161, 1985.

PREVITS, G. J.; MERINO, B. D. **A history of accounting in the United States**: the cultural significance of accounting. Columbus: Ohio State University Press, 1998.

RAMBAUD, A.; RICHARD, J. La prise en compte d'éléments environnementaux dans la mesure de la performance. *États Généraux de la recherche comptable*. 6 èmes, 2016.

RESKE FILHO, A.; DE ROCCHI, C. A. Aplicação do Gráfico Radar na avaliação do desempenho das empresas de construção civil. In: ANAIS DO CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS-ABC. 2008.

RIBEIRO, M. C. P.; DINIZ, P. D. F. *Compliance* e Lei Anticorrupção nas Empresas. *Revista de Informação Legislativa*, ano 52, n. 205, jan./mar. 2015.

RICHARD, P. J. et al. Measuring organizational performance: towards methodological best practice. *Journal of management*, v. 35, n. 3, p. 718-804, 2009.

ROGERS P.; SECURATO, J. P.; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 61-77, 2008.

ROJAS, C.C.C.; DUFOUR, F. P. A utilização das TICs e a contribuição das cidades digitais para o favorecimento da governança. *Revista de direito, governança e novas tecnologias*, Minas Gerais. v. 1, n. 2, p. 98-119, 2015.

ROMANO, A. L.; TEIXEIRA, I.; ALVES FILHO, A. G.; HELLENO, A. L. Avaliação da sustentabilidade corporativa e da cultura organizacional – *survey* no setor brasileiro de cosméticos. *RPCA*, Rio de Janeiro. v. 9, n. 1, jan./mar. p. 142-158, 2015.

SAGHROUN, J.; EGLEM, J. **À la recherche de la performance globale de l'entreprise**: la perception des analystes financiers, *Comptabilité - Contrôle - Audit* 2008/1 (Tome 14), p. 93-118. 2008

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun., 2008.

SANDERS, Dan J. **Empresas feitas para servir**. Tradução - Paulo Polzonoff Jr. Rio de Janeiro: Sextante. 2011.

SCHMITT, G. R. **Turnaround**: a reestruturação dos negócios. São Paulo: Makron Books, 2004.

SCHWAB, K.; SALA-I-MARTÍN, X.; SAMANS, R. **The Global Competitiveness Report 2017–2018**. 2017.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982. 169p.

SEIBEL, S. **Um modelo de benchmarking baseado no sistema produtivo classe mundial para avaliação de práticas e performances da indústria exportadora brasileira**. 2004. 217 f. Tese Doutorado em Engenharia de Produção e Sistemas – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The journal of finance**, v. LII, n. 2, jun., 1997.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista RAE**, v. 48, n. 2, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. R. F. Crítica à teoria dos *stakeholders* como função-objetivo corporativa. **REGE-Revista de Gestão**, v. 12, n. 1, p. 33-42, 2005.

SLOMSKI, V. et al. **Governança corporativa e governança na gestão pública**. São Paulo: Atlas, 2008.

SIMCHI-LEVI, D.; FINE, C. H. Your next supply chain. **MIT Sloan Management Review**, v. 51, n. 2, p. 17-24, 2010.

SIMON, H. Theories of decision making in economics and behavioral science. **American Economic Review**, v. 49, p. 253-258, June, 1959.

SUFRAMA – Superintendência da Zona Franca de Manaus. <http://site.suframa.gov.br/assuntos/modelo-zona-franca-de-manaus>. Acesso em: 29 ago. 2019.

SUNDARAM, A.; INKPEN, A. **The corporate objective revisited**, Glendale. Essay, Thunderbird American Graduate School of International Management, 2002.

TACHIZAWA, T. **Gestão ambiental e responsabilidade social corporativa: Estratégias de negócios focadas na realidade brasileira**. São Paulo: Atlas, 2002

TATOM, J. A. Competitive advantage: a study of the federal tax exemption for credit unions. **Tax Foundation**. Feb. 2005. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>. Acesso em: 30 set. 2019.

TERRA, C. F. Mídias sociais e público interno: o uso das redes sociais online de maneira informal. In: Intercom – Sociedade Brasileira de estudos Interdisciplinares da Comunicação. XXXVIII CONGRESSO BRASILEIRO DE CIÊNCIAS DA COMUNICAÇÃO – Rio de Janeiro, RJ – 2015. Disponível em: <http://portalintercom.org.br/anais/nacional2015>. Acesso em: 06 jun. 2017.

TIROLE, J. Procurement and Renegotiation. **Journal of Political Economy**. The University of Chicago Press, v. 94, n. 2 p. 235-259, abril, 1986.

Van Campenhout, G., Van Caneghem, T. How did the notional interest deduction affect Belgian SMEs' capital structure?. **Small Bus Econ.** 40, 351–373, 2013. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9364-1>

VENKATRAMAN, V. **The Digital Matrix**: New Rules for Business Transformation Through Technology. LifeTree Media, Limited, 2017.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. **Academy of management review**, v. 11, n. 4, p. 801–814, 1986.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2005.

VIEIRA, S; MENDES, A. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em contexto**, Ano 2, n.3, jun., 2006.

Wahab, A.; Shaipah, N. **Tax planning and corporate governance: effects on shareholders' valuation**. University of Southampton, School of Management, Doctoral Thesis, 345pp, 2010.

WHITTINGTON, R. **O que é estratégia**. Tradução Maria Lúcia G. L. Rosa; Martha Malvezzi Leal; São Paulo: Thomson Learning, 2006.

WIGGINS, R. R.; RUEFLI, T. W. Sustained competitive advantage: temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance. **Organization Science**, v. 13, n. 1, p. 81-105, 2002.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

WONG, S. C. Y. **Usos e limites dos instrumentos convencionais de governança corporativa**: Análise e orientação para reforma. Opinião do Setor Privado, Global Fórum de Governança Corporativa. 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1409370>. Acesso em: 03 out. 2018.

YABLONSKY, S.; LEIGNEL, J. L. (Coord.) et. al.. Performance durable de l'entreprise. Quels indicateurs pour une évaluation globale? **Academia de Ciências e Técnicas Contábeis e Financeiras**, Cahier, n 33, mar., 2017.

YIP, G. **Estratégia global total**. São Paulo. Prentice Hall, 2003.

ZHOU, W.; PIRAMUTHU, S. Technology Regulation Policy for Business Ethics: An Example of RFID in Supply Chain Management. **Journal of Business Ethics**, v. 116, p. 327–340, 2013.

## APÊNDICE A - LISTA DAS EMPRESAS S/AS INSTALADAS NO POLO INDUSTRIAL DE MANAUS CADASTRADAS NA SUFRAMA

### Subsetor bebidas não alcoólicas e seus concentrados

EMPRESA: AROSUCO AROMATIZADOS E SUCOS S.A
CIDADE: Manaus
END: Av. Buriti, 5385 – Distrito Industrial
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Abril de 1991
ÁREA CONSTRUIDA: 4.474 m <sup>2</sup>
ÁREA DO TERENO: 12.879 m <sup>2</sup>
MÃO-DE-OBRA: 142
INVEST. TOTAL: US\$ 51,022,000
N C M 21069010
DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO) CONCENTRADO, BASE E EDULCORANTE PARA BEBIDAS NÃO ALCOÓLICAS
<b>OBS.: EMPRESA CERTIFICADA NBR ISO 9001</b>

### POLO “PRODUTOS ELÉTRICOS, ELETRÔNICOS E DE COMUNICAÇÃO EXCLUSIVE MAQUINAS COPIADORAS E SIMILARES”

INSC. CNPJ: 14.919.768/0001-78
INSC. SUF: 20.1449.01-3
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: AMZ MIDIA INDUSTRIAL S.A
CIDADE: Manaus
END: Av. Cupiuba, 260 – Distrito Industrial
INICIO DAS ATIVIDADES: Junho de 2012
MÃO-DE-OBRA: 660
INVEST. TOTAL: US\$ 21,299.510
N C M 85234910, 85234990, 85234990, 85234990
DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO) DISCO DIGITAL DE LEITURA A LASER PARA ÁUDIO, GRAVADO - "COMPACT DISC-CD" DISCO DIGITAL DE LEITURA A LASER, GRAVADO - "DIGITAL VERSATILE DISC (DVD-VIDEO)", , DISCO PARA SISTEMA DE LEITURA POR RAIOS "LASER" - CD-ROM, GRAVADO COM PROGRAMA DE COMPUTADOR OU QUE CONTENHA OBRA ÁUDIO VISUAL OU JOGOS, DISCO DIGITAL DE LEITURA A LASER GRAVADO (BLU-RAY)

INSC. CNPJ: 78.404.860/0012-30
INSC. SUF: 20.1506.01-7
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: BRASILSAT HARALD S.A
CIDADE: Manaus
END: Av. Codajás, 177 – Bairro Cachoeirinha
INICIO DAS ATIVIDADES: JUNHO DE 2014
DIRIGENTE/CONTATO: Claudio Sussumu Watanabe
MÃO-DE-OBRA: 48
INVEST. TOTAL: US\$ 1.502,181
N C M 85287190
DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO) RECEPTOR DE SINAL DE TELEVISÃO VIA SATÉLITE

NSC. CNPJ: 04.169.843/0001-77
INSC. SUF: 20.0012.01-0
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: CEMAZ IND. ELETRÔNICA DA AMAZÔNIA S.A
CIDADE: Manaus

END: Av. Açaí, 1325-A - Distrito Industrial
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Julho de 1972
ÁREA CONSTRUIDA: 29.507 m2
ÁREA DO TERRENO: 59.950 m2
MÃO-DE-OBRA: 2.356
INVEST. TOTAL: US\$ 470,957.000
N C M 85165000, 85219090, 85272190, 85279190, 85287119, 85287200
<b>DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b> FORNO DE MICROONDAS, DIGITAL VIDEO DISC – DVD PLAYER, AUTORRÁDIO COM TOCA-DISCOS DIGITAL A LASER, RÁDIO COM REPRODUTOR DE CD/DVD/VCD, RECEPTOR DE SINAL DE TELEVISÃO VIA TRANSMISSÃO LOCAL TERRESTRE, TELEVISOR EM CORES
<b>OBS.: EMPRESA SUCESSORA DA CCE DA AMAZÔNIA S/A</b>

INSC. CNPJ: 04.180.279/0001-93
INSC. SUF: 20.0034.01-4
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>EVADIN INDÚSTRIAS AMAZÔNIA S.A</b>
CIDADE: Manaus
END: Av. Buriti, 2.350 – Distrito Industrial
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Outubro de 1973
ÁREA CONSTRUIDA: 23.475 m2
ÁREA DO TERRENO: 46.483 m2
MÃO-DE-OBRA: 553
INVEST. FIXO. US\$ 147,147.000
N C M 85176262
<b>DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b> MODULADOR/DEMULADOR (“RÁDIO MODEM”)
<b>OBS.: EMPRESA RE-CERTIFICADA NBR ISO 9001</b>

INSC. CNPJ: 07.130.025/0005-82
INSC. SUF: 20.1373.01-7
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>DIGIBRAS INDÚSTRIA BRASIL S/A</b>
CIDADE: Manaus
END: Av. Açaí, 1325 – Distrito Industrial
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Março de 2011
MÃO-DE-OBRA: 310
INVEST. TOTAL: US\$ 930,027
N C M 85287200, 85299020
<b>DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b> TELEVISOR EM CORES COM TELA DE CRISTAL LIQUIDO, DISPOSITIVO DE CRISTAL LIQUIDO PARA PRODUTOS DE NCM 8528

INSC. CNPJ: 82.901.000/0015-22
INSC. SUF: 20.1303.01-9
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>INTELBRAS S/A INDÚSTRIA DE TELECOMUNICAÇÕES ELETRÔNICA BRASILEIRA</b>
CIDADE: Manaus
END: Rua Flor da Pedra, 51 – Distrito Industrial
MÃO-DE-OBRA: 81
INVEST. TOTAL: US\$ 2,728,000
N C M 85171810, 85171810, 85171810, 85258019
<b>DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b> PORTEIRO ELETRÔNICO, UNIDADE INTERNA DE PORTEIRO ELETRÔNICO COM VÍDEO, UNIDADE INTERNA/ EXTERNA DE PORTEIRO ELETRÔNICO COM VÍDEO, PORTEIRO ELETRÔNICO COM VÍDEO. CÂMERA DE TELEVISÃO PARA USO EM CIRCUITO FECHADO DE TV

INSC. CNPJ: 84.496.066/0001-04	
INSC. SUF: 20.0711.01-6 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>PST ELETRÔNICA S/A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Açai, 2045 – Distrito Industrial CEP: 69.075-020	
MÃO-DE-OBRA: 753 INVEST. TOTAL: US\$ 5,389.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
39269090	PEÇAS PLÁSTICAS MOLDADAS POR INJEÇÃO
85123000	DISPOSITIVO ANTIFURTO PARA CICLOMOTOR, MOTONETA, MOTOCICLETA, TRICICLO E QUADRICICLO
85176277	RASTREADOR/IMOBILIZADOR P/ VEÍCULOS AUTOMOTORES C/ GPS E COMUNICAÇÃO VIA TELEF. CELULAR
85177099	UNIDADE DE ENTRADA PARA RASTREADOR COM OU SEM SAÍDA DE VÍDEO INCORPORADA
85219090	AUTORRÁDIO COM DVD PLAYER
85272190	AUTORRÁDIO COM TOCA-DISCOS DIGITAL A LASER
85291019	ANTENA COM CIRCUITO ELETRÔNICO ATIVO
85311090	UNIDADE CENTRAL DE COMANDO PARA ALARME CONTRA ROUBO OU INCÊNDIO
85311090	MÓDULO DE COMANDO ELÉTRICO A DISTÂNCIA PARA ALARME CONTRA ROUBO OU INCÊNDIO
85319000	SIRENE PARA ALARME DE VEÍCULO AUTOMÓVEL
85437099	CONTROLE REMOTO PARA ALARME ELETRÔNICO PARA VEÍCULO
85439090	PLACA DE CIRCUITO IMPRESSO MONTADA (EXCETO DE USO EM INFORMÁTICA)
85443000	FIOS E CABOS COM CONECTORES/TERMINAIS PARA USO DIVERSO
90328929	MÓDULO DE CONTROLE DA TRAVA ELÉTRICA DAS PORTAS DOS AUTOMÓVEIS

INSC. CNPJ: 17.122.802/0001-77	
INSC. SUF: 20.1484.01-3	
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>GIGA IND. E COMÉRCIO DE PRODUTOS DE SEGURANÇA ELETRÔNICA S.A</b>	
CIDADE: Manaus	
CEP: 69.075-030	
END: Rua Acará, 200 – Distrito Industrial	
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Junho de 2010	
MÃO-DE-OBRA: 77	
INVEST. TOTAL: US\$ 2.231.318	
<b>N C M 85044029, 85258019, 85219010, 85269200</b>	
<b>DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b> CONVERSOR DE CORRENTE CA/CC – ADAPTADOR DE TENSÃO PARA BENS DE ÁUDIO E VÍDEO, CÂMERA DE TELEVISÃO PARA USO EM CIRCUITO FECHADO DE TV, GRAVADOR-REPRODUTOR EDITOR DE IMAGEM/SOM, EM DISCOS MAGNÉTICOS, CONTROLE REMOTO PARA APARELHO CONTROLADOR/LIBERADOR DE ACESSO A AMBIENTES RESTRITOS	

INSC. CNPJ: 07.666.567/0007-36	
INSC. SUF: 20.1497.01-8 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>MK ELETRODOMÉSTICOS MONDIAL S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Torquato Tapajós, 11.760 CEP: 69.059-165	

MÃO-DE-OBRA: 211 INVEST. TOTAL: US\$ 1.217,000
N C M 85219090
<b>DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b> DIGITAL VIDEO DISK – DVD PLAYER

INSC. CNPJ: 04.400.552/0001-48
INSC. SUF: 20.0111.01-9 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>SEMP TOSHIBA AMAZONAS S.A</b> CIDADE: Manaus
END: Rua Içá, 500 – Distrito Industrial CEP: 69.075-090
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Setembro de 1969
ÁREA CONSTRUIDA: 18.600 m2 ÁREA DO TERRENO: 95.765 m2
MÃO-DE-OBRA: 1.766 INVEST. TOTAL: US\$ 137,367.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
84733041 PLACAS-MAE MONTADAS,P/MAQS.PROC.DADOS(CIRCUITO IMPRESSO) (DE USO EM INFORMÁTICA)
84733042 PLACAS DE MEMORIA,MONTADAS,S<=50CM2,P/MAQS.PROC.DADOS (DE USO EM INFORMÁTICA)
85171231 TELEFONE CELULAR DIGITAL COMBINADO OU NÃO COM OUTRAS TECNOLOGIAS
85219090 DIGITAL VIDEO DISC – DVD PLAYER
85219090 RÁDIO COM REPRODUTOR DE CD/DVD COMBINADO COM AMPLIFICADOR “HOME THEATER”
85279190 RÁDIO COM TOCA-DISCOS DIGITAL A LASER
85285120 MONITOR DE VÍDEO COM TELA DE CRISTAL LÍQUIDO (USO EM INFORMÁTICA)
85287119 RECEPTOR DE SINAL DE TELEVISÃO VIA TRANSMISSÃO LOCAL TERRESTRE
85287200 TELEVISOR EM CORES
85287200 TELEVISOR EM CORES COM TELA DE CRISTAL LÍQUIDO
85299020 PLACA DE CIRCUITO IMPRESSO MONTADA (EXCETO DE USO EM INFORMÁTICA)

INSC. CNPJ: 34.558.841/0003-00
INSC. SUF: 20.0850.01-6 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>SIEMENS ELETROELETRÔNICA S.A – FILIAL</b> CIDADE: Manaus
MÃO-DE-OBRA: 708 INVEST. TOTAL: US\$ 350,028.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
85045000 BOBINA DE CAMPO
85361000 FUSÍVEL DO TIPO NH
85362000 DISJUNTOR
85364900 DISPOSITIVO DE PROTEÇÃO À CORRENTE DIFERENCIAL RESIDUAL – DR
85364900 CONTATOR ELETROMAGNÉTICO TRIFÁSICO DE COMANDO A DISTÂNCIA
85365090 CHAVE BOTOEIRA
85365090 CHAVE SECCIONADORA SOB CARGA
85381000 ARTIGO DE MATÉRIA PLÁSTICA PARA APETRECHAMENTO DA CONSTRUÇÃO CIVIL

INSC. CNPJ: 22.770.366/0001-82
INSC. SUF: 20.0334.01-8 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>TECTOY S.A</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Burití, 3001 – Distrito Industrial CEP: 69.075-000
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Março de 1988
ÁREA CONSTRUIDA: 3.176 m2 ÁREA DO TERRENO: 3.176 m2
MÃO-DE-OBRA: 206 INVEST. TOTAL: US\$ 47,733.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
84714110 MICROCOMPUTADOR PORTÁTIL, SEM TECLADO FÍSICO - “TABLET PC”
85219090 DIGITAL VIDEO DISC – DVD PLAYER
85219090 DIGITAL VIDEO DISC (DVD) PORTÁTIL COM TELA DE CRISTAL LÍQUIDO (LCD) INCORPORADA
85287190 RECEPTOR DE SINAL DE TELEVISÃO VIA SATÉLITE



95045000 TELEJOGO
-------------------

INSC. CNPJ: 04.229.761/0001-70
INSC. SUF: 20.0084.01-1 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>VIDEOLAR-INNOVA S.A</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Açai, 287 – Distrito Industrial CEP: 69.075-020
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Novembro de 1973
ÁREA CONSTRUIDA: 6.565 m2 ÁREA DO TERRENO: 40.386 m2
MÃO-DE-OBRA: 200 INVEST. TOTAL: US\$ 133,416,000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
39231010 PEÇAS PLÁSTICAS MOLDADAS POR INJEÇÃO
39235000 ART. DE MAT. PLÁSTICA (EXC. DE POLIESTIRENO EXPANSÍVEL) P/TRANSPORTE OU EMBALAGEM

INSC. CNPJ: 04.229.761/0004-13
INSC. SUF: 20.0610.01-5 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>VIDEOLAR S.A - FILIAL</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Solimões, 505 - Distrito Industrial CEP: 69.075-000
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Maio de 1989
ÁREA CONSTRUIDA: 7.489 m2 ÁREA DO TERRENO: 20.648 m2
MÃO-DE-OBRA: 1.258 INVEST. TOTAL: US\$ 24,078.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
85234110 DISCO DIGITAL DE LEITURA A LASER, GRAVÁVEL – “CD – RECORD” e DVD- RECORD
85235190 DISPOSITIVO DE ARMAZENAMENTO NÃO-VOLÁTIL DE DADOS À BASE DE SEMICONDUTORES (PEN DRIVE) NCM 8523.51.00

### SUBSETOR “MECÂNICO” - POLO RELOJOEIRO

INSC. CNPJ: 04.612.149/0001-82
INSC. SUF: 20.0201.01-8 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>CITIZEN WATCH DO BRASIL S/A</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Abiurana, 1.799 - Distrito Industrial CEP: 69.075-010
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Outubro de 1982
ÁREA CONSTRUIDA: 3.200 m2 ÁREA DO TERRENO: 15.360 m2
MÃO-DE-OBRA: 130 INVEST. TOTAL: US\$ 7,725.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
91021210   RELÓGIO DE PULSO

INSC. CNPJ: 04.400.685/0001-14
INSC. SUF: 20.0086.01-4 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>DUMONT SAAB DO BRASIL S/A</b> CIDADE: Manaus
END: Rua Mandii, 3 – Distrito Industrial CEP: 69.075-140
ÁREA CONSTRUIDA: 3.190 m2 ÁREA DO TERRENO: 11.573 m2
MÃO-DE-OBRA: 574 INVEST. TOTAL: US\$ 13,388.040
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
91021110 RELOGIO DE PULSO,CX.MET.COMUM,FUNC.ELETR.MOSTR.MECAN.
91021190 OUTROS RELOGIOS DE PULSO,FUNC.ELETR.MOSTR.MECAN.
91021210 RELOGIO DE PULSO,CX.MET.COMUM, FUNC.ELETR.MOSTR .OPTOELET
91021220 RELOGIO DE PULSO,CX.PLASTICO,FUNC.ELETR.MOSTR.OPTOELETR
91021290 OUTS.RELOGIOS DE PULSO,FUNC.ELETR.MOSTR.OPTOELETR.
91021900 OUTROS RELOGIOS DE PULSO,FUNC.ELETR.
91022100 RELOGIO DE PULSO,DE CORDA AUTOMAT.

INSC. CNPJ: 63.715.510/0001-65
INSC. SUF: 20.0698.01-0 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>

EMPRESA: <b>MAGNUM INDÚSTRIA DA AMAZÔNIA S/A</b>	
CIDADE: Manaus	
END: Rua Cupiuba, 1500 - Distrito Industrial CEP: 69.075-060	
MÃO-DE-OBRA: 606 INVEST. TOTAL: US\$ 27,611,000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
91011100	RELOGIO DE PULSO,CX.MET.PREC.FUNC.ELETR.MOSTR.MECAN.
91021220	RELOGIO DE PULSO,CX.PLASTICO,FUNC.ELETR.MOSTR.OPTOELETR

INSC. CNPJ: 22.800.833/0001-70	
INSC. SUF: 20.0383.01-9 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>RODANA RELÓGIOS S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Mandii, 3 - Distrito Industrial CEP: 69.075-140	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Janeiro de 1989	
ÁREA CONSTRUIDA: 118.650 m2 ÁREA DO TERRENO: 528.708 m2	
MÃO-DE-OBRA: 44 INVEST. TOTAL: US\$ 2,184.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
91022100	RELÓGIO DE PULSO de corda automático, com caixa de plástico

INSC. CNPJ: 34.516.088/0001-10	
INSC. SUF: 20.0459.01-5 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>SÉCULUS DA AMAZÔNIA IND. E COMÉRCIO S.A</b>	
CIDADE: Manaus	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Julho de 1989	
ÁREA CONSTRUIDA: 450 m2 ÁREA DO TERRENO: 5.500 m2	
MÃO-DE-OBRA: 197 INVEST. TOTAL: US\$ 19,318.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
91011100	RELOGIO DE PULSO,CX.MET.PREC.FUNC.ELETR. MOSTR.MECAN

#### OUTRAS EMPRESAS DO SUBSETOR MECÂNICO

INSC. CNPJ: 63.699.839/0001-80	
INSC. SUF: 20.0534.01-7 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>WHIRLPOOL ELETRODOMÉSTICOS AM S.A</b>	
CIDADE: Manaus	
END: Estrada Torquato Tapajós, 7.500 – Km 12 CEP: 69.048-660	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Junho de 1992	
MÃO-DE-OBRA: 702 INVEST. TOTAL: US\$ 59,336.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
84151011 CONDICIONADOR DE AR DE JANELA OU DE PAREDE COM MAIS DE UM CORPO	
84151019 CONDICIONADOR DE AR DE JANELA OU DE PAREDE DE CORPO ÚNICO OU COM MAIS DE UM CORPO	
84221100 MÁQUINA DE LAVAR LOUÇAS	
85165000 FORNO DE MICROONDAS	

INSC. CNPJ: 06.303.603/0001-49	
INSC. SUF: 20.1116.01-4 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>WEG AMAZÔNIA S/A</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Candelária, 395 – Coroadó CEP: 69.082-267	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Janeiro de 2006	
MÃO-DE-OBRA: 200 INVEST. TOTAL: US\$ 3,292.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	

85014019 MOTOR ELÉTRICO MONOFÁSICO DE CORRENTE ALTERNADA PARA CONDICIONADOR DE AR
85014019 MOTOR ELÉTRICO MONOFÁSICO DE CORRENTE ALTERNADA, DE POTÊNCIA NÃO SUPERIOR A 2 KW, EXCETO PARA CONDICIONADOR DE AR

### SUBSETOR METALÚRGICO

INSC. CNPJ: 03.134.910/0002-36
INSC. SUF: 20.0943.01-4 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>AROSUCO AROMATIZADOS E SUCOS S.A</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Antarctica, 1891 - Fazenda Santa Úrsula CEP: 69.050-002
MÃO-DE-OBRA: 142 INVEST. TOTAL: US\$ 51,022.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
22021000 REFRIGERANTE (EXCETO DE GUARANÁ)
22021000 REFRIGERANTE GUARANÁ
39201099 CHAPA, FOLHA, TIRA, FITA, PELÍCULA DE PLÁST. (EXC. A DE POLIESTIRENO EXPANSÍVEL E A AUTO-ADESIVA)
83091000 OBRAS DE FERRO AÇO (PEÇAS ESTAMPADAS E/OU FORJADAS E/OU SOLDADAS)

INSC. CNPJ: 07.358.761/0281-79
INSC. SUF: 20.1507.01-3 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>GERDAU AÇOS LONGOS S/A</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Cosme Ferreira, 2540 – Coroado CEP: 69.082-230
MÃO-DE-OBRA: 20 INVEST. TOTAL: US\$ 770,107
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
72085300 LAMIN.FERRO/ACO,QUENTE,L>=60CM,N/ENROLADO,3MM<=E<4.75M M
72085400 LAMIN.FERRO/ACO,QUENTE,L>=60CM,N/ENROLADO,E<3MM
72091600 LAMIN.FERRO/ACO,A FRIO,L>=6DM,EM ROLOS,1MM<E<3MM
72092600 LAMIN.FERRO/ACO,A FRIO,L>=6DM,N/ENROLADO,1MM<E<3MM
72092700 LAMIN.FERRO/ACO,A FRIO,L>=6DM,N/ENROLADO,0.5MM<=E<=1MM
72104910 LAMIN.FERRO/ACO,L>=6DM,GALVAN.OUT.PROC.E<4.75MM
72111400 OUTROS LAMIN.FERRO/ACO,L<6DM,QUENTE,

INSC. CNPJ: 07.369.685/0049-31
INSC. SUF: 20.1146.01-0 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>GERDAU COMERCIAL DE AÇOS S/A</b> CIDADE: Manaus
END: Av. Cosme Ferreira, 1916 - Coroado
MÃO-DE-OBRA: 242 INVEST. TOTAL: US\$ 4,609.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
72082690 OUTS.LAMIN.FERRO/ACO,L>=6DM,QUENTE,ROLOS,DECAP.3<=E<4MM
72085100 LAMIN.FERRO/ACO,QUENTE,L>=60CM,N/ENROLADO,E>10MM
72085200 LAMIN.FERRO/ACO,QUENTE,L>=60CM,N/ENROLADO,4.75<=E<=10MM
72085300 LAMIN.FERRO/ACO,QUENTE,L>=60CM,N/ENROLADO,3MM<=E<4.75M M
72085400 LAMIN.FERRO/ACO,QUENTE,L>=60CM,N/ENROLADO,E<3MM
72091600 LAMIN.FERRO/ACO,A FRIO,L>=6DM,EM ROLOS,1MM<E<3MM
72091700 LAMIN.FERRO/ACO,A FRIO,L>=6DM,EM ROLOS,0.5MM<=E<=1MM

INSC. CNPJ: 33.174.335/0001-85
INSC. SUF: 21.124.501-9 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>

EMPRESA: <b>CROWN EMBALAGENS METÁLICAS DA AMAZ. S.A</b> CIDADE: Manaus
END: Rua Jutai, 405 – Distrito Industrial CEP: 69.075-130
MÃO-DE-OBRA: 85 INVEST. TOTAL: US\$ 15,138.000
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
76169900 CHAPA ESTAMPADA
83099000 TAMPA DE ALUMÍNIO PARA LATAS DE ALUMÍNIO OU AÇO PARA ACONDICIONAMENTO DE LÍQUIDOS POTÁVEIS

INSC. CNPJ: 23.027.675/0001-20
INSC. SUF: 20.0516.01-9
EMPRESA: <b>METALÚRGICA MARLIN S.A IND.COM.IMP. E EXP.</b> CIDADE: Manaus
END: Rua Abelardo Barbosa, 418 - Aleixo CEP: 69.060-100
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Novembro de 1989
ÁREA CONSTRUIDA: 3.000 m <sup>2</sup> ÁREA DO TERRENO: 20.000 m <sup>2</sup>
MÃO-DE-OBRA: 172 INVEST. TOTAL: US\$ 3,367.183
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>
72092700 LAMIN.FERRO/ACO,A FRIO,L>=6DM,N/ENROLADO,0.5MM<=E<=1MM
72122090 OUTROS LAMIN.FERRO/ACO,L<6DM,GALVAN.ELETROLIT.
73089090 OUTS.CONSTRUÇOES E SUAS PARTES,DE FERRO FUND/FERRO/ACO
76109000 CONSTRUÇOES/OUTS.PARTES,CHAPAS,BARRAS,ETC.DE ALUMINIO

#### SUBSETOR “MINERAIS NÃO METÁLICOS

INSC. CNPJ: 04.265.872/0001-32	
INSC. SUF: 20.0378.01-5	
EMPRESA: <b>ITAUTINGA AGRO INDUSTRIAL S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Estrada do Aleixo, Km 10 s/n - Aleixo CEP: 69.083-000	
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Março de 1982	
ÁREA CONSTRUIDA: 113.231 m <sup>2</sup> ÁREA DO TERRENO: 373.922 m <sup>2</sup>	
MÃO-DE-OBRA: 375 INVEST. TOTAL: US\$ 130,590.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
<b>OBS.: EMPRESA CERTIFICADA NBR ISO</b>	
25232990	CIMENTO PARA CONSTRUÇÃO CIVIL "PORTLAND"

#### SUBSETOR “PAPEL, PAPELÃO E CELULOSE”

INSC. CNPJ: 04.664.637/0001-33	
INSC. SUF: 20.0182.01-3 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>COPAG DA AMAZÔNIA S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Solimões, 2.200 - Distrito Industrial CEP: 69.075-200	
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Abril de 1985	
ÁREA CONSTRUIDA: 6.113 m <sup>2</sup> ÁREA DO TERRENO: 40.000 m <sup>2</sup>	
MÃO-DE-OBRA: 385 INVEST. TOTAL: US\$ 7,114.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
95030039	BRINQUEDO DE CARTONAGEM
95030099	BRINQUEDO DE CARTONAGEM
95044000	CARTAS DE JOGAR

#### ALIMENTÍCIOS

INSC. SUF: 20.0938.01-0 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>OCRIM S.A PRODUTOS ALIMENTÍCIOS</b> CIDADE: Manaus
END: Rua Des. Felismino Soares, 1.000 – Col. Oliveira Machado CEP:

69.070-620	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Março de 1960	
ÁREA CONSTRUIDA: 8.599 m2 ÁREA DO TERRENO: 16.230 m2	
MÃO-DE-OBRA: 146 INVEST: FIXO: US\$ 414,505.104	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
11010010	FARINHAS DE TRIGO
23023010	FARELO DE TRIGO
23099010	ALIMENTOS COMPOSTOS COMPLETOS,PARA ANIMAIS
23099090	PREPARAÇÕES PARA ALIMENTACAO DE ANIMAIS

### SUBSETOR FABRIL E FARMACÊUTICOS

INSC. CNPJ: 34.597.955/0004-32	
INSC. SUF: 20.0941.01-1 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>WHITE MARTINS GASES INDUSTRIAIS DO NORTE S/A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Autaz Mirim, 1053 – Distrito Industrial CEP: 69.085-000	
ÁREA CONSTRUIDA: 1.632 m2 ÁREA DO TERRENO: 9.439 m2	
MÃO-DE-OBRA: 342 INVEST. TOTAL: US\$ 39,991.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
28044000	OXIGÊNIO
29012900	ACETILENO

### SUBSETOR “PRODUTOS DAS MATÉRIAS PLÁSTICAS”

INSC. CNPJ: 84.127.208/0001-66	
INSC. SUF: 20.0674.01-3 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>AMCOR EMBALAGENS DA AMAZÔNIA S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Anhandui, 306 - Flôres CEP: 69.048-660	
MÃO-DE-OBRA: 163 INVEST. TOTAL: US\$ 30,611.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
39233000	PRÉ-FORMA - PET PARA RECIPIENTE

INSC. CNPJ: 08.225.871/0001-15	
INSC. SUF: 20.1196.01-8 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>NACIONAL FILME DA AMAZÔNIA INDÚSTRIA S/A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Torquato Tapajós, 1052, Galpão E – Flores CEP: 69.048-660	
INICIO DAS ATIVIDADES: Abril de 2007	
MÃO-DE-OBRA: 32 INVEST. TOTAL: US\$ 2,155.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
39199000 PELÍCULA AUTO-ADESIVA DE PLÁSTICO PARA CONTROLE DE RAIOS SOLARES, EM ROLO	

INSC. CNPJ: 04.965.794/0001-89	
INSC. SUF: 20.0253.01-8 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>ALL FAMA INDUSTRIAL S/A</b> CIDADE: Manaus	
MÃO-DE-OBRA: 61 INVEST. TOTAL: US\$ 6,158,000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
64022000 CALÇADO DE PLASTICO (CHINELO)	

INSC. CNPJ: 04.569.809/0001-90	
--------------------------------	--

INSC. SUF: 20.0952.01-3 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>AMÉRICA TAMPAS DA AMAZÔNIA S/A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Abiurana, 449 – Distrito Industrial CEP: 69.075-010	
ÁREA CONSTRUÍDA: 950 m2 ÁREA DO TERRENO: 1.000 M2	
MÃO-DE-OBRA: 79 INVEST. TOTAL: US\$ 7,525.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
39235000	ARTIGO DE MATÉRIA PLÁSTICA (EXCETO DE POLIESTIRENO EXPANSÍVEL) PARA TRANSPORTE OU EMBALAGEM

INSC. CNPJ: 04.350.484/0001-50	
INSC. SUF: 20.0113.01-1 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>SPRINGER PLÁSTICOS DA AMAZÔNIA S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Balata, 3 - Distrito Industrial CEP: 69.075-050	
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Junho de 1977	
ÁREA CONSTRUÍDA: 8.652 m2 ÁREA DO TERRENO: 25.000 m2	
MÃO-DE-OBRA: 478 INVEST. TOTAL: US\$ 4,861.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
39239000	OUTS.ARTIGOS DE TRANSPORTE OU DE EMBALAGEM,DE PLASTICOS
39269090	OUTROS OBRAS DE PLASTICOS
85229020	GABINETES P/APARS.DE GRAVACAO/REPRODUCAO
87141000	PARTES ACESSÓRIOS P/MOTOCICLETAS INCL.CICLOMOTORES

NSC. CNPJ: 04.229.761/0007-66	
INSC. SUF: 20.0942.01-8	
EMPRESA: <b>VIDEOLAR S.A - FILIAL</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Abiurana, 1616 - Distrito Industrial CEP: 69.075-010	
ÁREA CONSTRUÍDA: 15.365 m2 ÁREA DO TERRENO: 67.048 m2	
MÃO-DE-OBRA: 197 INVEST. TOTAL: US\$ 18,712.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
93031900	RESINA POLIESTIRENO

#### SUBSETOR “PRODUTOS TÊXTEIS”

INSC. CNPJ: 10.251.596/0001-56	
INSC. SUF: 20.1276.01-1 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>BRASJUTA DA AMAZÔNIA S.A FIAÇÃO, TECELAGEM E SACARIA</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Guaruba, 200 – Distrito Industrial CEP: 69.075-080	
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Fevereiro de 2012	
MÃO-DE-OBRA: 214 INVEST. TOTAL: US\$ 22,525.362	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
53071010	FIO DE FIBRA DE JUTA
63051000	SACO DE FIBRA DE JUTA
53101010	TECIDO DE FIBRA DE JUTA

INSC. CNPJ: 04.398.459/0004-99	
INSC. SUF: 20.1324.01-6 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>EMPRESA INDUSTRIAL DE JUTA S.A - JUTAL</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua da Paz, 9 – Bairro Pres. Vargas CEP: 69.005-300	
INÍCIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Janeiro de 1970	
ÁREA CONSTRUÍDA: 18.000 m2 ÁREA DO TERRENO: 26.300 m2	
MÃO-DE-OBRA: 467 INVEST. TOTAL: US\$ 42,095.856	

N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)	
53039010	FIBRA CARDADA DE JUTA
53101010	TECIDO DE FIBRA DE JUTA
63051000	SACO DE FIBRA DE JUTA

**SUBSETOR “VESTUÁRIO, CALÇADOS, ARTIGOS DE TECIDOS E DE VIAGEM”  
SUBSETOR “MATERIAIS DE TRANSPORTE**

**- POLO “DUAS RODAS”**

INSC. CNPJ: 43.010.240/0001-31	
INSC. SUF: 20.0023.01-2 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>CALOI NORTE S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Abiurana, 150 – Distrito Industrial CEP: 69.075-010	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Outubro de 1974	
ÁREA CONSTRUIDA: 2.830 m2 ÁREA DO TERRENO: 20.900 m2	
MÃO-DE-OBRA: 426 INVEST. TOTAL: US\$ 4,849,000	
N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)	
87120010	BICICLETA COM CÂMBIO
87120010 BICICLETA SEM CÂMBIO	

INSC. CNPJ: 09.379.673/0001-79	
INSC. SUF: 20.1267.01-2	
EMPRESA: <b>MTD MOTOR DA AMAZÔNIA S/A</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Cuiuba, 401 – Distrito Industrial CEP: 69.075-060	
INICIO DAS ATIVIDADES: Dezembro de 2010	
MÃO-DE-OBRA: 107 INVEST. TOTAL: US\$ 1,348,000	
N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)	
87112010 MOTOCICLETA ACIMA DE 100 CM3 ATÉ 450 CM3	

**POLO NAVAL**

INSC. CNPJ: 04.561.684/0001-51	
INSC. SUF: 21.0015.01-2 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>NILO TAVARES COUTINHO S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Nelson Rodrigues, 178 – Compensa CEP: 69.035-351	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Julho de 1959	
ÁREA CONSTRUIDA: 75.485 m2 ÁREA DO TERRENO: 5.500 m2	
MÃO-DE-OBRA: 126 INVEST. TOTAL: US\$ 1,169.983	
N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)	
89019000	EMBARCAÇÕES P/TRANSP.MERCADORIAS OU PESSOAS
89040000	REBOCADORES E BARCOS P/EMPURRAR OUTROS EMBARCAÇÃO

**POLO ISQUEIROS,CANETAS E BARBEADORES DESCARTÁVEIS**

INSC. CNPJ: 07.656.227/0001-39	
INSC. SUF: 20.1155.01-0 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>A W. FABER-CASTELL AMAZÔNIA S.A</b> CIDADE: Manaus	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Julho de 2006	
ÁREA CONSTRUIDA: ÁREA DO TERRENO:	
MÃO-DE-OBRA: 300 INVEST. TOTAL: US\$ 152,698.712	
N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)	
82141000	APONTADOR PARA LÁPIS
96082000	DEMARCADOR (MARCADOR)
96082000	CANETA HIDROGRÁFICA

INSC. CNPJ: 04.402.277/0001-00	
INSC. SUF: 20.0115.01-4	
EMPRESA: <b>BIC AMAZÔNIA S.A</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Içá, 400 - Distrito Industrial CEP: 69.075-090	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Novembro de 1969	
ÁREA CONSTRUÍDA: 16.471 m2 ÁREA DO TERRENO: 64.101 m2	
MÃO-DE-OBRA: 792 INVEST. TOTAL: US\$ 17,650.000	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
36069000	PEDRA PARA ISQUEIRO
39269090	PEÇAS PLÁSTICAS MOLDADAS POR INJEÇÃO
73209000	MOLAS DE TORÇÃO, DE AÇO
82121020	APARELHO DE BARBEAR
82122010	LÂMINA DE DUPLO FIO
96081000	CANETA ESFEROGRÁFICA
96086000	CARGA COM PONTA PARA CANETA ESFEROGRÁFICA
96089989	PEÇAS PLÁSTICAS MOLDADAS POR INJEÇÃO
96091000	LÁPIS DE RESINA
96131000	ISQUEIRO DE PLÁSTICO, DE BOLSO, A GÁS, NÃO RECARREGÁVEL
96139000	MOLETA PARA ISQUEIRO

INSC. CNPJ: 59.476.770/0001-58	
INSC. SUF: 20.1212.01-3 SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>	
EMPRESA: <b>PROCTER &amp; GAMBLE DO BRASIL S.A.</b> CIDADE: Manaus	
END: Av. Guaruba, 740 - Distrito Industrial CEP: 69.075-080	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Agosto de 1975	
ÁREA CONSTRUÍDA: 9.123 m2 ÁREA DO TERRENO: 80.896 m2	
MÃO-DE-OBRA: 780 INVEST. TOTAL: US\$ 247,925.650	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
82121020	APARELHO DE BARBEAR
82122010	LÂMINA DE DUPLO FIO
82122010	CARTUCHO DE LÂMINA PARA APARELHO DE BARBEAR
96032100	ESCOVA DENTAL

INSC. CNPJ: 05.458.096/0001-50	
INSC. SUF: 20.0255.01-0	
EMPRESA: <b>SWEDISH MATCH DA AMAZÔNIA S.A.</b> CIDADE: Manaus	
END: Rua Puraque, 240 - Distrito Industrial CEP: 69.075-180	
INICIO DAS ATIVIDADES PRODUTIVAS: Agosto de 1985	
ÁREA CONSTRUÍDA: 2.534 m2 ÁREA DO TERRENO: 15.000 m2	
MÃO-DE-OBRA: 410 INVEST. TOTAL: US\$ 3,700.530	
<b>N C M DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO)</b>	
96131000	ISQUEIRO DE PLÁSTICO, DE BOLSO, A GÁS N/RECARREGAVEIS normal e mini

## COMPONENTES

INSC. CNPJ: 34.540.054/0001-61	
INSC. SUF: 20.0467.01-8	
EMPRESA: <b>TECH ION INDUSTRIAL BRASIL S.A</b> CIDADE: Manaus	
MÃO-DE-OBRA: 18 INVEST. TOTAL: US\$ 2,602,000	
LINHA DE PRODUÇÃO: Subconjuntos, partes e peças para equipamento de radiação gama	

INSC. CNPJ: 06.347.297/0001-42	
--------------------------------	--



EMPRESA: <b>P P O S – EMPREENDIMENTO S.A</b> CIDADE: Manaus
MÃO-DE-OBRA: 14 INVEST. TOTAL: US\$ 688,000
LINHA DE PRODUÇÃO: Câmera de vídeo de imagens fixas

### SUBSETOR ELETROELETRÔNICO

INSC. CNPJ: 24.227.491/0001-76
EMPRESA: <b>SEMP INDUSTRIA E COMÉRCIO DE ELETROELETRONICOS S.A.</b> CIDADE: Manaus
MÃO-DE-OBRA: 369 INVEST. TOTAL: US\$ 4.022.086.000,00
LINHA DE PRODUÇÃO: Televisor em cores com tela de cristal / líquido dispositivo de cristal líquido para produtos de NCM 8528 (televisores e monitores de vídeo) / Placa de circuito impresso montada (exceto uso em informática)

INSC. CNPJ: 13.632.884/0001-49
EMPRESA: <b>ALFATEC DO BRASIL IND. ELETRO-ELETRÔNICA S/A</b> CIDADE: Manaus
MÃO-DE-OBRA: 39 INVEST. TOTAL: US\$ 1,054.000
LINHA DE PRODUÇÃO: Secador de cabelo para uso doméstico e secador profissional de cabelo

### GRÁFICO

INSC. CNPJ: 84.121.102/0001-55
INSC. SUF: 20.0793.01-2
EMPRESA: <b>EDITORA TRÊS DA AMAZÔNIA S/A</b> CIDADE: Manaus
MÃO-DE-OBRA: 50 INVEST. TOTAL: US\$ 700.000
LINHA DE PRODUÇÃO: Disco digital de leitura a laser gravado, impresso publicitário e manual técnico

INSC. CNPJ: 84.494.129/0002-74
INSC. SUF: 20.1273.01-2
SITUAÇÃO: <b>PRODUZINDO</b>
EMPRESA: <b>SONOPRESS RIMO IND. COM. FONOGRÁFICA S/A</b>
CIDADE: Manaus
END: Rua Içá, 100-D – Distrito Industrial
MÃO-DE-OBRA: 133
INVEST. TOTAL: US\$ 1,519.000
N C M 48195000, 49111010, 49119900
DESCRIÇÃO SEGUNDO O CÓDIGO DO PRODUTO (TABELA PADRÃO) EMBALAGENS DE PAPEL (EXCETO CAIXAS), MANUAL TÉCNICO IMPRESSO, CAPA E CONTRACAPA DE DISCOS DE SISTEMAS DE LEITURA POR RAIOS "LASER"

INSC. CNPJ: 04.926.142/0001-35
EMPRESA: <b>BRAMONT MONTADORA INDUSTRIAL E COMÉRCIO DE VEÍCULOS S/A</b> CIDADE: Manaus
MÃO-DE-OBRA: 165 INVEST. TOTAL: US\$ 5,226,000
LINHA DE PRODUÇÃO: Quadriculo acima de 100 cm3

**APÊNDICE B - SURVEY DE MEDIÇÃO DA MATURIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA COM PERSPECTIVA AMPLIADA**

**QUESTIONÁRIO SOBRE A MATURIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS DO PIM.**

Antes de iniciar o questionário, favor informar os dados de contato.

Nome da Empresa:

Nome do Respondente:

Telefone:

E-mail do Respondente:

Qual o cargo que ocupa:

- Proprietário[1];       Diretor[2];       Gerente[3];       Supervisor[4];  
 Outro: \_\_\_\_\_

**OBS.: Todas as questões e respostas deste questionário estão relacionadas às unidades instaladas no Polo Industrial de Manaus.**

01. Qual é o Segmento de atuação de sua empresa?

\_\_\_\_\_

02. Quantas categorias de produtos sua empresa oferta no mercado?

- De 1 a 10 produtos[1];       De 11 a 100 produtos[2];       Mais de 100 produtos[3]

03. A sua empresa possui quantas pessoas empregadas?

- De 50 a 99 [1]  
 De 100 a 499 [2]  
 Acima de 500 [3]

04. Qual a faixa de receita de sua empresa:

- até R\$ 360 mil por ano [1]