



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

THAÍS ALVES DOS SANTOS

**UM ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

BELO HORIZONTE

2018

THAÍS ALVES DOS SANTOS

**UM ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Tese apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração - CEPEAD, da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Administração.

Linha de Pesquisa: Finanças

Orientador: Prof. Antônio Artur de Souza, *Ph.D.*

BELO HORIZONTE

2018

Ficha catalográfica

S237i Santos, Thaís Alves dos.
2018 Um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro [manuscrito] / Thaís Alves dos Santos. – 2018.
xviii, 206 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: Antônio Artur de Souza.
Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração.
Inclui bibliografia (f. 149-160) e apêndices.

1. Governança corporativa – Brasil – Teses. 2. Administração de empresas – Brasil – Teses. 3. Análise de componentes principais – Teses. I. Souza, Antônio Artur de. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. III. Título.

CDD: 658

Elaborada pela Biblioteca da FACE/UFMG. – NMM/087/2018



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 da Senhora **THAÍS ALVES DOS SANTOS**, REGISTRO N° 208/2018. No dia 16 de julho de 2018, às 11:00 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 03 de julho de 2018, para julgar o trabalho final intitulado "**Um índice de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro**", requisito para a obtenção do **Grau de Doutor em Administração**, linha de pesquisa: **Finanças**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Antônio Artur de Souza, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra à candidata para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa da candidata. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença da candidata 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 à candidata 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, 16 de julho de 2018.

NOMES

ASSINATURAS

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)



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

.....

Prof. Dr. Plínio Rafael Reis Monteiro
(CEPEAD/UFMG)



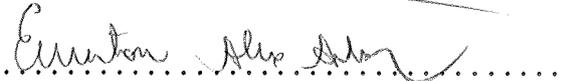
Prof. Dr. Gabriel Rodrigo Gomes Pessanha
(ICSA/UNIFAL)



Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto
(DAE/UFLA)



Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar
(CIC/UFMG)



*À minha avó, Alice, pelo cuidado,
amor, carinho dedicados e pelo
exemplo de vida.*

AGRADECIMENTOS

Agradecer aos que contribuíram para a construção deste trabalho não é uma tarefa fácil. São diversas as pessoas que participaram ao longo destes anos e que foram fundamentais no processo. O medo de esquecer nomes e a impossibilidade de citar todos os que contribuíram para a conclusão deste trabalho é desconfortante.

Antes de tudo sou a grata a Deus, pelo cuidado em todo o tempo, por me mostrar que sua bondade é maior do que mereço e demonstrar seu amor no meu cotidiano, colocando pessoas no meu caminho, me dando paz e segurança em todas as situações. Sem seu amor, não chegaria até aqui. Hoje, concluo um período que começou como aluna especial de uma disciplina no Cepead. Foram anos intensos, de muito estudo, aprendizado, de ultrapassar limites, mudar conceitos e conviver com pessoas de diversos lugares do mundo.

Ao meu orientador, Antônio Artur de Souza, agradeço por todas as oportunidades oferecidas, por aceitar o desafio de me orientar, pelas cobranças, desafios propostos e pelo apoio e confiança em todas as minhas decisões ao longo desses anos. Sua participação foi essencial para a conclusão e qualidade deste trabalho. Aproveito e agradeço a toda sua equipe pelo apoio ao longo desses anos.

Aos membros da banca, professores Antônio Dias Pereira e Plínio Rafael Reis Monteiro agradeço por aceitarem o convite e participarem de minha banca de defesa. Também agradeço ao professor e colega Ewerton, obrigada pelo apoio ao longo desses anos de doutorado, nas disciplinas, artigos e demais trabalhos. Ao professor Gideon Carvalho de Benedicto, por me acompanhar ao longo do curso, avaliando o ensaio teórico e participando de minha qualificação, suas contribuições foram essenciais! Ao querido amigo e professor Gabriel pelos anos de parceria, incentivos nos momentos de desânimo e por sempre se dispor a me auxiliar e me “salvar” em momentos de desespero.

Agradeço também aos professores e funcionários do Cepead, especialmente à Érika que sempre se mostrou solícita em me ajudar. À Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG), por financiar esses anos de estudo.

Foram diversos os amigos que fiz ao longo do curso, aos colegas de classe agradeço a parceria nas disciplinas, especialmente aos colegas de linha, pelo apoio na loucura que foi janeiro de 2014. Ainda hoje continua o questionamento do que são as bolas abertas! Joyce, Sérgio, Sarah e Tatielle aquelas aulas não teriam sido as mesmas sem vocês.

Aos amigos Getúlio e Louzada, agradeço pelos inúmeros almoços e por sempre estarem dispostos a me auxiliar. A Aline e Flavinha agradeço a parceria, apoio, amizade e acolhimento em BH e por estarem sempre tão disponíveis, seja para uma conversa sobre finanças ou para jogar conversa fora. A Camila agradeço a amizade ao longo desses anos, por topar os programas mais inusitados e ser companhia de viagens. A Déborah, agradeço a amizade e apoio desde o mestrado, as longas conversas e por sempre me ajudar. Colecionamos diversas “pérolas” de aula, inúmeros cafés, horas sem dormir para entender os livros, ou seja, diversos momentos dos quais com certeza sinto falta.

À Ana Bortoni, André, Lauisa e Nayara agradeço, pois, apesar da distância física, não deixaram de estar presentes na minha vida. Obrigada por serem companhias sempre agradáveis, divertidas, bons ouvintes nos momentos de desânimo e constantes incentivadores.

Aos colegas queridos e alunos do IFSULDEMINAS, campus Pouso Alegre, por me receberem tão bem e confiarem em mim. Especialmente agradeço à Andreza e Marina, pelas conversas, cafés e convívio diário (quando as três conseguiam estar em casa). José Luiz, Luciane e Lucas, os dois anos que passei em Pouso Alegre foram mais alegres com vocês por perto.

Agradeço também a toda minha família, obrigada por me apoiarem e torcerem por mim em todo o tempo. À tia Domésia, Giselle e Cláudio, obrigada por serem meu cantinho de refúgio em BH. Especialmente agradeço à Sara e Maurício por terem me recebido e cuidado de mim ao longo desses anos.

Aos meus pais, agradeço o amor incondicional, as madrugadas acordadas para me esperar chegar ou para me levar até a rodoviária, os conselhos que me acalmaram, mesmo estando longe, por sonharem meus sonhos e serem meus maiores incentivadores, por entenderem minhas ausências em função da correria do dia a dia e das diversas cidades pelas quais

passsei. Vocês são meus exemplos de minha vida por toda dedicação, persistência em buscar seus sonhos, cuidado com a família e amor. Aos meus irmãos agradeço por estarem sempre presentes, pela paciência, carinho e cumplicidade. Marcelo, obrigada por me auxiliar nesta reta final, sua ajuda foi essencial. Também agradeço a minhas cunhadas por todo apoio recebido. Sou grata a Deus pela família que me proporcionou, amo vocês incondicionalmente!

Enfim agradeço a todos que participaram desta etapa da minha vida.

Muito obrigada!

*Para tudo há uma ocasião certa; há um tempo certo para cada propósito debaixo do céu: ...
tempo de plantar e tempo de se arrancar o que plantou.*

Eclesiastes 3:1-2

RESUMO

O principal objetivo deste estudo foi elaborar um índice de governança corporativa para as empresas negociadas na B3. A amostra deste trabalho foi constituída por cento e dezesseis empresas de capital aberto com papéis em negociação ou já negociados na B3. A natureza do estudo é quantitativa e construção do índice de governança corporativa aconteceu por meio da análise dos componentes principais. O período de análise deste trabalho está compreendido entre os anos de 2010 e 2016. O trabalho buscou identificar qual dimensão de governança corporativa tem maior peso na classificação das empresas em relação a sua governança. Das cinco dimensões, a composição do conselho de administração foi a que apresentou maior peso na composição do índice de governança. Após elaborar o índice, o mesmo foi comparado com variáveis de desempenho financeiro das empresas por meio de uma regressão com dados em painel. Os resultados apontaram para uma relação positiva, porém não significativa entre o índice de governança e as variáveis de desempenho financeiro. Ressalta-se a importância dos resultados encontrados, uma vez que o índice elaborado foi feito após as novas regras de apresentação contábil, contribuindo para a discussão de governança das empresas. Uma vez que, mesmo com as novas normas contábeis, diversas informações sobre as empresas ainda não são facilmente identificáveis.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Teoria da Agência; Índice de Governança Corporativa; Análise de Componentes Principais.

ABSTRACT

The main purpose of this study was to elaborate an index of corporate governance for the companies traded in B3. The sample of this work was constituted by one hundred and sixteen publicly traded, with papers in negotiation or already negotiated in B3. The nature of the study is quantitative, and the construction of the corporate governance index happened through the principal component analysis. The period of analysis of this work is comprised between the years 2010 and 2016. The work sought to identify which corporate governance dimension has greater weight when classifying the companies with respect to their governance. Among the five dimensions, the composition of the board of directors was the one that presented the greatest weight in the composition of the governance index. After elaborated, the index was compared with the company's financial performance variables through regression with panel data. The results pointed to a positive but not significant relationship between the governance index and financial performance variables. The importance of the results found is emphasized since the elaborated index was made after the new rules of accounting presentation start and, thereafter, it contributes to the discussion of corporate governance. Since, even with the new accounting standards, some companies' information still not been easy to find.

Palavras-chave: Corporate Governance; Theory of the Agency; Corporate Governance Index; Principal Component Analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. O problema de agência dos gestores e a governança corporativa	28
Figura 2. Classificação da pesquisa	56
Figura 3. Formação da amostra	57
Figura 2. Variáveis estrutura de propriedade e controle	70
Figura 3. Variáveis divulgação e transparência das informações	72
Figura 4. Variáveis composição do conselho de administração	74
Figura 5. Variáveis incentivo aos administradores/agentes	76
Figura 6. Variáveis direito dos acionistas	77

LISTA DE GRÁFICO

Gráfico 1. Participação dos setores na amostra	58
Gráfico 2. Participação das dimensões no índice de governança corporativa	132

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Princípios globais de governança corporativa.....	34
Quadro 2 Comparativo dos segmentos de listagem de governança corporativa NM, N1 e N2...	41
Quadro 3. Dimensões da governança corporativa	44
Quadro 4. Estudos brasileiros sobre governança corporativa.....	51
Quadro 5 Estatística KMO e adequação da análise fatorial	61
Quadro 6. Variáveis para mensurar o desempenho econômico-financeiro	79
Quadro 7. Teste de esfericidade de Bartlett (estrutura de propriedade e controle)	81
Quadro 8. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2010	84
Quadro 9. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2011	85
Quadro 10. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2012	86
Quadro 11. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2013	86
Quadro 12. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2014	87
Quadro 13. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2015	87
Quadro 14. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2016	88
Quadro 15. Teste de esfericidade de Bartlett (divulgação e transparência das informações).....	90
Quadro 16. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2010.....	93
Quadro 17. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2011	94
Quadro 18. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2012.....	94
Quadro 19. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2013	95
Quadro 20. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2014.....	95
Quadro 21. Índice divulgação e transparência das informações, ano 2015	96
Quadro 22. Índice divulgação e transparência das informações, ano 2016.....	97
Quadro 23. Teste de esfericidade de Bartlett (composição do conselho de administração).....	98
Quadro 24. Índice composição do conselho de administração, ano 2010	102
Quadro 25. Índice composição do conselho de administração, ano 2011	103
Quadro 26. Índice composição do conselho de administração, ano 2012	103
Quadro 27. Índice composição do conselho de administração, ano 2013	104
Quadro 28. Índice composição do conselho de administração, ano 2014	105
Quadro 29. Índice composição do conselho de administração, ano 2015	105
Quadro 30. Índice composição do conselho de administração, ano 2016	106
Quadro 31. Teste de esfericidade de Bartlett (incentivo aos administradores/agentes)	107
Quadro 32. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2010	111
Quadro 33. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2011	111

Quadro 34. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2012	112
Quadro 35. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2013	112
Quadro 36. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2014	113
Quadro 37. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2015	114
Quadro 38. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2016	114
Quadro 39. Teste de esfericidade de Bartlett (direito dos acionistas)	115
Quadro 40. Índice direito dos acionistas, ano 2010	119
Quadro 41. Índice direito dos acionistas, ano 2011	119
Quadro 42. Índice direito dos acionistas, ano 2012	120
Quadro 43. Índice direito dos acionistas, ano 2013	120
Quadro 44. Índice direito dos acionistas, ano 2014	121
Quadro 45. Índice direito dos acionistas, ano 2015	122
Quadro 46. Índice direito dos acionistas, ano 2016	122
Quadro 47. Variáveis geradas na ACP das dimensões.....	124
Quadro 48. Teste de esfericidade de Bartlett (índice de governança corporativa)	124
Quadro 49. Índice de governança corporativa, ano 2010.....	136
Quadro 50. Índice de governança corporativa, ano 2011	136
Quadro 51. Índice de governança corporativa, ano 2012.....	137
Quadro 52. Índice de governança corporativa, ano 2013.....	137
Quadro 53. Índice de governança corporativa, ano 2014.....	138
Quadro 54. Índice de governança corporativa, ano 2015.....	138
Quadro 55. Índice de governança corporativa, ano 2016.....	139

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Matriz de correlações de Pearson, ρ , da dimensão estrutura de propriedade e controle	80
Tabela 2. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão estrutura de propriedade e controle.....	81
Tabela 3. Cargas fatoriais rotacionadas (estrutura de propriedade e controle)	82
Tabela 4. <i>Scores</i> fatoriais padronizados (estrutura de propriedade e controle)	82
Tabela 5. Equações dos fatores normalizadas - índice ECP.....	83
Tabela 6. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão divulgação e transparência das informações	89
Tabela 7. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão estrutura de propriedade e controle.....	90
Tabela 8. Cargas fatoriais rotacionadas (divulgação e transparência das informações)	91
Tabela 9. <i>Scores</i> fatoriais padronizados (divulgação e transparência das informações).....	91
Tabela 10. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice DTI.....	92
Tabela 11. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão composição do conselho de administração.....	98
Tabela 12. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão composição do conselho de administração	99
Tabela 13. Fatores gerados da dimensão composição do conselho de administração, sem o critério da raiz latente.....	99
Tabela 14. Cargas fatoriais rotacionadas (composição do conselho de administração).....	100
Tabela 15. <i>Scores</i> fatoriais padronizados da dimensão composição do conselho de administração	100
Tabela 16. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice CA.....	101
Tabela 17. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão incentivo aos administrados/agentes	107
Tabela 18. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão incentivo aos administradores/agentes	108
Tabela 19. Cargas fatoriais rotacionadas (incentivo aos administradores/agentes)	109
Tabela 20. <i>Scores</i> fatoriais padronizados da dimensão incentivo aos administradores/agentes	109
Tabela 21. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice IA	110
Tabela 22. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão direito dos acionistas.....	115

Tabela 23. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão direito dos acionistas	116
Tabela 24. Fatores gerados da dimensão direito dos acionistas.....	116
Tabela 25. Cargas fatoriais rotacionadas (direito dos acionistas).....	117
Tabela 26. <i>Scores</i> fatoriais padronizados da dimensão direito dos acionistas.....	117
Tabela 27. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice DA.....	118
Tabela 28. Matriz de correlações de Pearson (índice de governança corporativa)	125
Tabela 29. Autovalores do índice de governança corporativa.....	126
Tabela 30. Cargas fatoriais e fatores (índice de governança corporativa).....	126
Tabela 31. Variância e proporção dos fatores após a rotação (índice de governança corporativa)	127
Tabela 32. Cargas fatoriais rotacionadas (índice de governança corporativa)	128
Tabela 33. <i>Scores</i> fatoriais padronizados do índice de governança corporativa.....	129
Tabela 34. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice GC.....	131
Tabela 35. Governança corporativa e desempenho econômico-financeiro	142
Tabela 36. Governança corporativa e ROA.....	143

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACOES_MEMDIRET	Percentual de ações em posse dos executivos da equipe de gestão
ACOESCIRC_POSSDIRET	Divulgação do número de ações detidas pelos diretores
ACP	Análise de componentes principais
ADRs	American Depositary Receipts
AFEP-MEDEF	Código de Governança Corporativa da Associação Francesa das Empresas Privadas - Movimento das Empresas da França
Alavfin	Alavancagem financeira
ANIMEC	Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais
ASX	Australian Securities Exchange
AT	Ativo total
B3	Brasil Bolsa Balcão
CCA	Composição do conselho de administração
CEO	Chief Executive Officer
CEO_PRES	Separação das funções de CEO e presidente do conselho
CGI	Corporate Governance Index
COD_ETICA	Código de ética divulgado publicamente
COMIS_REMUN	Possui comissão de remuneração
COMITE	Existência de comitês
COMPRA_ACAO	Plano de opção de compra de ações
CONS_FISCAL	Existência de conselho fiscal permanente
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DA	Direito dos acionistas
DATA_ASSEM	A empresa informa sobre as próximas assembleias
DECLARA_DIVID	Declarações de dividendos disponível

DIREITO_CONTROLE	Diferença entre o direito de controle e de fluxo de caixa
DIVID_PG	Valor dos dividendos pagos
DIVULG_RESULTS	Divulgação detalhada dos resultados financeiros e operacionais
DTI	Divulgação e transparência da informação
ECP	Estrutura de propriedade e controle
FIRMA_AUDITORIA	Se a empresa contrata firmas de auditoria
GC	Governança corporativa
IA	Incentivo aos administradores/agentes
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBrX	Índice Brasil
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGC	Índice de Governança Corporativa
IGC	Índice de Governança Corporativa
IGOV	Índice de Governança Corporativa das Empresas
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
LM	Multiplicador de Lagrange
MEMB_IND	Percentual do conselho formado por membros independentes
MQG	Mínimos quadrados generalizados
MQO	Mínimos quadrados ordinários
MUDANCA_MEMB	Mudança dos membros do conselho no ano fiscal
N1	Nível 1
N2	Nível 2
Nasdaq	Daily Stock Market Overview, Data Updates, Reports & News
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado
NYSE	New York Stock Exchange

OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ON	Ações ordinárias
ON_CONT	Percentual de ações ordinárias em posse do controlador
ON_INST	Percentual de capital mantido por investidores institucionais
PN	Ações preferenciais
PRESID_EXEC	Se o presidente do conselho é um conselheiro independente, não executivo da empresa
PROG_ADR	A empresa mantém programa de ADRs
PROG_PARTLUCROS	Existência de programa de participação de lucros
REAPRESENT_DOCS	Reapresentação de documentos
RELATORIO_PRAZO	Publicação de relatórios financeiros no prazo
REMM	Resourceful, evaluative, maximizing model
REMUN_ACOES	Remuneração baseada em ações
REMUN_DESEMP	Remuneração baseada no desempenho
ROA	Retorno sobre o ativo
SEC	Securities and Exchange Commission
SOx	Lei Sarbanes-Oxley
Tam	Tamanho
TAM_CONSELHO	Tamanho do conselho de administração
TOT_CONT	Percentual total de ações em posse do controlador
US GAAP	Generally Accepted Accounting Principles in the United States
VALOR_REMUN	Valor anual da remuneração em dinheiro
VCAC	Valor contábil dos ativos circulantes da firma
VCDLP	Valor contábil das dívidas de longo prazo
VCE	Valor contábil dos estoques
VCPC	Valor contábil dos passivos circulantes da firma
VMA	Valor de mercado das ações negociadas em bolsa

SUMÁRIO

1	Introdução.....	19
1.2	Objetivos.....	23
1.2	Estrutura da tese	24
2	Fundamentação teórica.....	25
2.1	Teoria da agência	25
2.2	Governança corporativa.....	29
2.2.1	Princípios de governança corporativa	32
2.2.2	Governança corporativa no mundo.....	36
2.2.3	Governança corporativa no Brasil	40
3	Revisão de literatura.....	43
3.1	Modelos de governança corporativa.....	43
3.1.1	O modelo de Silveira (2004)	45
3.1.2	O modelo de Silva e Leal (2005).....	47
3.1.3	O modelo de Correia (2008).....	49
3.2	Estudos brasileiros de governança corporativa	50
4	Procedimentos metodológicos	55
4.1	Tipo de pesquisa.....	55
4.2	Amostra e coleta de dados	56
4.3	Tratamento e análise dos dados.....	58
4.3.1	Análise dos componentes principais	59
4.3.2	Dados em painel	65
4.4	Variáveis analisadas	69
4.4.1	Estrutura de propriedade e controle	69
4.4.2	Divulgação e transparência da informação	71
4.4.3	Composição do conselho de administração	73
4.4.4	Incentivo aos administradores/agentes	75

4.4.5 Direito dos acionistas.....	76
4.4.6 Governança corporativa e desempenho econômico-financeiro.....	77
5 Análise e interpretação dos resultados	80
5.1 Índice de estrutura de propriedade e controle	80
5.2 Índice de divulgação e transparência das informações	89
5.3 Índice da composição do conselho de administração.....	97
5.4 Índice de incentivo aos administradores/agentes	106
5.5 Índice dos direitos dos acionistas	115
5.6 Índice de governança corporativa	123
5.7 Governança corporativa e desempenho econômico-financeiro.....	140
6 Considerações finais	145
Referências	149
Apêndices	161

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas duas décadas, a integração dos mercados financeiros e o crescente acesso a eles têm feito com que a atenção à gestão das empresas participantes do mercado financeiro se torne cada vez maior. Afinal, eventos que interferem negativamente nos diversos mercados financeiros ao redor do mundo podem influenciar todos os demais. Exemplo disso foi, em 2008, a crise do *subprime*, nos Estados Unidos, que gerou prejuízos em diversos mercados. Por esse motivo, a discussão sobre os mecanismos de governança utilizados no mercado financeiro volta a ganhar relevância para empresas e acionistas.

Dadas as consequências que tais eventos causam no mercado financeiro, eles se tornaram amplamente discutidos. Surge, assim, a necessidade de assegurar aos investidores que as empresas são confiáveis e que o risco de investimentos em cada uma delas é minimizado pelas boas práticas de gestão. Com a crise de 2008, identificou-se que o sistema apresentava falhas que poderiam causar impactos negativos em diversos agentes econômicos, questionando-se, assim, a qualidade do modelo de governança corporativa adotado por muitas economias avançadas ao redor do mundo (GUPTA, KRISHNAMURTIE e TOURANI-RAD, 2010; CLAESSENS e YURTOGLU, 2012).

A principal atuação da governança corporativa consiste em estabelecer mecanismos de transparência que visam atenuar as assimetrias informacionais entre empresas e o mercado financeiro. O objetivo é garantir a sustentabilidade financeira corporativa. Nesse sentido, como as empresas buscam, frequentemente, aumentar seus ganhos de eficiência e de competitividade para alcançar suas metas de crescimento, surge a necessidade de contrair financiamento externo, que promove mudança na estrutura de capital das empresas (CORREIA, AMARAL e LOUVET, 2011).

O acesso a fontes de financiamento está relacionado à confiança dos investidores na empresa e à viabilidade econômico-financeira do projeto. Ademais, é observado se o investimento trará retornos positivos ao fornecedor do capital. Silveira (2004) afirma que a confiança dos investidores acerca do retorno de seus investimentos depende de um conjunto de fatores subjetivos, como o ambiente institucional em que a empresa está inserida, a proteção dada ao investidor, os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento dos contratos.

É no contexto de informações assimétricas e de incerteza de mercado que a governança corporativa desponta como um fator que auxilia as empresas a ganharem a confiança dos investidores. Desse modo, a governança corporativa é considerada um código de boas práticas, ou seja, um conjunto de normas que asseguram aos proprietários, acionistas e investidores que seus interesses serão atendidos. A discussão sobre essas normas e códigos teve início no trabalho de Berle e Means (1932), quando colocaram em pauta a governança das companhias com estrutura de propriedade dispersas.

Em linhas gerais, os principais códigos de boas práticas ressaltam a importância de um conselho administrativo isento e imparcial para uma boa avaliação da companhia. O conselho administrativo independente, bem como indivíduos diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, é uma recomendação dos agentes de mercado que visam à austeridade e à imparcialidade nas decisões desses atores (IBGC, 2004; CVM, 2002; OECD, 1998).

Outros fatores internos e externos à companhia são essenciais para a avaliação e a classificação das empresas quanto à qualidade de sua governança. A governança corporativa se caracteriza por uma série de mecanismos externos e internos à organização que têm como finalidade controlar a ação dos gestores e o interesse dos proprietários, de forma a minimizar, ao máximo, os possíveis conflitos de agência (FERREIRA et al., 2013).

Para Silva, Kayo e Nardi (2012), o controle do mercado corporativo, ou seja, os mecanismos de governança consistem em uma ferramenta externa para a correção e a prevenção dos problemas de agência das firmas, visto que ela eliminaria ou limitaria a ação oportunista dos gestores. Essa função ganha maior relevância em mercados com severas assimetrias informacionais, a exemplo do mercado financeiro brasileiro.

No Brasil, a exigência dos mecanismos de governança se tornou evidente a partir da reformulação da Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.), em 2001, com as modificações feitas pela Lei nº 10.303, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual introduziu normas mais rígidas para garantir que a gestão das empresas seja mais transparente, minimizando possíveis atividades oportunistas dos gestores e garantindo o direito dos acionistas. Com estas alterações, além das divisões do mercado tradicional, foram criados três segmentos diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro que são: o novo

mercado, o nível 1 e o nível 2, visando estimular o interesse dos investidores pelo mercado brasileiro. Posteriormente, com o objetivo de incentivar a entrada gradual das empresas nos segmentos diferenciados de governança corporativa, outros dois foram incorporados, o Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

O Brasil, como mercado emergente, tem passado por diversas transformações, buscando conquistar crescimento sólido e lugar de destaque na economia mundial. Nos últimos cinco anos, o país passou por períodos de instabilidade financeira, tanto que, algumas agências de investimento, como a *Standard & Poor's* e a *Fitch*, diminuíram o grau de investimento brasileiro. Anteriormente a estes períodos de reclassificação dos graus de investimento, o país era considerado um mercado atraente para os investidores estrangeiros, devido a uma variedade de fatores, sobretudo por ter conquistado relativa estabilidade econômica e política, ter controlado a inflação e consistir em um mercado consumidor em expansão (CLETO e MACHADO, 2015; MAIA, 2015).

O crescimento econômico que o país apresentou nos anos anteriores refletiu na atratividade do mercado de capitais brasileiro. Dados da bolsa brasileira (Brasil Bolsa Balcão, ou B3) mostram que, em 2012, o volume de negociações cresceu 11%, em relação ao ano anterior, aumentando a participação de investidores estrangeiros em 40% e elevando o número de empresas nacionais que buscavam o mercado de ações como opção de captação de recursos e diversificação de investimentos. O crescimento no volume das negociações continuou e em 2017, a B3, alcançou recorde histórico no volume de negociações, mesmo assim, se mantém aquém do volume de negociação das principais bolsas de valores internacionais.

A maior atratividade de investimento demandou maiores exigências em relação à qualidade da governança corporativa empresarial. No escopo dos mecanismos de governança, grande parte dos estudos trabalha sob o foco dos benefícios gerados ao adotar as práticas de governança, dentre as quais destaca-se o impacto na rentabilidade, na produtividade e no desempenho, assim como na diferenciação dos resultados financeiros baseados nos diversos níveis de governança adotados pela CVM (CATAPAN, COLAUTO, BARROS, 2013; CLAESSENS, YURTOGLU, 2012; ERFURTH e BEZERRA, 2013; GUPTA, KRISHNAMURTI e TOURANI-RAD, 2010; MELO et al, 2013; SILVA, KAYO e NARDI, 2012).

No entanto, o critério de classificação de governança oferecido pela CVM sofre algumas críticas. Alguns trabalhos propõem a mensuração da governança corporativa das empresas por outros mecanismos que englobem mais fatores do que os propostos pela CVM. Além disso, apesar da participação das empresas no índice de governança da B3 ser crescente, ainda representam apenas uma parcela das empresas listadas na naquela instituição. Santos e Leal (2007) afirmam que a governança corporativa não se aplica apenas a algumas empresas, mas a todas que buscam uma relação de confiança com seus *stakeholders*, presentes ou não em bolsa de valores.

Apesar dos diversos estudos acerca dessa temática nas empresas – como Rodrigues *et al.* (2015), Beiruth *et al.* (2014), Piccoli, Souza e Silva (2014), Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014), Bekiris e Doukakis (2011), Bebchuk e Weisbach (2010), Silveira, Perobelli e Barros (2008) – percebe-se uma lacuna no que diz respeito às investigações acerca dos métodos de classificação da governança corporativa. No Brasil, ela vem sendo pesquisada, usualmente, sob a ótica da geração de valor e dos benefícios gerados pela adoção de mecanismos de governança. Entretanto, os resultados de que melhores níveis de governança corporativa, ou simplesmente a adoção de práticas de governança corporativa nas empresas, apresentam uma discordância, afinal alguns estudos concluem que as práticas de governança não influenciam a empresa e outros que influenciam (SILVEIRA, 2004; SILVA, 2004; CORREIA, 2008).

Os seguimentos de listagem da bolsa avaliam um conjunto crescente de características que algumas empresas devem apresentar para serem consideradas com boa governança e, conseqüentemente, confiáveis. Todavia, esta classificação envolve somente alguns dos mecanismos de governança presentes nas empresas. Destarte, surge a necessidade de desenvolver um índice de governança corporativa que considere as variáveis que melhor explicam o nível de governança corporativa da B3.

Espera-se que todas as empresas apresentem um nível de governança e que este possa ser mensurado, como apresentado nos trabalhos de Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008). Os referidos autores apresentam as classificações das empresas quanto à qualidade da governança corporativa, podendo, assim, estratificá-las de acordo com as suas características. Estes autores também se preocupam com a relação entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas. Os três trabalhos propõem índices de governança diferentes. Depois de classificarem as empresas, confrontam os

resultados da classificação com a geração de valor por elas. Silveira (2004) e Silva e Leal (2005) encontraram resultados semelhantes entre si, ou seja, o nível de governança das empresas influencia o valor de mercado das empresas. Por sua vez, os resultados do trabalho de Correia (2008) apontam para a não interferência entre a governança corporativa e o valor de mercado das firmas.

1.2 Objetivos

O objetivo geral, neste trabalho, foi desenvolver um índice fundamentado nos mecanismos de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro.

Para tanto, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- i. identificar os modelos de mensuração de governança corporativa já desenvolvidos para o mercado acionário brasileiro;
- ii. classificar as empresas em relação às dimensões de governança corporativa (estrutura de propriedade e controle; divulgação e transparência da informação; composição do conselho de administração; incentivo aos administradores/agentes; e, direito dos acionistas);
- iii. propor um índice de governança corporativa para as empresas brasileiras
- iv. verificar se a governança corporativa influencia o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Os objetivos específicos têm como função auxiliar na consecução do objetivo geral. Desta forma, faz-se os seguintes apontamentos sobre estes:

- com o primeiro objetivo específico, investigou-se os trabalhos que abordam a temática de índices de governança corporativa. Este objetivo é respondido na seção 3 desta tese;

- com o segundo objetivo específico buscou identificar quais as melhores empresas em cada uma das dimensões de governança corporativa, desta forma, apontar quais variáveis são mais relevantes para cada dimensão. A resposta a este objetivo está nas subseções 5.1, 5.2, 5.3, 5.4 e 5.5.

- o terceiro, utiliza das informações obtidas no segundo para classificar as empresas em relação à sua governança com a construção do índice de governança. Além de permitir

identificar qual dimensão de governança tem maior peso no índice. É respondido na seção 5.6;

- o quarto objetivo específico, averigua a relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas, com o intuito de identificar a direção dessa relação. Este objetivo é respondido na subseção 5.7.

1.2 Estrutura da tese

Esta tese está composta por esta seção de introdução, seguida da fundamentação teórica, na seção 2. Na seção 3 apresenta-se a revisão de literatura, composta dos modelos de governança corporativa utilizados como referência e de estudos nacionais sobre a temática. Na seção 4 descrevem-se os procedimentos metodológicos adotados e os resultados da pesquisa são apresentados na seção 5, seguida das considerações finais, na seção 6. Por fim, apresentam-se as referências e apêndices.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção apresenta-se a fundamentação teórica que é plano de fundo da temática de governança corporativa e ela está segmentada em duas subseções que abordam sobre a teoria da agência e governança corporativa.

2.1 Teoria da agência

O conflito de interesse entre administradores e proprietários de empresas é a base dos estudos da teoria da agência. Smith (1776) já afirmava que não é possível esperar que os membros do conselho de administração de uma empresa protejam o dinheiro dos acionistas com a mesma dedicação que protegeriam seu próprio dinheiro. Dessa forma, aquele autor ainda afirma que os gestores tendem a se envolver em detalhes que os beneficiem em detrimento da defesa de interesse dos proprietários.

Os possíveis conflitos existentes entre gestores e proprietários são denominados problemas de agência. Uma relação de agência pode ser definida como um contrato em que o proprietário/investidor emprega um agente para realizar trabalhos em seu favor e, para tal, o agente tem autonomia parcial ou total para tomar as decisões relacionadas ao trabalho para o qual foi contratado. Dessa forma, o agente é o administrador contratado pelo proprietário (principal) para garantir seus interesses (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986)

Martin, Santos e Dias Filho (2004) afirmam que, para se compreender os conflitos entre agente e proprietário, torna-se necessário compreender as mudanças ocorridas no mundo moderno. Pode-se destacar, como principal mudança, a alteração da estrutura societária das empresas, a qual, anteriormente, estava concentrada em uma única pessoa ou em um pequeno grupo e, atualmente, é composta por diversos acionistas. A alteração da estrutura societária tem como consequência a modificação da gestão das empresas com a separação entre acionistas, detentores do capital e administradores gestores do capital.

Com a alteração da estrutura societária emerge a necessidade de definir normas sobre os direitos de propriedade das empresas, cuja determinação se dá por meio de contratos e, assim, o comportamento dos administradores dependerá da natureza desses contratos, sejam eles explícitos ou implícitos (COASE, 1937; ALCHIAN e DEMSETZ, 1972; FAMA e JENSEN, 1983a).

“Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, há boas razões para se acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal” (JENSEN e MECKLING, 1976, pág. 308). O conflito entre os interesses dos gestores e os dos proprietários se dá, entre outros fatores, em virtude do oportunismo, o que pode gerar custos de agência, que são os custos associados à negligência profissional e aos controles administrativos necessários para preveni-la (BESANKO et al, 2006).

O principal também pode limitar as divergências referentes a seus interesses, por meio do estabelecimento de incentivos aos agentes, tentando controlar as suas decisões. Contudo, os incentivos para o monitoramento e o controle dos agentes incorrem em custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976). A Teoria da Agência apresenta mecanismos que, além de diagnosticar os problemas existentes, tentam assegurar a construção de um contrato eficiente e que solucione as divergências de interesse entre agente e principal (ROCHA et al., 2012).

Jensen e Meckling (1976) afirmam que um acionista único também atua como gestor de uma firma hipotética, logo, este acionista busca maximizar a utilidade para si, ou seja, ele acumulará benefícios pecuniários e não pecuniários oriundos de sua atividade de gestão da firma. Como benefício não pecuniário, os autores apresentam o *status* que o gestor pode alcançar e que lhe proporcionará facilidades dentro da empresa. Os autores ainda consideram que, na ausência de impostos, poderá se alcançar uma combinação ótima de benefícios pecuniários e não pecuniários quando

a utilidade marginal resultante de uma unidade monetária adicional de gastos (medida líquida de quaisquer efeitos produtivos) for igual a cada item não pecuniário e igual à utilidade marginal resultante de uma unidade monetária adicional de poder de compra depois dos impostos (riqueza) (p. 91)

Dessa forma, cada unidade monetária gasta com benefícios que não contribuem para melhorar a produtividade da empresa reduz, na mesma proporção, a riqueza dos acionistas. Assim, se o proprietário-administrador vender os direitos sobre o capital próprio da empresa, os custos de agência serão gerados pela divergência das partes.

Na maioria das relações de agência, tanto agente como principal gerarão custos de agência associados ao monitoramento e à concessão de garantias contratuais, o que não elimina a divergência sobre as decisões tomadas pelo agente. Jensen e Meckling (1976) afirmam

que os custos de agência podem ser definidos como a soma dos custos de monitoramento, dos custos com coberturas de seguros e de perdas residuais.

Os custos de monitoramento têm por objetivo avaliar, acompanhar e restringir o comportamento dos gestores (agentes). Para conciliar os interesses dos proprietários (principal) e agentes, alguns mecanismos de controle são necessários. Assim, são gerados gastos com a estruturação de sistemas de informações, com controles, com auditorias e outras despesas diretas, no intuito de evitar uma situação de oportunismo por parte do agente. Os custos com coberturas de seguros são os gastos assumidos pela empresa para criar mecanismos de proteção contra danos causados por atos desonestos (oportunismo) do agente. Geralmente, são realizados contratos de seguros com outra companhia, por exemplo, que concorda em reembolsar até um valor limite, caso ocorram perdas decorrentes de atitudes oportunistas de seus administradores. Por fim, as perdas residuais são aquelas decorrentes das divergências entre as decisões tomadas pelos agentes e as que maximizariam o bem-estar do principal. Podem ser consideradas perdas de oportunidade para o principal, que nem sempre são de fácil mensuração.

Os autores ainda afirmam que os custos de agência também dependerão do custo de mensurar e avaliar o desempenho do agente e de implementar um índice para definir a remuneração do administrador, e o proprietário deverá estar satisfeito com o valor especificado para a remuneração dos gestores. Por fim, dependerão também do custo de implementar e elaborar regras comportamentais específicas.

As relações contratuais entre fornecedores, clientes, credores, agentes e principais consistem na essência da firma. Os custos de agência e monitoramento são inerentes a todos esses contratos, independentemente da existência de uma produção coletiva. Isso porque todas as empresas não passam de ficções legais, ou seja, servem como ponto de conexão para o conjunto de relações dos indivíduos da firma, também caracterizadas pela existência de direitos residuais divisíveis, ou seja, os ativos e os fluxos de caixa da empresa que podem ser vendidos sem a permissão dos demais participantes do contrato (COASE, 1937, 1959, 1960, 1964; ALCHIAN e DEMSETZ, 1972; JENSEN e MECKLING, 1976).

Das relações contratuais, a teoria da agência aponta como um aspecto essencial a existência de uma relação conflituosa entre os objetivos que compõem a firma,

considerada um conjunto de contratos. A tomada de decisão em benefício de uma das partes pode se dar de maneira inconsciente. Jensen (1994) afirma que o modelo de comportamento humano que fundamenta a teoria da agência pode ser descrito como *resourceful, evaluative, maximizing model* – REMM.

Neste modelo de comportamento humano, os indivíduos são considerados avaliadores, pois se preocupam com uma diversidade de fatores. Estão dispostos a trocar uma quantidade menor de determinado produto, em detrimento de uma quantidade maior de outros produtos. E possuem preferências efêmeras. Os indivíduos também apresentam desejos ilimitados e maximizadores, ou seja, normalmente direcionam suas ações para que alcancem o valor máximo possível em cada atividade, sendo limitados por fatores como leis, riquezas, tempo e conhecimento restrito. Por fim, o modelo de comportamento humano afirma que os indivíduos são criativos e capazes de se adaptar às mudanças de seu ambiente (JENSEN, 1994).

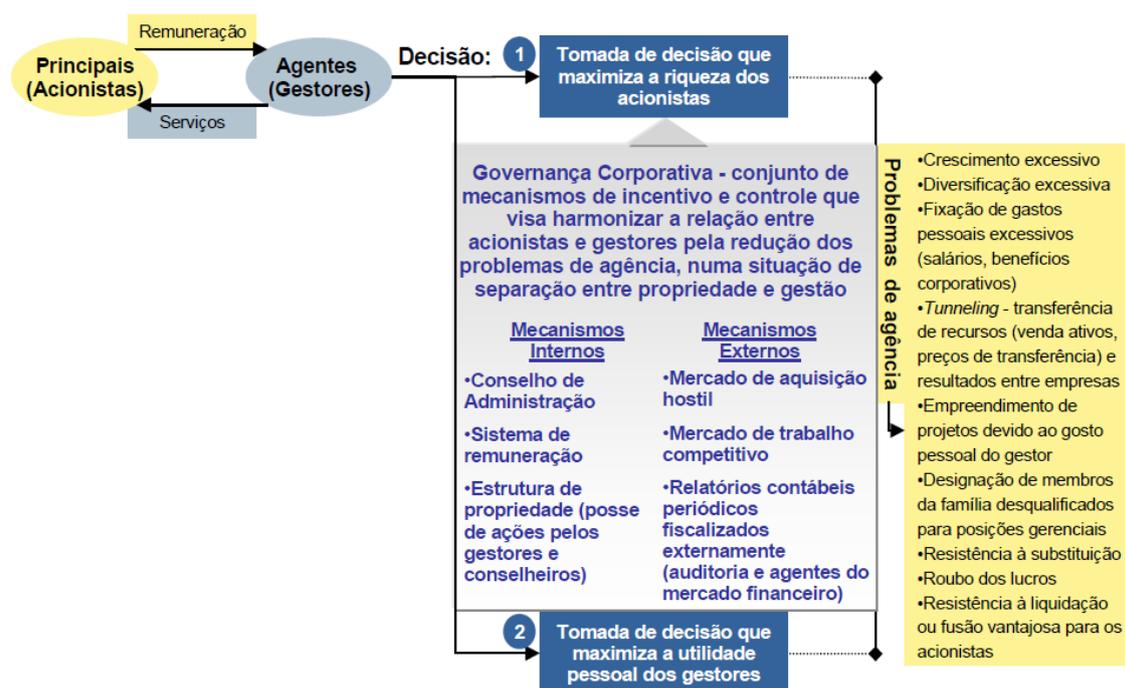


Figura 1. O problema de agência dos gestores e a governança corporativa

Fonte: Silveira (2002, p. 14)

Na Figura 1 observa-se como os gestores podem tomar decisões que os favoreçam e não aos acionistas, o que se considera como problemas de agência. De acordo com a Figura 1, há uma relação entre acionistas e gestores, na qual os acionistas remuneram os gestores pela prestação de serviços. Assim, os agentes (gestores) foram contratados pelo principal

(acionista) para realizarem a tomada de decisão por eles. Essa decisão, segundo Silveira (2002), pode ser de dois tipos que são: decisões do tipo 1, que maximizam a riqueza dos acionistas e decisões do tipo 2, que maximizam a utilidade principal dos gestores. Espera-se que os agentes tomem sempre decisões do tipo 1, contudo, pode-se observar que, muitas vezes, decisões do tipo 2 são tomadas. A escolha das decisões tipo 2 em detrimento das decisões tipo 1 acontece em função dos problemas de agência dos gestores, incorrendo em custos de agência. O conselho de administração, localizado entre os dois tipos de decisão, seria o mecanismo cuja função é equalizar os interesses dos gestores e dos acionistas no sistema de governança corporativa das empresas. Assim, de acordo com Silva, Kayo e Nardi (2012), o controle do mercado corporativo teria como função ser um mecanismo externo para correção e prevenção dos problemas de agência nas firmas, visto que eliminaria ou limitaria a atuação oportunista dos gestores.

2.2 Governança corporativa

O interesse sobre a temática da governança corporativa tem apresentado, ao longo dos anos, um rápido crescimento, tanto no meio empresarial como no meio acadêmico (BEBCHU e WEISBACH, 2010). A governança corporativa tem como marco inicial o trabalho de Berle e Means (1932), que analisa a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e discute sobre os conflitos de interesse nas sociedades com estrutura de capital pulverizada. Os autores também discutem os benefícios e os custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas corporações dos Estados Unidos. Ainda observam que a pulverização da propriedade tende a fortalecer o poder dos gestores, aumentando a chance de os mesmos agirem em seu próprio interesse, negligenciando o interesse dos acionistas.

Dallas (1988) afirma que o modelo tradicional de governança se baseia no conceito de que os acionistas são os “donos” da corporação e, por este motivo, têm o direito de controlar a empresa de acordo com seus interesses. Contudo, as diferentes estruturas legais de governança afetam diretamente a estrutura de propriedade da empresa. Em países cuja estrutura legal de proteção ao acionista é eficiente, as companhias de capital aberto, normalmente, apresentam estrutura de propriedade difusa. Ademais, o mercado financeiro desses países é mais desenvolvido (LAPORTA et al., 1998, 2000).

Definida como um mecanismo de garantir, ao fornecedor de capital, os retornos sobre os investimentos realizados, a governança corporativa também pode ser caracterizada como

uma relação contratual entre os fornecedores de capital e a empresa. Para tanto, essa relação contratual deverá ser regida por uma série de normas internas e externas à empresa, como o estatuto social e a legislação vigente. Além disso, a eficiência com a qual a administração financeira da instituição é executada está relacionada com a qualidade da governança adotada por ela (WILLIANSO, 1983, 1984, 1988).

Blair (1998) define governança corporativa como sendo mecanismos que as empresas utilizam para determinar processos que irão alinhar os interesses em conflito entre os acionistas e gestores. Rossetti e Andrade (2012) consideram que uma empresa com mecanismos de governança corporativa está menos exposta aos riscos de gestão e do mercado, o que aumenta a confiança dos investidores. Ademais, a adoção de práticas de governança corporativa fortalece o mercado de capitais em que as empresas estão alocadas.

Para Siffert Filho (1998), governança corporativa são os sistemas de controle e monitoramento estabelecidos por agentes controladores de determinada corporação, para que os seus administradores tomem suas decisões visando ao interesse do proprietário. Já para Claessens e Yurtoglu (2012), governança corporativa é a forma de se preocupar com a resolução de problemas de ação coletiva entre os investidores dispersos e a conciliação de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos.

Claessens e Yurtoglu (2012) afirmam que a governança corporativa pode ser considerada um complexo conjunto de restrições que delimitam a ação dos agentes evitando custos de agência. Dessa forma, a governança corporativa seria também um mecanismo que determina os lucros gerados pelas empresas e auxilia a moldar a relação *ex post* entre agentes e proprietários. Sendo assim, a adoção de mecanismos de governança corporativa se torna uma opção para as empresas minimizarem a assimetria de informações e os problemas de agência. Estes mecanismos proporcionam o aumento da evidência das decisões tomadas pelos gestores, resultando em maior transparência e confiança aos investidores (CARVALHO, 2002; SILVEIRA, 2004; AKSU e KOSEDAG, 2006).

Roe (2005) apresenta alguns problemas centrais da governança corporativa, sendo eles a governança corporativa externa, a governança corporativa horizontal e a governança corporativa vertical. A governança corporativa externa está relacionada à legitimidade corporativa e, neste caso, as políticas da empresa que nortearão a governança podem ser

realizadas por agentes internos, no intuito de se protegerem dos externos, assim como podem ser oriundas dos agentes externos, como as leis e as normas, que limitam como a firma será governada. Já a governança corporativa horizontal tem como objetivo limitar a ação do acionista majoritário, principalmente em países cuja característica das empresas é o capital pouco pulverizado. Por fim, a governança corporativa vertical aborda os custos de agência gerenciais, os problemas relacionados com a garantia de que os gestores irão trabalhar em função do interesse dos acionistas em empresas com capital pulverizado.

A CVM, por sua vez, define governança corporativa como sendo o conjunto de práticas que têm a finalidade de otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, de desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia (CVM, 2002). LaPorta et al. (1998) contemplam, em sua definição de governança corporativa, o problema de agência, ao definirem-na como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, interno e externos, para a minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores. Claessens e Yurtoglu (2012) asseveram que a adoção da governança corporativa pode (i) melhorar o acesso ao financiamento externo; (ii) reduzir o custo de capital das empresas e (iii) melhorar o desempenho operacional por meio da melhor alocação de recursos.

Assim, as empresas, para serem classificadas com boa governança, têm que seguir alguns princípios que podem variar em função das legislações locais e das especificidades do país em que as empresas se encontram. Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012) afirmam que o melhor nível de governança corporativa reduz custos associados à incorporação de informação aos preços dos ativos da empresa. Os autores mediram a diferença de incorporação das informações em empresas do Índice de Governança Corporativa (IGC) e Índice Brasil (IBrX), concluindo que o mercado com governança corporativa incorpora as informações mais rapidamente.

Melhores níveis de governança corporativa indicam a existência de maior transparência nas informações ao mercado e, conseqüentemente, o nível de informação privada diminui (OLIVEIRA NETO, MEDEIROS e QUEIROZ, 2012). Easley e O'Hara (2004) e Botosan, Plumlee e Xie (2004) afirmam que, na presença de dificuldade de processamento das informações, o custo do capital cresce, a fim de compensar o risco adicional pela dificuldade de veiculação da informação. Assim, como os investidores

esperam ter o retorno de seu investimento, empresas com maior nível de governança tendem a minimizar o custo pela dificuldade de processamento das informações.

Goergen e Renneboog (2008) asseveram que, por meio de dispositivos contratuais, as companhias podem se desviar dos padrões nacionais de governança estabelecidos. Fama e Jensen (1983b), Stulz (1988) e Short e Keasey (1994) afirmam que os mecanismos de governança corporativa perdem a eficiência de proteção aos acionistas quando o conselho de administração da empresa tem algum tipo de participação na propriedade, suficiente para ter poder de decisão. Dessa forma, nas empresas que apresentam dois tipos de classe de ações, conforme Jarrel e Poulsen (1988), aumenta a capacidade dos administradores de evitarem determinados mecanismos de governança.

Gompers, Ishii e Metrick (2003), ao estudarem o mercado americano, observaram que as empresas com bons níveis de governança têm maior valor de mercado. No Brasil, nos estudos como os de Silva e Leal (2005) e de Silveira, Barros e Famá (2006) foi encontrado o mesmo resultado. Ainda se podem destacar os estudos de Black (2001), para o mercado russo e de Joh (2003), para o mercado coreano.

Os melhores níveis de governança corporativa estão relacionados à alavancagem financeira das empresas (SILVEIRA, PEROBELLI e BARROS, 2008), possivelmente, o que será determinante na estrutura de capital da empresa, como atestam Jensen e Meckling (1976).

A principal recompensa de uma empresa que adota mecanismos de governança é a redução do seu custo de capital. Esta redução, possivelmente, virá acompanhada do aumento do valor de mercado da empresa e do aumento da gama de alternativas de investimentos futuros e isto, segundo Jensen e Meckling (1976), poderá gerar um segundo aumento no seu valor de mercado. Contudo, para que estes fatores se concretizem, é necessário que o mercado em que a empresa está inserida seja confiável para os investidores (OLIVEIRA NETO, MEDEIROS e QUEIROZ, 2012).

2.2.1 Princípios de governança corporativa

Os princípios de governança corporativa são considerados os fatores de que as empresas necessitam possuir para serem classificadas como detentoras de boas práticas de gestão. Diversas são as entidades que estabelecem esses princípios, como o Instituto Brasileiro

de Governança Corporativa (IBGC) e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por exemplo.

Para a OECD (2015), os princípios servem como um mecanismo que reconhece os interesses dos gestores, de investidores e dos demais interessados na companhia. Conhecer os interesses de todos os participantes da empresa irá contribuir para a formulação de processos mais rígidos de controle, mecanismos anticorrupção e formação do conselho de ética, entre outros que culminarão no melhor desempenho e no sucesso de longo prazo da empresa.

A OCDE ainda pontua que não existe um único modelo de governança corporativa que poderá ser aplicado a todas as empresas. A forma como a governança é exigida pode sofrer modificações em função das normativas específicas de cada país. Contudo, alguns elementos de avaliação de governança são comuns às empresas.

De acordo com o IBGC, são quatro os princípios básicos de governança: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. O princípio da transparência trata da necessidade de disponibilizar as informações da empresa a acionistas, gestores e demais agentes interessados na companhia. Estas informações não devem se restringir a informações econômico-financeiras das empresas (IBGC, 2017).

O princípio da equidade refere-se ao tratamento igual a todos os sócios e *stakeholders* da empresa, considerando seus interesses, expectativas, direitos e deveres. Já o princípio da prestação de contas prevê que os gestores responsáveis pela governança corporativa devem prestar contas de suas ações como gestores da empresa. Por fim, o princípio da responsabilidade corporativa define que os responsáveis pela governança corporativa devem se preocupar com a viabilidade econômico-financeira das companhias, propiciando-lhes melhorias, de forma que elas obtenham ganhos ascendentes a curto, médio e longo prazo (IBGC, 2017).

Para a OECD (2015), são seis os princípios que devem nortear as empresas a alcançar uma boa estrutura de governança, a saber:

- i. garantir uma base para que se tenha uma estrutura eficaz de governança – este princípio determina que a estrutura de governança deve promover mercados

transparentes e justos, assim como melhorar a alocação eficiente dos recursos. Dessa forma, deve acompanhar as legislações vigentes e adotar ferramentas de supervisão e fiscalização eficazes;

- ii. promover direitos iguais entre os acionistas – a estrutura de governança da empresa deve garantir que acionistas minoritários e estrangeiros recebam o mesmo tratamento que os acionistas majoritários e nacionais, de modo que, caso tenham seus direitos violados, tenham acesso à reparação;
- iii. investidores institucionais, bolsas de valores e outros intermediários – princípio segundo o qual a estrutura de governança da empresa deve fornecer incentivos sólidos a toda a cadeia de investidores da companhia, possibilitando o melhor funcionamento do mercado acionário;
- iv. a função dos *stakeholders* – a estrutura de governança deve reconhecer os direitos de todas as partes interessadas, seja o reconhecimento por meio de legislação ou de acordos mútuos das partes, garantindo, assim, a criação de riqueza e empresas financeiramente sólidas;
- v. divulgação e transparência – a divulgação precisa e tempestiva das informações da empresa deve ser assegurada pelos mecanismos de governança adotados;
- vi. responsabilidades do conselho – monitorar as atividades do conselho de administração, de forma a garantir sua atuação com responsabilidade perante a diretoria e os acionistas da empresa.

Já Silveira (2015) afirma que, de modo agregado, existem, no mínimo, dez princípios globais de governança corporativa, ou seja, que se adequam a todas as empresas. Estes princípios podem ser observados no Quadro 1.

Quadro 1. Princípios globais de governança corporativa

Princípio global de governança		Explicação
1	Transparência e integridade das informações prestadas	Divulgação das informações das empresas (financeiras e não financeiras) de forma clara e tempestiva, tanto para o público interno, como o externo.
2	Prestação de contas voluntária e responsabilização pelas decisões tomadas	Os administradores apresentam a prestação de contas de sua gestão, evidenciando os elementos que fundamentaram suas decisões e assumindo os riscos por elas.
3	Avaliação de desempenho, remuneração justa e meritocracia	Avaliação formal e regular das ações dos gestores, atribuindo sua remuneração ao seu desempenho na função exercida.

“continua”

Quadro 1. “conclusão”

4	Contrapesos independentes no processo decisório	Estabelecimento de regras que minimizem o conflito de interesses. Implantação de um modelo de governança que minimize a concentração de poder, sendo aberto a visões diferentes nas tomadas de decisões.
5	Sustentabilidade e visão de longo prazo na condução do negócio	Adoção do longo prazo como horizonte para a tomada de decisão, tomando iniciativas que melhorem o relacionamento das partes interessadas no negócio.
6	Respeito a formalidades, controles e supervisão independentes	Estabelecimento de regras e princípios a serem seguidos por todos, considerando a informalidade como algo prejudicial à boa governança.
7	Tom e comportamento ético das lideranças	Necessidade de a alta gerência se comportar com integridade e com padrões éticos elevados.
8	Cooperação entre colaboradores e promoção do interesse coletivo da organização	Evitar a rivalidade interna nas empresas, promovendo um ambiente de cooperação entre colaboradores e executivos.
9	Equidade e promoção da participação efetiva de todos os acionistas	Tratamento imparcial dos acionistas, não permitindo a existência de favorecimento. Garantir a igualdade de direitos dos acionistas.
10	Diversidade interna, tratamento justo dos <i>stakeholders</i> e ausência de políticas discriminatórias	Criação de políticas que favoreçam a diversidade dentro das empresas, punindo as atitudes discriminatórias para com seus <i>stakeholders</i> .

Fonte: Silveira (2015)

Além destes princípios, o ASX (2014), conselho responsável pelas diretrizes de governança da Austrália, apresenta oito princípios de governança corporativa que são:

- i. estabelecer bases sólidas para a gestão e a supervisão – as funções e as responsabilidades do conselho de administração devem ser bem definidas, monitoradas e avaliadas;
- ii. estruturar o conselho de forma que ele agregue valor – o conselho de administração deve ter estrutura (tamanho, composição e competências) apropriada para desempenhar as funções de forma eficaz;
- iii. agir com ética e responsabilidade – a empresa deve agir sempre com ética e responsabilidade;

- iv. garantir a integridade dos relatórios corporativos – os processos devem ser formais e rigorosos, de forma que independentemente verificam e garantem a integridade dos documentos corporativos;
- v. divulgação oportuna e equilibrada – a divulgação de informações da empresa deve ser tempestiva, apresentando todas aquelas que possam influenciar o preço das ações da empresa;
- vi. respeito aos direitos dos detentores dos valores mobiliários da empresa – fornecer informações que permitam que os portadores de valores mobiliários da empresa exerçam seus direitos de forma eficaz;
- vii. reconhecer e gerenciar riscos – a empresa deve ter um programa de gerenciamento de riscos e revisar periodicamente;
- viii. remunerar de forma justa e responsável – a remuneração dos gestores deve ser planejada de modo que atraia e retenha pessoas responsáveis e altamente qualificadas para a função. Motivar os gestores sênior também é um fator essencial para garantir o alinhamento de interesses das partes.

Ao observar os princípios de governança adotados por IBGC (2017), OECD (2015), Silveira (2015) e ASX (2014), nota-se que, apesar da diferença de quantidades, todos eles abordam fatores em comum a serem observados na empresa, como transparência e divulgação das informações; formação do conselho de administração; estrutura de propriedade e controle das empresas; garantir o direito aos investidores minoritários e mecanismos de incentivo aos administradores. Todos os princípios de governança, independente da quantidade, objetivam que as empresas que os adotam sejam mais eficientes e agreguem valor a seus acionistas.

2.2.2 Governança corporativa no mundo

Os modelos de governança corporativa podem variar de país para país, em função das peculiaridades de cada mercado. Contudo, Silva (2006) afirma que, em geral, dois modelos prevalecem, sendo o sistema anglo-saxão, predominante nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, predominante no Japão, na Alemanha e na maioria dos países europeus. Estes modelos também são classificados em função da estrutura acionária das companhias listadas. O sistema no qual os acionistas não participam da administração da empresa é chamado de *outsider system* que, por sua vez, é comum em países anglo-saxões (com destaque para Estados Unidos e Reino Unido) e, por este motivo, é chamado de sistema anglo-saxão. Já o sistema em que os maiores acionistas

participam da administração das empresas, chamado de *insider system*, comum em países da Europa continental e demais países é chamado de nipo-germânico (SILVEIRA, 2015).

A diferença primordial entre esses modelos está nas estruturas de controle e propriedade das empresas pertencentes a cada um destes mercados. No primeiro sistema, a propriedade das empresas é mais pulverizada e, no segundo, a concentração de propriedade é maior. O modelo anglo-saxão tem como objetivo principal a criação de valor para os acionistas e, nele, o risco do acionista é minimizado, pois a liquidez das ações é garantida nas bolsas de valores. No modelo nipo-germânico existe uma tentativa de equilibrar o interesse dos acionistas e os demais interessados na empresa, como clientes, fornecedores e colaboradores.

Alguns países têm sistemas de governança específicos, dentre os modelos utilizados. O primeiro que cabe ressaltar é o sistema de governança corporativa dos Estados Unidos. No mercado norte-americano, as empresas participantes têm por característica uma estrutura acionária dispersa, sem um acionista majoritário, sendo controladas por executivos. A estrutura de governança das empresas é definida em âmbito estadual, em função das diferentes legislações existentes nos estados norte-americanos. Além da regulação estadual, as empresas listadas no mercado norte-americano ainda são reguladas pela comissão de valores mobiliários do país, a *Securities and Exchange Commission* (SEC). Ademais, as principais bolsas do país, Nasdaq e a de Nova Iorque (NYSE), estabelecem requisitos que as empresas precisam seguir. Ressalta-se que, no caso norte-americano, após o escândalo no mercado acionário, de empresas como Enron e Worldcom, em 2002, criou-se a lei *Sarbanes-Oxley* (SOx) que define punições severas para aqueles que, porventura, vierem a lesar o mercado de capitais e dispõe de um conjunto de regras sobre a governança corporativa das empresas (SILVEIRA, 2015; LIPMAN E LIPMAN, 2006).

O mercado do Reino Unido apresenta diversas semelhanças com o norte-americano. É um mercado extremamente líquido e a estrutura societária das empresas também é caracterizada por dispersão e grande presença de investidores institucionais. Em contrapartida, a legislação britânica concede maior poder aos acionistas, em comparação com o mercado norte-americano. Outra característica deste mercado é que ele tem diversos códigos de governança, não se apoiando em uma lei para a sua regulamentação, por acreditarem na autorregulação. Os códigos de governança são elaborados por

comissões que têm como objetivo indicar às empresas as práticas de governança recomendadas. As empresas não precisam cumprir todas as práticas descritas nos códigos, contudo, necessitam informar quais práticas não adotam e por quê. A versão mais recente do código de boas práticas do Reino Unido, o *The UK Corporate Governance Code*, foi elaborada em 2016. O Reino Unido ainda apresenta um código para os investidores, o *UK Stewardship Code*, que tem o objetivo de monitorar e definir padrões de atuação dos investidores institucionais junto às empresas (ROSSETTI e ANDRADE, 2012; SILVEIRA, 2015).

O sistema de governança corporativa da Alemanha tem uma abordagem de equilíbrio do interesse dos *stakeholders*, ou seja, não prioriza exclusivamente os acionistas, como nos modelos anteriores. Este modelo de governança também apresenta como característica a adoção do longo prazo para as decisões empresariais, pois tem como objetivo facilitar a manutenção de relações duradouras com os *stakeholders*. Ademais, o modelo de governança alemão adota dois conselhos para a administração das companhias abertas, conselho de supervisão e conselho de gestão, com a restrição de que uma pessoa não pode estar nos dois conselhos. Diferente dos modelos anteriores, a estrutura de propriedade das empresas é mais concentrada, podendo identificar um investidor que tenha o controle da empresa. Cabe ressaltar que uma característica do mercado alemão é a de que o mercado de ações tem peso menor no financiamento das empresas, se comparado com os demais mercados (SILVEIRA, 2015).

Outro modelo de governança corporativa relevante é o modelo francês, que se diferencia dos demais pela existência de dois sistemas de governança, Sistemas I e II, os quais funcionam simultaneamente. O Sistema I tem como característica um único conselho de administração, cujo presidente é o diretor executivo da empresa, sendo adotado por, aproximadamente, três quartos das empresas. O Sistema II tem como base o modelo alemão, em que as empresas devem ter dois conselhos, o conselho de supervisão e o conselho de direção. A França, assim como no Reino Unido, apresenta um código oficial de governança, o Código de Governança Corporativa da Associação Francesa das Empresas Privadas – Movimento das Empresas da França (AFEP-MEDEF), de 2013 (SILVA, 2006; CODE DE GOUVERNEMENT, 2013; ROSSETTI e ANDRADE, 2012; SILVEIRA, 2015).

No Japão, o modelo de governança é considerado uma junção dos dois grandes modelos de governança existentes. O país tem um mercado de capitais desenvolvido, com a estrutura de propriedade das empresas com boa dispersão acionária. Em contrapartida, neste modelo há a tentativa de equilibrar o interesse dos *stakeholders*, assim como no modelo do Reino Unido. Outra característica do mercado japonês é a presença de *blockholders* (acionistas detentores de blocos significativos de ações). Com o aumento dos investidores estrangeiros, em 2000, foi criado o modelo híbrido de governança japonesa. Assim, as empresas podem optar por dois sistemas, o tradicional e um novo modelo (inspirado no norte-americano). O primeiro, sistema com auditores estatutários, tem um conselho de administração e um conselho de auditoria e supervisão. O segundo, sistema com três comitês, requer a existência do conselho de administração com a presença de comitê de auditoria, remuneração e nomeação (OECD, 2015; SILVEIRA, 2015).

No Brasil, a temática de governança corporativa vem ganhando importância no mercado de capitais. Clemente et al. (2014) afirmam que as razões para esse fenômeno são:

- i. o desenvolvimento da economia capitalista, mesmo em países com orientação política socialista, com reflexo direto no crescimento econômico observado nas últimas décadas;
- ii. o crescimento e a evolução das corporações, que rompem barreiras antes intransponíveis ao redor do mundo;
- iii. necessidade de recursos que transcende as fronteiras nacionais, estimulando a abertura do capital em outros países ou admitindo a entrada de investidores estrangeiros.

A maioria dos trabalhos nacionais sobre o assunto utiliza a categorização oferecida pela B3 para classificação das empresas quanto à sua governança corporativa. Contudo, os níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) classificam as empresas quanto ao seu compromisso com a transparência de gestão e de divulgação de informações e engloba apenas uma parcela das empresas com negociação em bolsa.

2.2.3 Governança corporativa no Brasil

Considerada um mecanismo externo de controle dos agentes, a governança corporativa, no Brasil, surgiu devido à necessidade de as empresas modernizarem sua gestão e, por conseguinte, se tornarem mais competitivas em mercados internacionais. Além do mais, a entrada de investidores estrangeiros forçou as empresas a adotarem boas práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, podem-se citar cinco ações que denotam o empenho brasileiro em tornar as companhias mais competitivas em mercados internacionais. São elas a reforma da Lei das SA, cujo objetivo é a melhoria da proteção dos direitos dos acionistas minoritários; a emergência de propostas de códigos de governança corporativa, elaborados pela CVM, IBGC e Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC); o Plano Diretor do Mercado de Capitais, que apresenta 50 ações para o fortalecimento do mercado (ROCCA, 2002); o fortalecimento dos princípios de responsabilidade social no Brasil e o lançamento dos níveis diferenciados de governança corporativa, em junho de 2002, pela B3 (BERNARDES, BERTUCCI e BRANDÃO, 2006).

A implantação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) pode ser considerada um dos principais marcos da temática no mercado nacional. Para participar dos NDGC as empresas precisam se comprometer com a adoção de práticas de governança corporativa, conforme regras estabelecidas pela B3. O objetivo da adesão aos NDGC é proporcionar às empresas nacionais maior confiabilidade perante o mercado acionário, tendo como consequência a atração de investidores ao mercado nacional (BM&FBOVESPA, 2015).

A consolidação da aceitação das práticas de governança com os NDGC veio com a criação do índice de governança (IGC), segundo o qual, os NDGC apresentam exigências crescentes a partir do Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, passando pelo Nível 2 e atingindo o Novo Mercado. A adesão das companhias a um desses níveis depende do grau de compromisso assumido e é formalizada por meio de um contrato assinado pela B3, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. As partes se empenham em seguir as normas estabelecidas no regulamento de listagem do segmento específico, com os requisitos exigidos. Assim, as empresas se comprometem, voluntariamente, em adotar práticas adicionais às estabelecidas pela legislação brasileira.

Srouf (2005) afirma que, caso exista algum tipo de litígio envolvendo os interessados nos ativos das empresas, no Brasil, as empresas que pertencem aos NDGC assinam um termo no qual uma câmara arbitral é eleita para discussão das eventuais desavenças. No Quadro 2 apresenta-se um comparativo entre as exigências dos NDGC e o mercado tradicional.

Quadro 2 Comparativo dos segmentos de listagem de governança corporativa NM, N1 e N2

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo mercado (NM)	Nível 2 (N2)	Nível 1 (N1)	Tradicional
Percentual mínimo de ações em <i>free float</i>	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra
Características das ações emitidas	Somente ON	ON e PN	Somente ON	ON e PN (com direitos adicionais)	ON e PN	ON e PN
Conselho de administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros, pelo menos 2 ou 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da câmara de arbitragem do mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de auditoria	Facultativo	Facultativo	Obrigatório	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: B3 (2018)

Colombo e Galli (2010, p.35) afirmam que as empresas aderem aos NDGC, pois acreditam que sua “ação sinalizará ao mercado um diferencial em relação aos seus pares, interferindo, positivamente, no preço de suas ações. Nesse sentido, há grande interesse do público por pesquisas empíricas que tentem evidenciar tais relações”. Contudo, Clemente et al. (2014) afirmam que os estudos que analisam adoção e migração de empresas nacionais para os segmentos diferenciados de governança corporativa apresentam conclusões conflitantes.

Julga-se que a liquidez e a valorização das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança e transparência oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. De acordo com a BM&FBOVESPA (2015a), o segmento Novo Mercado contempla o nível máximo de governança corporativa entre os segmentos da listagem. Desse modo, as empresas são incentivadas a aderir a esses segmentos, o que lhes proporciona o “título” de empresas confiáveis (IBGC, 2015).

3 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção são apresentados os modelos de governança corporativa utilizados como referência e uma síntese de alguns trabalhos publicados no Brasil sobre a temática de governança corporativa.

3.1 Modelos de governança corporativa

No Brasil, trabalhos na área de finanças corporativas – por exemplo, Bernadino, Peixoto e Ferreira (2014); Caixe e Krauter (2014); Machado e Famá (2011) – utilizam a classificação de governança da B3. Contudo, como abordado na seção 2.2.3, os níveis de governança estabelecidos pela bolsa brasileira não envolvem todas as empresas listadas. Contudo, Silva e Leal (2005) afirmam que é essencial compreender as estruturas de governança das empresas, pois elas influenciam a eficiência do mercado, no que tange ao controle corporativo e poderão resultar em impactos positivos no desempenho e avaliação das empresas.

Na literatura nacional, três trabalhos se destacam, por sua robustez e por serem referenciados nos demais trabalhos, quanto à classificação das empresas em relação à sua governança. Os trabalhos em questão são os de Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008), os quais apresentam classificações das empresas quanto à sua governança, considerando a qualidade delas. Estes têm como proposta avaliar a qualidade da governança corporativa de empresas brasileiras e a criação de um índice de mensuração da governança. Ademais, dois desses trabalhos avaliam se a qualidade da governança corporativa influencia o valor das empresas. Os trabalhos de Silveira (2004) e Silva e Leal (2005) utilizam o mesmo espaço temporal em seus dados. No Quadro 3 é possível observar a diferença entre a mensuração do índice de governança corporativa feita pelos autores. Apesar de apresentarem dimensões diferentes para a mensuração da governança, é possível observar que todos os trabalhos também apresentam similaridades na sua composição. Este fato pode ser explicado porque os princípios de governança corporativos encontrados na literatura não apresentam grandes diferenças. Eles remetem sempre à formação do conselho de administração, à transparência das informações publicadas, à proteção e à preocupação com os acionistas minoritários, entre outros.

Quadro 3. Dimensões da governança corporativa

Autores	Indicadores de qualidade de governança corporativa
Silveira (2004)	Oportunidades futuras de crescimento
	Natureza da operação (intangibilidade da atividade)
	Tamanho da empresa
	Emissão de ADRs
	Adesão aos níveis de governança corporativa da B3
	Estrutura de propriedade
	Desempenho
	Indústria
	Identidade do acionista
	Índice de <i>payout</i>
Silva e Leal (2005)	Divulgação
	Composição e funcionamento do conselho
	Estrutura de propriedade e controle
	Direito dos acionistas
Correia (2008)	Composição do conselho de administração
	Estrutura de propriedade e controle
	Incentivos aos administradores
	Proteção aos acionistas minoritários
	Transparência das informações publicadas

Fonte: elaborado pela autora

No trabalho de Correia (2008) fica demonstrado que o valor de mercado das empresas é influenciado pelo seu nível de governança. Esta constatação difere das de Correia (2008), de Silveira (2004) e de Silva e Leal (2005), os quais afirmam que não é possível concluir que a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas.

Os três trabalhos apresentam grandes similaridades. As dimensões para medir a qualidade da governança das empresas utilizadas por Silva e Leal (2005) e Correia (2008), são semelhantes. O trabalho de Silveira (2004) também apresenta características semelhantes às dos outros, contudo, considera a adesão aos níveis diferenciados de governança da B3 como uma dimensão para mensurar a governança.

Todos os trabalhos classificam as empresas quanto à sua governança e, posteriormente, verificam se ela tem influência no valor dessas empresas. Silveira (2004) e Silva e Leal (2005) concluíram que não é possível afirmar que a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas. Já Correia (2008) confirma o que a teoria de governança

propõe, ou seja, empresas com maior nível de governança corporativa apresentam desempenho superior às aquelas com menor nível de governança. A autora afirma que a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas.

Com o intuito de apresentar e compreender as diferenças destes trabalhos os mesmos são apresentados nas subseções a seguir.

3.1.1 O modelo de Silveira (2004)

A proposta do trabalho de Silveira (2004, p. 14) é “avaliar se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil”. A partir deste delineamento de pesquisa, o autor dividiu a pesquisa em três partes, nas quais investigou os determinantes da qualidade da governança corporativa, os determinantes da concentração de propriedade e, por fim, a relação entre governança e desempenho.

Este autor não utiliza o índice de governança corporativa da B3 para a mensuração da governança das empresas estudadas. A pesquisa em questão envolve todas as companhias abertas não financeiras negociadas na B3 e que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998 a 2002. Para atender à primeira parte de sua pesquisa, o autor questiona quais características levam uma empresa a apresentar melhor governança corporativa em detrimento de outras, em um mesmo ambiente contratual. Sendo assim, propõe a classificação destas empresas com base em suas características. O autor utiliza as características de qualidade de governança indicadas pelo IBGC, além de considerar a presença das empresas nos NDGC da B3.

O autor estabelece que os determinantes de governança corporativa são as seguintes: as oportunidades futuras de crescimento, a natureza da operação (intangibilidade da atividade), o tamanho da empresa, a emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs), a adesão aos níveis de governança corporativa da B3, a estrutura de propriedade, o desempenho, a indústria, a identidade do acionista e o índice de *payout*.

O primeiro determinante, oportunidades futuras de crescimento, indica que quanto maiores as oportunidades de crescimento das empresas, maior será a necessidade de captação de recursos destas. Assim, se a empresa apresentar bons níveis de governança, terá maior facilidade na captação de recursos.

O segundo, natureza da operação, tem como objetivo contemplar a tangibilidade da natureza da empresa, ou seja, as empresas cujas atividades têm maior nível de intangibilidade apresentam um risco maior de desvio de recursos, devido ao fato de natureza da sua operação ser de difícil monitoramento. Assim, se boas práticas de governança estiverem presentes na empresa, esse risco tende a ser minimizado.

O tamanho da empresa, terceiro determinante, considera que empresas de maior porte podem ter maiores custos de agência, o que justificaria a adoção de mecanismos de governança, na tentativa de diminuir tais custos. Contudo, empresas de menor porte necessitam captar recursos para seu crescimento e a existência de mecanismos de governança possibilita que estas empresas tenham melhor acesso ao financiamento necessário. Ou seja, empresas de ambos os portes são incentivadas a adotarem mecanismos de governança.

A emissão de ADRs, quarto determinante, indica que as empresas se enquadram em padrões mais rígidos de governança corporativa e, dessa forma, deveriam apresentar melhor qualidade de governança que as demais empresas de seu país. O quinto determinante, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, indica que, por participarem deste nível diferenciado, estas empresas deveriam apresentar uma melhor qualidade de sua governança.

A estrutura de propriedade é o sexto determinante. O autor afirma que a relação entre a estrutura de propriedade e a qualidade da governança, *a priori*, não é clara. Empresas com maior concentração de propriedade poderiam conduzir a um nível de governança corporativa inferior, devido à existência de um controlador. Em contrapartida, empresas com estrutura de propriedade mais dispersa deveriam ter melhor qualidade em sua governança.

Em relação ao sétimo determinante, desempenho, o autor justifica que “quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a governança corporativa esperada da empresa em virtude da menor expropriação dos acionistas externos” (p. 87). O oitavo determinante trata da indústria em que a empresa está inserida. Afinal, cada setor de atividade tem diferentes regulamentações que podem influenciar a sua governança corporativa. A identidade do acionista, nono determinante, relaciona-se com o acionista controlador e suas características (estatal, privado, nacional, entre outros) e pode influenciar a empresa

a adotar melhores práticas de governança. Por fim, em relação ao determinante índice de *payout*, espera-se que as empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentem resultados melhores para este índice.

O autor utiliza essas características para a criação do Índice de Governança das Empresas (IGOV). Para a sua construção, utiliza uma série de critérios a serem respondidos e pontuados de acordo com as características das empresas e que culminam na classificação das empresas quanto à qualidade da sua governança corporativa. Cabe ressaltar que, dos determinantes utilizados, a identidade do acionista controlador não apresentou impactos à governança corporativa das empresas.

O autor ainda confronta a relação entre governança e desempenho e, para isso, o autor utiliza cinco variáveis para mensurar o desempenho, Q de Tobin, valor da firma, lucro operacional próprio, lucro operacional, geração bruta de caixa. Assim, a dimensão desempenho é colocada em função de variáveis de governança corporativa (IGOV e variáveis de estrutura do conselho de administração), estrutura de propriedade (direito de controle, direito sobre o fluxo de caixa e disparidade entre direitos) e estrutura de capital (alavancagem financeira).

Os resultados apontam relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho corporativo, para os resultados cujas regressões múltiplas utilizaram as variáveis de rentabilidade. Ao passo que, quando realizadas as regressões com as variáveis de valor, a relação, apesar de positiva, não foi significativa. Isso levou o autor a afirmar que a qualidade dos mecanismos de governança corporativa não influencia o valor de mercado das empresas, portanto existe “a necessidade de um maior desenvolvimento da teoria sobre governança corporativa, de forma a melhor especificar (...) os relacionamentos entre os diferentes mecanismos de governança”.

3.1.2 O modelo de Silva e Leal (2005)

O objetivo do trabalho de Silva e Leal (2015) foi medir a qualidade de governança das empresas brasileiras. Sendo assim, os autores utilizaram 15 questões binárias que serviram de medida para a qualidade da governança das empresas. As respostas às questões foram obtidas a partir de informações públicas (documentos das empresas, cartas e relatórios anuais). A amostra da pesquisa foi composta pelas empresas listadas na B3, do ano de 1998 a 2002, com exceção das empresas financeiras. Para calcular a qualidade

da governança das empresas, as respostas do questionário eram “sim” e “não”. Se a resposta fosse “sim”, o valor 1 era atribuído, caso contrário, 0 (zero), ou seja, o índice tem o valor máximo de 15 pontos.

Na dimensão divulgação, os autores tratam da disponibilização de informação das empresas para os acionistas e *stakeholders*. Assim, para Silva e Leal (2005), as empresas que divulgassem as informações no prazo exigido, utilizassem normas internacionais de contabilidade e empresas mundiais de tecnologia seriam consideradas empresas com boa governança.

A segunda dimensão, composição e funcionamento do conselho, trata do tamanho e da composição do conselho de administração. Esta dimensão ainda aborda a independência do conselho de administração, se existe um conselho fiscal permanente e se o mandato dos conselheiros é consecutivo. A respeito da independência do conselho, os autores afirmam que a existência de um conselho independente pode ser considerada um mecanismo para evitar más práticas de governança. Por fim, o conselho fiscal permanente seria um mecanismo disciplinar e de acompanhamento eficaz da gestão da empresa.

Na terceira dimensão, estrutura de propriedade e controle, os autores indicam que uma estrutura de propriedade mais concentrada tem efeitos negativos no valor da empresa. Os autores consideram uma boa estrutura de propriedade e controle os seguintes fatores: o maior acionista com menos de 50% do capital votante; relação dos acionistas controladores com direito a fluxos de caixa, comparados com os acionistas com direito a voto, ser maior que um; o percentual de ações votantes do capital total ser superior a 80% e o *free float* deve ser maior ou igual aos 25% exigidos pelo Novo Mercado da B3.

Por fim, a quarta dimensão do índice, direitos dos acionistas, é composta por três perguntas que, segundo os autores, estão relacionadas ao uso da arbitragem para resolver conflitos societários. Estas questões permitiram aos autores a criação do *Corporate Governance Index* (CGI), ou Índice de Governança Corporativa. Assim, os autores passaram a verificar a qualidade da governança das empresas com o desempenho financeiro das empresas. Para isso, utilizaram a regressão com modelos de dados em painel com as variáveis Q de Tobin e o retorno sobre o ativo (ROA) como dependentes.

Os autores concluíram que, das 131 empresas estudadas, tomando como base o ano de 2002, a maioria delas, 70%, está alocada na classificação de média governança. A amostra

apresenta menos de 4% de empresas com classificação de boa governança e 26%, com má governança. Em relação à criação de valor para a empresa, os resultados apontam que as empresas com boa governança têm desempenho significativamente superior (variável ROA) e, em relação à variável Q de Tobin, os resultados não foram estatisticamente significativos, apesar de apresentar relação positiva com as melhores práticas de governança. Dessa forma, os autores concluem que a adoção de melhores práticas de governança pode ser associada à criação de valor e melhor desempenho da empresa.

3.1.3 O modelo de Correia (2008)

A autora propõe a criação de um índice de governança para as empresas brasileiras. Ela pesquisou as empresas de capital aberto listadas na B3, no período de 1997 a 2006, tendo a amostra sido constituída ano a ano. A governança corporativa é medida por meio de dimensões, como a composição do conselho de administração, a estrutura de propriedade e de controle, as modalidades de incentivos aos administradores, a proteção dos acionistas minoritários e a transparência das informações publicadas.

Na primeira dimensão, Correia (2008) propõe que a eficiência do conselho de administração está ligada a atores como (i) conselhos de administração compostos por um pequeno número de administradores; (ii) independência do conselho de administração em relação à direção da empresa; (iii) separação entre diretor da empresa e presidente do conselho e (iv) o tamanho e a composição do conselho de administração dependem da estrutura de propriedade e controle das empresas. O conselho de administração eficaz minimizaria os problemas de agência da empresa e, conseqüentemente, contribuiria para uma melhor governança da empresa.

A segunda dimensão, estrutura de propriedade e controle, aborda a dispersão da estrutura de propriedade das empresas, na qual propõe que

quanto menor a diferença entre a participação do maior acionista, ou dos maiores acionistas, no capital votante e a sua participação no capital total da companhia, maior a convergência de interesses entre as categorias de acionistas (p. 79).

A terceira dimensão, modalidade de incentivo aos administradores, tem como base a teoria da agência e assevera que o incentivo aos administradores é um fator importante para a estrutura de governança das companhias, pois depende do alinhamento entre os

interesses da companhia e dos administradores. Dessa forma, a proposta dessa dimensão é verificar os mecanismos que podem estreitar o alinhamento de interesses entre os administradores e acionistas, como a existência de um plano de incentivo aos dirigentes (compra de ações da empresa), maior variação na remuneração dos executivos e participação dos dirigentes nos lucros.

Na quarta dimensão, proteção dos acionistas minoritários, a proposta é verificar se o conflito de interesses entre administrados e investidores externos é minimizado quando a empresa apresenta um maior nível de proteção dos direitos dos acionistas e se essa proteção varia em função das vantagens concedidas aos acionistas (como direito ao voto, recebimento de dividendos, entre outras). Por fim, na quinta dimensão, transparência das informações publicadas, a autora avalia se a maior transparência nas informações publicadas diminui o conflito de interesses entre investidores externos e internos.

Cada dimensão foi analisada para a obtenção do índice de governança das empresas estudadas. Inicialmente, a autora verificou que, ao longo dos anos, observou-se uma tendência na melhoria da qualidade da governança corporativa das empresas estudadas. O índice de governança foi construído e confrontado com indicadores que refletem a confiança dos investidores nas empresas, como indicadores de liquidez, cotações e valor de mercado das companhias. Sendo assim, à medida que a qualidade da governança aumenta, os indicadores de confiança dos investidores também aumentam.

Correia (2008) também analisou o relacionamento entre o índice de governança corporativa e a performance financeira das empresas estudadas e apresentou, como resultado, uma relação positiva e significativa deste relacionamento, concluindo que o valor de mercado das companhias estudadas sofre influências da qualidade da governança corporativa.

A seguir apresentam-se alguns trabalhos sobre governança corporativa, desenvolvidos no Brasil.

3.2 Estudos brasileiros de governança corporativa

A governança corporativa vem sendo amplamente pesquisada e a grande maioria dos trabalhos investiga a influência da adoção de mecanismos de governança corporativa por empresas brasileiras. Contudo, a temática é abrangente e pode ser estudada por diferentes perspectivas, como impactos da adoção dos mecanismos de governança corporativa,

prática de *board interlocking* e impactos na estratégia da empresa, na volatilidade, no valor de mercado, na divulgação das informações contábeis, entre outros.

No Quadro 4 apresenta-se um levantamento de alguns trabalhos sobre a temática de governança corporativa. É possível perceber que os resultados encontrados, em muitos casos, são divergentes, podendo ser explicados pela amostra selecionada ou pelo período temporal estudado. Contudo, é relevante salientar que a grande maioria dos trabalhos utiliza o índice de governança corporativa apresentado pela B3, ou seja, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Os trabalhos de Rodrigues et al. (2015), Souza et al. (2015), Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014), Caixe e Krauter (2014), Piccoli, Souza e Silva (2014), Machado e Famá (2011), Monte et al. (2010) e Ramos e Martinez (2006) evidenciam o uso da classificação apresentada pela B3.

De modo geral, pode-se afirmar que os estudos, no Brasil, se preocupam em apresentar e investigar os benefícios que a adoção dos mecanismos de governança corporativa pode proporcionar às empresas. Rodrigues et al. (2015), Souza et al. (2015) e Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014) apontam que a adoção desses mecanismos não influencia positivamente o valor de mercado das empresas brasileiras estudadas, diferente do encontrado por Caixe e Karuter (2014) e Correia, Amaral e Louvet (2011), que concluíram que a governança corporativa influencia positivamente o valor de mercado das empresas. Em alguns trabalhos, como o de Correia, Amaral e Louvet (2011), Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Silveira e Barros (2008), não é utilizada a classificação da B3 de governança corporativa. O foco destas pesquisas está na qualidade da governança corporativa das empresas e como ela pode influenciar o valor de mercado das firmas. Contudo, os trabalhos de Silveira (2004) e Correia (2008) apresentam resultados distintos; no primeiro afirma-se que a governança corporativa não influencia o valor de mercado das empresas e, no segundo, que o valor de mercado é influenciado pela governança corporativa das empresas.

Quadro 4. Estudos brasileiros sobre governança corporativa

Autor	Objetivo	Principais resultados
Rodrigues <i>et al.</i> (2015)	Analisar desempenho das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa	A maioria não apresenta variação de desempenho ao aderir aos níveis diferenciados de governança corporativa

“continua”

Quadro 4. “continuação”

Souza <i>et al.</i> (2015)	Investigar a relação entre governança corporativa e o desempenho das ações das companhias elétricas, considerando a crise do <i>subprime</i> em 2008/2009	O valor de mercado e a volatilidade das empresas no Brasil não foram afetados durante o período estudado
Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014)	Analisar o impacto da adesão aos NDGC no valor da firma	Os resultados revelaram relação negativa e significativa
Beiruth <i>et al.</i> (2014)	Analisar se existe associação entre a participação em níveis diferenciados de governança corporativa e a divulgação das informações financeiras	Apontam a existência de uma maior associação entre divulgação das informações financeiras e as empresas listadas no novo mercado.
Antonelli <i>et al.</i> (2014)	Explicar a relação entre a adesão ou a migração a um dos níveis diferenciados de governança e a valorização das empresas.	Os resultados indicam retornos anormais, contudo, não são suficientes para determinar a janela que efetivamente representa a relação entre adesão ou migração.
Caixe e Krauter (2014)	Investigar se a adoção de mecanismos de governança influencia o valor de mercado das empresas.	Os resultados apontam que as empresas que participam de um dos três níveis de governança da B3 são mais valorizadas.
Piccoli, Souza e Silva (2014)	Avaliar se as práticas de governança do Novo Mercado da B3 reduzem o gerenciamento de resultados.	Concluem que as práticas de governança do Novo Mercado atenuam, mas não inibem a discricionariedade. E o gerenciamento é mais utilizado para evitar a divulgação dos prejuízos do que a divulgação dos lucros.
Rossoni e Machado-da-Silva (2013)	Avaliam se a adesão ao Novo Mercado modera o efeito de legitimidade no valor da empresa.	Concluem que o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa sofre influência da legitimidade no valor das empresas
Pagliarussi e Liberato (2011)	Analisar o nível de <i>disclosure</i> das empresas de quatro países	Dentre as dimensões estudadas, os autores concluíram que a governança corporativa tem influência sobre o nível de <i>disclosure</i> de estratégia das empresas.
Machado e Famá (2011)	Verificar o nível médio de intangibilidade das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3.	As empresas que aderem ao nível mais alto de governança corporativa apresentam maior média de intangibilidade. Os demais níveis de governança não apresentam diferença significativa.
Correia, Amaral e Louvet (2011)	Construir e validar um índice para medir a qualidade da governança corporativa de empresas brasileiras.	Concluíram que a boa governança apresenta um bom valor para o mercado.
Monte <i>et al.</i> (2010)	Analisar a composição, o risco e a persistência da volatilidade de carteiras de variância mínima formada por ativos pertencentes a um dos níveis diferenciados de governança corporativa.	Concluíram que quanto maior o nível de governança, maior é o risco não sistemático. Carteiras formadas por ativos do Novo Mercado são menos arriscadas que as demais.

“continua”

Quadro 4 “conclusão”

Fernandes, Dias e Cunha (2010)	Analisar a existência de alterações no desempenho das companhias após a adesão aos níveis diferenciados de governança.	Não encontraram mudanças significativas no desempenho das empresas pesquisadas
Ramos e Martinez (2006)	Investigar se as boas práticas de governança minimizam o gerenciamento de resultados contábeis.	As empresas pertencentes a um dos níveis diferenciados de governança apresentaram menor variabilidade dos acréscimos discricionários.
Almeida <i>et al.</i> (2010)	Investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa de empresas brasileiras com investimentos públicos	As empresas apresentam um nível de governança acima da média do das demais empresas.
Peixoto, Amaral e Correia (2014)	Analisar a relação entre governança corporativa e risco/custo do capital em empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise e não crise.	Os resultados apontaram que as medidas de risco/custo de capital não apresentaram relações significativas com o índice de governança.
Peixoto <i>et al.</i> (2014)	Analisar se os mecanismos de governança corporativa assumem importâncias distintas em diferentes ciclos econômicos.	Constatou-se que, durante crises locais, a dimensão de governança mais importante foi a compensação dos gestores, ao passo que, em crises globais e períodos de não crise, a proteção aos acionistas minoritários foi a relevante.
Silveira, Barros e Famá (2003)	Avaliar se a estrutura de governança foi relevante para o valor das empresas.	Avaliou três estruturas de governança, tendo a que estava relacionada à separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho se mostrado a que tem maior valorização do mercado.
Silveira, Barros e Famá (2006)	Avaliar se a qualidade da governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas.	Os resultados apontam influência positiva e significativa da qualidade da governança no valor de mercado das companhias.
Silveira, Perobelli e Barros (2008)	Investigar a influência das práticas de governança corporativa na estrutura de capital das empresas	Os resultados apresentam influência significativa e positiva das práticas de governança na estrutura de capital das empresas.
Silveira e Barros (2008)	Avaliar quais fatores determinam que uma empresa apresente níveis de governança melhores que outras sob um mesmo ambiente contratual.	Os resultados mostraram que quanto maior o poder do acionista controlador, pior a qualidade da governança corporativa. Ademais, concluíram que as empresas grandes emissoras de ADRs também apresentam melhor nível de governança corporativa.
Silveira <i>et al.</i> (2009)	Analisar a evolução e os determinantes das práticas de governança corporativa de empresas brasileiras.	Concluem que a qualidade da governança corporativa das empresas tem melhorado, lentamente, ao longo dos anos e ainda pode ser considerada como pobre.

Fonte: elaborado pela autora

Além do mais, os estudos sobre governança corporativa na academia brasileira não se restringem à mensuração do seu impacto no valor das companhias brasileiras, mas também na forma como ela é mensurada e os aspectos que devem ser considerados para sua estruturação são estudados. Uma parcela desses estudos tem como foco a prática do *board interlocking*, pois ele pode afetar os benefícios gerados pela governança corporativa. Mendes-Da-Silva *et al.* (2008) afirmam que estudos que abordam a estrutura do conselho, ou seja, que buscam verificar as características dos membros dos conselhos através de redes de relacionamentos, têm ganhando espaço na literatura internacional, no que tange a aspectos relativos à prática do *board interlocking* (laços entre firmas, por meio de membros de uma firma que participam, simultaneamente, do conselho de outra) e sua influência sobre o desempenho das organizações.

Santos e Silveira (2007) afirmam que o *board interlocking* é prática frequente no Brasil e que fatores como conselhos grandes, controle acionário disperso e companhias de grande porte estão associados à ocorrência deste fenômeno. Há estudos que apontam tal prática como desfavorável à empresa, caso mais da metade de seus conselheiros atue em três conselhos ou mais.

Assim sendo, considerando os estudos anteriores apresentados, este trabalho, se posiciona ao apresentar, na construção do índice de governança, quais as qualidades da governança corporativa estão mais evidentes, isto é, mais contribuem para a construção do mesmo. Evidenciando a relação deste índice com variáveis econômico-financeiras, verificando assim o impacto da governança nos resultados das empresas.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção apresenta-se a metodologia. Para tal, esta seção se divide em quatro subseções que são: tipo de pesquisa, amostra e coleta de dados, tratamento e análise dos dados e variáveis analisadas.

4.1 Tipo de pesquisa

Conforme a literatura de metodologia científica (HAIR; BLACK; BABIN, 2009; MALHOTRA, 2006; COOPER; SCHINDLER, 2011; MARTINS; THEOPHILO, 2007), a pesquisa científica possui três tipologias: (i) quanto aos seus objetivos, (ii) quanto aos seus procedimentos e (iii) quanto à abordagem do problema. No que tange seus objetivos, a pesquisa pode ser classificada como exploratória, explicativa ou descritiva, conforme afirmam Raupp e Beuren (2006), Martins e Theophilo (2007), Cooper e Schindler (2011) e Michel (2015). A pesquisa exploratória é aquela cujo objetivo é elucidar sobre temáticas que possuem poucas informações ou que são pouco estudadas. Já a pesquisa explicativa tem como principal característica o nível de complexidade, uma vez que estuda as relações de causa e efeito. Por fim, a pesquisa descritiva é aquela que aponta as características do fenômeno ou população estudados, estabelecendo relações entre as variáveis (HAIR, BLACK e BABIN, 2009). Uma vez que este trabalho objetiva a construção de um índice e sua relação com o desempenho de algumas variáveis econômico-financeiras, pode ser classificado como descritivo e explicativo.

Martins e Theophilo (2007) afirmam que a forma utilizada pelo pesquisador para a coleta de dados é o que define a pesquisa quanto ao seu tipo. Assim, a pesquisa apresenta cinco tipos: (i) bibliográficas, (ii) documentais, (iii) experimentais, (iv) quase-experimentais e (v) estudos de caso. Isto posto, este trabalho pode ser classificado como bibliográfico e documental, uma vez que, necessita de informações previamente estabelecidas, coletadas dos demonstrativos financeiros, demais documentos de apresentação obrigatória, artigos científicos, livros, entre outros. Por fim, quanto à abordagem do problema este se classifica como quantitativo, cujo propósito é identificar as relações entre as variáveis, caracterizando-se pela objetividade, utilizando técnicas estatísticas para o tratamento dos dados e buscando a generalização dos resultados (HAIR, BLACK e BABIN, 2009; MALHOTRA, 2006; COOPER; SCHINDLER, 2011; MARTINS; THEOPHILO, 2007). Segundo Marconi e Lakatos (2010), este método, por meio da manipulação estatística, permite comprovar as relações de fenômenos entre si para obter generalizações sobre sua natureza, significados ou ocorrência. Kerlinger (1910) afirma que o uso da estatística

permite ao pesquisador categorizar, ordenar e sumarizar as evidências encontradas os dados utilizados.

Os estudos quantitativos, segundo Selltiz, Wrightsman e Cook (2010), supõem que as medidas sejam construídas a partir de modelos que demonstram as relações de causalidade, além de serem precisas e confiáveis. Por isso, as pesquisas são construídas com base na lógica das explorações científicas, ou seja, usam de requerimentos de verificação lógica, como a consistência entre as proposições que integram o modelo explicativo e de verificação empírica, como a correspondência das proposições do modelo com a realidade empírica. A Figura 2 apresenta a classificação deste trabalho.

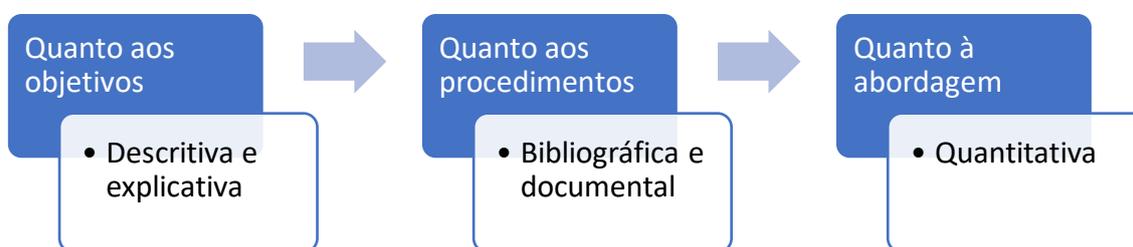


Figura 2. Classificação da pesquisa

Fonte: elaborado pela autora

4.2 Amostra e coleta de dados

A amostra foi formada por empresas com ações negociadas na B3, no período de 2010 a 2016, o propósito foi utilizar as informações econômico-financeiras da empresa após o período de obrigatoriedade das normas internacionais de contabilidade. A relação dessas empresas foi obtida no Economática[®], tendo sido selecionadas todas as empresas que com ações negociadas no período, independente de seus registros estarem ativos ou não durante todo o período. Dessa forma, a amostra inicial apresentou 449 empresas, envolvendo todos os setores existentes na bolsa brasileira. A seguir, as empresas do setor financeiro foram retiradas da amostra, devido à especificidade de suas demonstrações financeiras, culminando em uma amostra de 345 empresas dos mais diversos setores de atividades (os setores da amostra final podem ser observados no APÊNDICE A).

Após a exclusão das firmas do setor financeiro, para cada período, ou seja, cada ano, foi analisado o índice de negociabilidade das empresas. Castro Júnior e Yoshinaga (2012) afirmam que a escolha do índice de negociabilidade como critério de corte é ajustada,

pois empresas que apresentam um baixo índice de negociabilidade tendem a apresentar grande número de dados faltantes. Dessa forma, foram excluídas da amostra todas as empresas que apresentaram índice de negociabilidade menor que 0,001. Seguindo este critério de análise, ano a ano, o índice de negociabilidade foi utilizado, no primeiro ano, 152 empresas foram retiradas da amostra, no segundo foram 12 empresas, no terceiro 13 empresas, no quarto 8 empresas, quinto ano 9 empresas, sexto ano 5 empresas, e, no último ano 3 empresa, assim ao final, após a análise de todos os anos, restaram 143 empresas na amostra.

Analisado o índice de negociabilidade das empresas, foi analisado se alguma delas apresentava a conta patrimônio líquido com valores negativos. Se sim, a empresa é retirada da amostra. Isto posto, a amostra final do estudo foi composta por 116 empresas com ações negociadas na bolsa de valores brasileira. A Figura 3, apresenta as empresas resultantes após cada filtro aplicado.



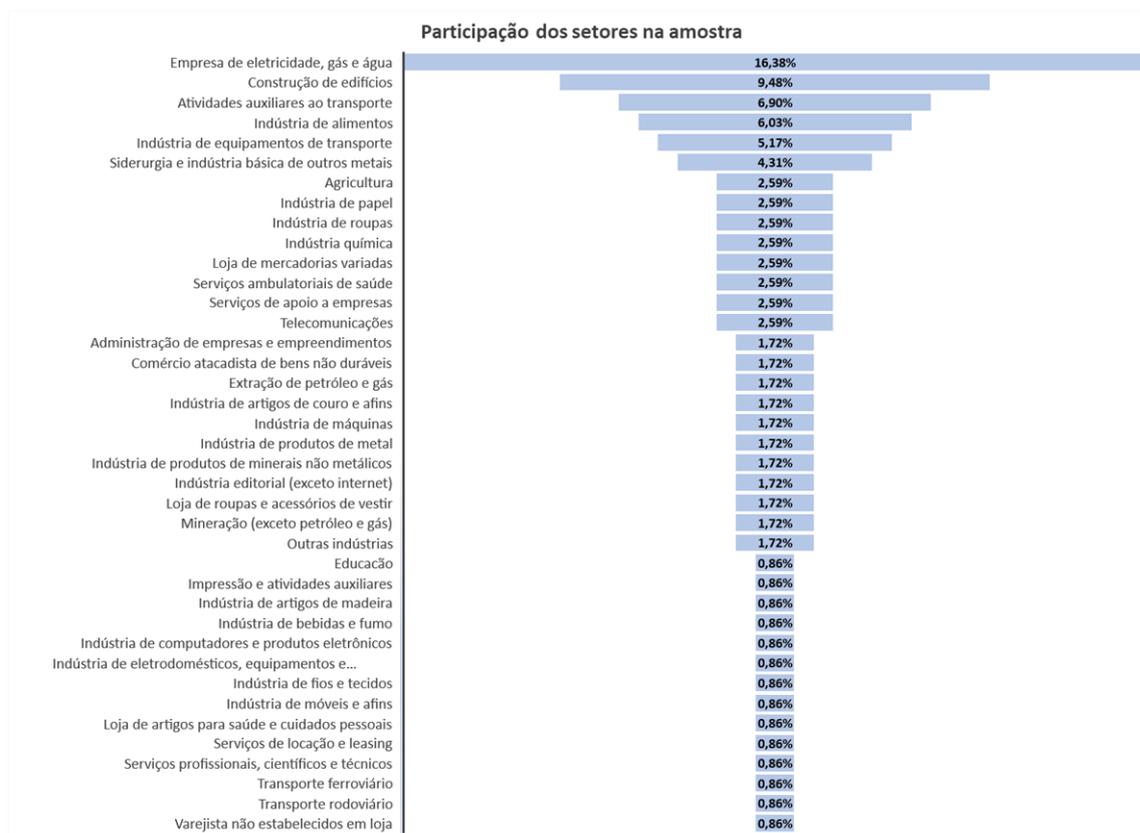
Figura 3. Formação da amostra

Fonte: elaborado pela autora

Assim as 116 empresas da amostra são formadas por 39 setores de atividade econômica, considerando a classificação setorial *North American Industry Classification System* (NAICS), conforme apresentado no Gráfico 1 o setor com maior participação na amostra, isto é, número de empresas é o setor de “eletricidade, gás e água”, com 19 empresas e 16,38% de participação (o número de empresas em cada um dos setores pode ser

consultado no APÊNDICE B). Os setores com menor participação, 0,86%, são aqueles representados por uma única empresa na amostra, totalizando 14 setores com apenas uma empresa na amostra.

Gráfico 1. Participação dos setores na amostra



Fonte: elaborado pela autora

Os dados dessas empresas foram coletados nas bases de dados financeiras Bloomberg[®], Economática[®] e Quantum[®]. Também foram utilizados os documentos de apresentação obrigatória à CVM, como formulário cadastral e formulário de referência, disponíveis no site da CVM e das próprias empresas. Ademais, os sites de relacionamento com os investidores das empresas e da B3 foram utilizados para acesso às informações necessárias para compor a base de dados utilizada (especificado detalhadamente na seção 4.4 ao tratar das variáveis analisadas). As estatísticas descritivas das variáveis e a distribuição de frequência das variáveis desta amostra podem ser observadas, respectivamente, nos APÊNDICES C e D.

4.3 Tratamento e análise dos dados

Visando atender aos objetivos específicos (ii) classificar as empresas em cada dimensão de governança e (iii) propor um índice de governança corporativa para as empresas

brasileiras, foi utilizada a análise de componentes principais. Já para o objetivo específico (iv) verificar se a governança corporativa influencia o desempenho econômico-financeiro das empresas, utilizou-se a análise da regressão com dados em painel. Os dados foram tratados por meio dos softwares Stata/MP[®] 13 e Excel[®] 2016.

4.3.1 Análise dos componentes principais

A análise de componentes principais (ACP) tem como objetivo agrupar um conjunto de variáveis em um novo conjunto de variáveis de mesma dimensão, o que é chamado de componentes principais. As novas variáveis criadas são uma combinação linear de todas as variáveis estudadas, são independentes entre si e têm como objetivo interligar o máximo de informação da variação contida nos dados. Ademais, apresenta a ideia de redução, ou seja, um conjunto de variáveis será agrupado em um componente que representará as demais, contudo, essa redução acontece com a menor perda possível de informações. Esta técnica utiliza as características da variância para agrupar as informações apresentadas em conjuntos. Dessa forma, cada componente será uma combinação linear das variáveis utilizadas (FOCARDI e FABOZZI, 2004; NAGAR e BASU, 2002; HAIR et al, 2009; FRANCISCO, 2014).

A ACP apresenta semelhanças com a análise fatorial, esta última também tem como objetivo a redução de variáveis. Tanto a análise fatorial quanto a análise dos componentes principais são aceitas quando se objetiva a realização de regressão múltipla. No entanto, a diferença entre as técnicas diz respeito ao tratamento das variâncias, uma vez que, na análise fatorial, não se considera a variância exclusiva, pressupondo-se que alguma variância de erro é admitida. Por sua vez, na análise de componentes principais toda a variância é considerada, tanto a compartilhada quanto a exclusiva, pressupondo-se a inexistência de erro (DANCEY; REIDY, 2006; FRANCISCO, 2014).

Fávero e Belfiore (2017) afirmam que a ACP tem quatro objetivos fundamentais que são: (i) redução estrutural, isto é, identificar a existência de relações entre as variáveis originais para que seja possível formar os fatores que irão retratar a combinação linear destas variáveis; (ii) validade dos constructos, a ACP ou seja, averigua a legitimidade dos constructos inicialmente estabelecidos alocando cada variável original a seu fator; (iii) elaboração de *rankings*, feitos a partir dos fatores e (iv) ausência de multicolinearidade, isto é, a extração de fatores ortogonais para a utilização de técnicas multivariadas confirmatórias pressupõe a ausência de multicolinearidade.

Na ACP a partir do banco de dados é feita a extração dos fatores por meio da matriz de correlações de Pearson (ρ), definida (FÁVERO e BELFIORE, 2017) como

$$\rho = \begin{bmatrix} 1 & \rho_{12} & \dots & \rho_{1k} \\ \rho_{21} & 1 & \dots & \rho_{2k} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \rho_{k1} & \rho_{k2} & \dots & 1 \end{bmatrix} \quad (1)$$

A matriz de correlações ρ é uma matriz simétrica em que a correção de Pearson pode ser calculada com base na expressão

$$\rho = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}} \quad (2)$$

em que x_1, x_2, \dots, x_n e y_1, y_2, \dots, y_n são os valores das variáveis e $\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i$ e $\bar{y} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n y_i$ são as médias das variáveis.

A correlação de Pearson mensura a relação linear entre duas variáveis e pode variar entre -1 e 1. Quanto mais próximo de 1, indica a existência de uma relação linear, o que irá favorecer a extração de um único fator. De forma contrária, quanto mais próximo de -1, indica relações lineares praticamente inexistentes e, logo, diferentes fatores poderão ser extraídos (FÁVERO e BELFIORE, 2017). Field (2009), Lattin, Carroll e Green (2011) afirmam que os dados da matriz de correlação devem ser altamente correlacionados, mas não independentes.

A análise visual da matriz de correlação não é a indicada para determinar a adequação de uma análise fatorial. A adequação global da análise fatorial deverá ser analisada por meio da estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e pelo teste de esfericidade de Bartlett (HAIR et al, 2009; FÁVERO e BELFIORE, 2017).

Segundo Fávero e Belfiore (2017), a estatística KMO apresenta a variância considerada comum a todas as variáveis presentes na amostra, propiciando a existência de um fator comum. A estatística varia de 0 a 1, e resultados próximos a 1 indicam que as variáveis possuem correlações de Pearson elevadas. Dessa forma, quando o resultado da estatística estiver próximo a zero, poderá indicar que a análise fatorial estará inadequada. A estatística KMO é definida da seguinte forma:

$$KMO = \frac{\sum_{l=1}^k \sum_{c=1}^k \rho_{lc}^2}{\sum_{l=1}^k \sum_{c=1}^k \rho_{lc}^2 + \sum_{l=1}^k \sum_{c=1}^k \varphi_{lc}^2}, l \neq c \quad (3)$$

em que l representa as linhas da matriz e c , as colunas da matriz de correlações ρ , φ representa os coeficientes de correlação parcial.

Fávero e Belfiore (2017) apresentam os valores da estatística KMO e sua relação com a adequação global da análise fatorial (Quadro 5).

Quadro 5. Estatística KMO e adequação da análise fatorial

Estatística KMO	Adequação global da análise fatorial
Entre 1,00 e 0,90	Muito boa
Entre 0,90 e 0,80	Boa
Entre 0,80 e 0,70	Média
Entre 0,70 e 0,60	Razoável
Entre 0,60 e 0,50	Ruim
Menor que 0,50	Inaceitável

Fonte: Adaptado de Fávero e Belfiore (2017, p.386)

O teste de esfericidade de Bartlett compara a matriz de correlações ρ com uma matriz identidade I de mesma dimensão. Segundo Fávero e Belfiore (2017, p.386), “se as diferenças entre os valores correspondentes fora da diagonal principal de cada matriz não forem estatisticamente diferente de zero, a determinado nível de significância, (...) a extração dos fatores não será adequada”. Assim sendo, o teste de esfericidade de Bartlett apresenta as seguintes hipóteses nula e alternativa:

$$H_0: \rho = \begin{bmatrix} 1 & \rho_{12} & \dots & \rho_{1k} \\ \rho_{21} & 1 & \dots & \rho_{2k} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \rho_{k1} & \rho_{k2} & \dots & 1 \end{bmatrix} = I = \begin{bmatrix} 1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 1 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & 1 \end{bmatrix} \quad (4)$$

$$H_1: \rho = \begin{bmatrix} 1 & \rho_{12} & \dots & \rho_{1k} \\ \rho_{21} & 1 & \dots & \rho_{2k} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \rho_{k1} & \rho_{k2} & \dots & 1 \end{bmatrix} \neq I = \begin{bmatrix} 1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 1 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & 1 \end{bmatrix} \quad (5)$$

Neste caso quando H_0 for verdadeiro, a ACP não poderá ser realizada. Já quando H_1 for verdadeira, é adequada a realização da ACP.

O teste de esfericidade de Bartlett é representado pela estatística χ^2

$$\chi_{Bartlett}^2 = - \left[(n-1) - \left(\frac{2k+5}{6} \right) \right] \ln|D| \quad (6)$$

com graus de liberdade $\frac{k(k-1)}{2}$, sendo k o número de variáveis, n o tamanho da amostra e D o determinante da matriz de correlações ρ .

Portanto, o teste de esfericidade de Bartlett permite verificar se as correlações de Pearson entre os pares de variáveis são estatisticamente diferentes de zero, indicando que a análise fatorial será adequada. Logo, fatores poderão ser extraídos tendo como base as variáveis originais.

Fávero e Belfiore (2017, p.387) afirmam que, ao avaliar a adequação global do modelo, “deve ser sempre preferido o teste de esfericidade de Bartlett à estatística KMO”. Isto acontece, pois, o teste de esfericidade de Bartlett é um teste que tem nível de significância, enquanto a estatística KMO “não possui distribuição de probabilidade determinada e hipóteses que permitam avaliar o nível de significância para efeitos de decisão”. Portanto, neste trabalho foi considerado unicamente o teste de esfericidade.

Após a verificação da adequação global do modelo é possível definir os fatores e, para isso, utilizam-se os autovalores e os autovetores da matriz de correlações ρ . Os fatores são o resultado do agrupamento das k variáveis de uma amostra com n observações, multiplicados por seus escores fatoriais (s), como apresentado a seguir.

$$F_{1i} = s_{11} \cdot X_{1i} + s_{21} \cdot X_{2i} + \dots + s_{k1} \cdot X_{ki} \quad (7)$$

$$F_{2i} = s_{12} \cdot X_{1i} + s_{22} \cdot X_{2i} + \dots + s_{k2} \cdot X_{ki} \quad (8)$$

$$\vdots$$

$$F_{ki} = s_{1k} \cdot X_{1i} + s_{2k} \cdot X_{2i} + \dots + s_{kk} \cdot X_{ki} \quad (9)$$

Os scores fatoriais são calculados com base nos autovalores e autovetores da matriz de correlações ρ . Assim, os escores fatoriais do k -ésimo fator

$$S_k = \begin{pmatrix} S_{1k} \\ S_{2k} \\ \vdots \\ S_{kk} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \frac{v_{1k}}{\sqrt{\lambda_k^2}} \\ \frac{v_{2k}}{\sqrt{\lambda_k^2}} \\ \vdots \\ \frac{v_{kk}}{\sqrt{\lambda_k^2}} \end{pmatrix} \quad (10)$$

Assim como os escores fatoriais são padronizados pelos seus respectivos autovalores, as variáveis originais deverão ser padronizadas com a finalidade de se obter variáveis com média nula e desvio padrão unitário. Dessa forma, os fatores serão assim representados:

$$F_{1i} = \frac{v_{11}}{\sqrt{\lambda_1^2}} \cdot ZX_{1i} + \frac{v_{21}}{\sqrt{\lambda_1^2}} \cdot ZX_{2i} + \dots + \frac{v_{k1}}{\sqrt{\lambda_1^2}} \cdot ZX_{ki} \quad (11)$$

$$F_{2i} = \frac{v_{12}}{\sqrt{\lambda_2^2}} \cdot ZX_{1i} + \frac{v_{22}}{\sqrt{\lambda_2^2}} \cdot ZX_{2i} + \dots + \frac{v_{k2}}{\sqrt{\lambda_2^2}} \cdot ZX_{ki} \quad (12)$$

⋮

$$F_{ki} = \frac{v_{1k}}{\sqrt{\lambda_k^2}} \cdot ZX_{1i} + \frac{v_{2k}}{\sqrt{\lambda_k^2}} \cdot ZX_{2i} + \dots + \frac{v_{kk}}{\sqrt{\lambda_k^2}} \cdot ZX_{ki} \quad (13)$$

em que ZX_{ki} é o valor padronizado da i -ésima observação da variável X_k .

O número máximo de fatores a serem extraídos na ACP será sempre igual ao número de variáveis. O critério de Kaiser, ou raiz latente, é utilizado como parâmetro para a escolha do número de fatores. Ele considera que serão extraídos apenas os fatores que apresentem autovalores maior que 1. Todavia, pode-se arbitrar sobre o número de fatores a ser gerado, analisando-se a perda de variância explicada das variáveis ou, se não for necessário, a redução estrutural. Fávero e Belfiore (2017) afirmam que os fatores gerados a partir de autovalores menores do que 1 não conseguem representar bem o comportamento do conjunto de dados. Porém, os autores ressaltam que há exceções e que estas devem ser analisadas caso a caso.

Destarte analisa-se a variância compartilhada pelas variáveis originais na formação de cada um dos fatores extraídos na ACP, que pode ser calculada da seguinte forma:

$$VC_k = \frac{\lambda_k}{\sum_{j=1}^n \lambda_j} \quad (14)$$

em que

λ_k = autovalor associado à k -ésima variável

n = número total de fatores gerado pela ACP

Assim, a escolha do número de fatores deve ser feita visando maximizar a variância compartilhada acumulada. De modo que, se, ao seguir o critério de Kaiser, a perda de variância na explicação dos dados for elevada, deve-se incluir o próximo autovalor, em

ordem decrescente, com o objetivo de mitigar esse efeito. Definidos os fatores, pode-se analisar a comunalidade “que representa a variância total compartilhada de cada variável em todos os fatores extraídos” (FÁVERO e BELFIORE, 2017, p. 392) para verificar se todas as variáveis são bem representadas pelos fatores escolhidos. A comunalidade é obtida pelo quadrado das cargas fatoriais de cada fator.

Em seguida, aplica-se a rotação de fatores com o objetivo de redistribuir suas cargas fatoriais, de modo que se melhorem os percentuais de variância compartilhada por todas as variáveis originais. Ressalta-se que os resultados do teste de esfericidade de Bartlett, a variância compartilhada acumulada e a comunalidade não sofrem alterações com a rotação dos fatores.

Como mencionado anteriormente, um dos objetivos da ACP é a construção de índices/ranking. Para a formação de ranking a partir da ACP utiliza-se o critério da soma ponderada e ordenamento. Isto é, para cada observação, todos os valores obtidos pelos fatores rotacionados serão somados e ponderados por seus percentuais de variância compartilhada.

$$\text{Índice} = \sum_{i=1}^m \sum_{k=1}^n V C_k F'_{ki} \quad (15)$$

em que

m = número de observações

F'_{ki} = fator rotacionado

sendo

$$F'_{ki} = \frac{v'_{1k}}{\sqrt{\lambda'^2_k}} ZX_{1i} + \frac{v'_{2k}}{\sqrt{\lambda'^2_k}} ZX_{2i} + \dots + \frac{v'_{kk}}{\sqrt{\lambda'^2_k}} ZX_{ki} \quad (16)$$

em que

v'_{lk} = autovalor rotacionado em que l assume valores de 1 a k

λ'^2_k = autovetor rotacionado da variável k

O valor obtido no índice por meio da equação 15 será normalizado, isto é, os valores serão colocados no intervalo de 0 a 10 por meio da seguinte expressão:

$$\begin{aligned} & \text{Índice normalizado} & (17) \\ & = \left(\frac{\text{valor do índice} - \text{menor valor da série}}{\text{maior valor do índice} - \text{menor valor do índice}} \right) \text{valor máximo desejado} \end{aligned}$$

A normalização será feita utilizando toda a série de valores obtidos no índice, isto é, considerará todas as empresas e todos os anos.

4.3.2 Dados em painel

A análise de dados em painel permite que o pesquisador analise as informações ao longo do tempo. Esta técnica é uma combinação das séries temporais com dados de corte transversal (*cross-section*) que permite que o pesquisador acompanhe os mesmos indivíduos ao longo do tempo e investigue situações em que as séries temporais e os dados *cross-section* não possam ser analisados separadamente (GREENE, 2003).

Segundo Heij et al. (2004), a metodologia de dados em painel é apropriada quando se pretende utilizar uma quantidade razoável de variáveis que serão observadas em momentos sucessivos do tempo. Greene (2003) aponta que a principal vantagem dos dados em painel é proporcionar flexibilidade para modelar as diferenças de comportamento entre os indivíduos observados.

A formulação genérica dos dados em painel é representada por um modelo de regressão,

$$y_{it} = \alpha + x_{it}\beta + v_i + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

em que

- i representa as unidades *cross-section* (1, ... , N);
- t sinaliza a série temporal (1, ... , T);
- y_{it} é a variável dependente;
- α é o intercepto do modelo;
- x_{it} são as variáveis independentes do modelo;
- β são os coeficientes estimados para cada variável independente;

- $v_i + \varepsilon_{it}$ representam os erros do modelo, em que v_i , segundo Baltagi (2005), é um componente indicativo de qualquer efeito específico do indivíduo que não esteja incluído na regressão e ε_{it} pode ser considerado o erro padrão da regressão, pois se trata de um distúrbio remanescente que varia com os indivíduos e com o tempo.

Na modelagem de dados em painel, quando todos os indivíduos apresentam o mesmo número de dados temporais, o painel é denominado “balanceado” e, quando da existência de dados faltantes, como painel “desbalanceado”. O painel ainda pode ser classificado como curto ou longo.

Conforme Greene (2003), o modelo geral de dados em painel pode apresentar restrições e, dessa forma, é possível trabalhar com três tipos de especificações de painel que são:

- a) modelo empilhado ou *pooled*;
- b) modelo de efeitos fixos e
- c) modelo de efeitos aleatórios.

O modelo empilhado (*pooled*) é considerado, por Gujarati (2006) e Fávero e Belfiore (2017), a forma mais simples de estimação, pois não considera o tempo e o espaço, utilizando uma regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO). Neste modelo, os coeficientes são considerados constantes, isto é, tanto o intercepto quanto as inclinações são os mesmos, independente das observações. Por sua vez, o modelo de efeitos fixos considera a individualidade de cada observação. No modelo de efeitos fixos, os coeficientes podem variar de observação para observação ou ao longo do tempo, todavia, suas constantes permanecem fixas. Já o modelo de efeitos aleatórios presume que a heterogeneidade das observações e do tempo é desconhecida e, assim, não é possível observá-la ou medi-la. O modelo de efeitos aleatórios segue os mesmos pressupostos do modelo de efeitos fixos, isto é, o intercepto varia de uma observação para a outra, mas não varia ao longo do tempo. Assim, o que diferencia o modelo de efeitos aleatórios é a forma como o intercepto é tratado. No modelo de efeitos fixos os interceptos são considerados fixos; já no modelo de efeitos aleatórios eles são considerados variáveis aleatórias (BRESSAN, 2009; DUARTE, LAMOUNIER e TAKAMATSU, 2008).

A escolha do modelo a ser utilizado deve ser feita por intermédio de testes que irão indicar qual é o melhor para a base de dados escolhida. Para escolher entre o modelo de efeitos fixos ou o *pooled*, realiza-se o teste de Chow (Teste F), que avalia se os efeitos de v_i da equação 16 são estatisticamente iguais a zero, portanto, não existem efeitos individuais específicos. Dessa forma, a hipótese alternativa é a de que os efeitos são estatisticamente diferentes de zero.

$$H_0 = v_1 = v_2 = \dots v_{n-1} = 0 \quad (19)$$

$$H_a \neq v_1 \neq v_2 \neq \dots v_{n-1} \neq 0 \quad (20)$$

No caso da confirmação da hipótese nula, o modelo escolhido é o *pooled* e, caso contrário, com a confirmação da hipótese alternativa, escolhe-se o modelo de efeitos fixos.

O modelo *pooled* também deverá ser testado em relação ao modelo de efeitos aleatórios e, para isso, o teste de Breush-Pagan é aplicado. Este teste foi desenvolvido por Breush e Pagan (1980) *apud* Greene (2003) e se baseia no multiplicador de Lagrange (LM), o qual segue uma distribuição χ^2 com 1 grau de liberdade. Neste teste são estabelecidas duas hipóteses, das quais, H_0 representa o modelo *pooled* e H_a representa os modelos com efeitos aleatórios.

$$H_0 = Var(v_1) = 0 \quad (21)$$

$$H_a = Var(v_1) \neq 0 \quad (22)$$

As hipóteses são escolhidas com base no resultado da estatística LM, calculada da seguinte forma:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T v_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T v_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (23)$$

No caso de $LM > \chi^2$, a hipótese nula é rejeitada, portanto, o modelo por efeitos aleatórios é escolhido.

O próximo passo é escolher qual dos modelos, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, é o mais indicado. A escolha de um deles se pauta nos resultados do teste de Hausman, que investiga (1) se os efeitos individuais de v_1 e as variáveis x_{it} apresentam correlação

estatisticamente igual a zero, isto é, se os efeitos individuais são aleatórios, existindo consistência entre os parâmetros estimados por efeitos fixos e por efeitos aleatórios ou (2) se os efeitos individuais não são aleatórios, não existindo, por consequência, consistência estatística nos parâmetros estimados pelos dois métodos. Basicamente, no primeiro caso (1), o estimador dos efeitos aleatórios é consistente e eficiente, enquanto o estimador dos efeitos fixos é apenas consistente, não sendo eficiente. No caso (2), o estimador dos efeitos fixos se apresenta consistente e eficiente, enquanto o de efeitos aleatórios não é eficiente (BRESSAN, 2009; FÁVERO e BELFIORE, 2017).

O teste de Hausman é representado pela estatística (WOOLDRIDGE, 2002)

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})' (\Sigma_{FE} - \Sigma_{RE})^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) \sim \chi^2(k) \quad (24)$$

em que

$\hat{\beta}_{FE}$ = vetor dos estimadores do modelo com efeitos fixos;

$\hat{\beta}_{RE}$ = vetor dos estimadores do modelo com efeitos aleatórios;

Σ_{FE} = matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores $\hat{\beta}_{FE}$;

Σ_{RE} = matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores $\hat{\beta}_{RE}$;

k = número de regressores.

Assim, o teste de Hausman apresenta as hipóteses nula (efeitos aleatórios) e alternativa (efeitos fixos) em função da covariância entre o componente específico dos indivíduos e os regressores.

$$H_0 = Cov(v_i, x_{it}) = 0 \quad (25)$$

$$H_A = Cov(v_i, x_{it}) \neq 0 \quad (26)$$

A hipótese nula indica a inexistência de relação entre os regressores e os efeitos do modelo, isto é, ambos os modelos são consistentes, porém, o modelo de efeitos aleatórios é mais eficiente, devendo ser escolhido. A existência de relação entre os regressores e os efeitos do modelo, hipótese alternativa, aponta que o modelo de efeitos aleatórios será inconsistente enquanto o modelo de efeitos fixos se apresenta consistente e eficiente,

devendo, portanto, ser escolhido. A escolha do modelo, efeitos fixos ou aleatórios, será feita com base na avaliação de que $H > \chi_k^2$.

Após a determinação do modelo, analisa-se a presença de autocorrelação serial por meio do teste de Wooldridge (2002), o qual assume que os erros não devem ser correlacionados. Logo, a hipótese nula indica a ausência de autocorrelação serial e a hipótese alternativa, a presença dela. Por fim, avalia-se a heterocedasticidade; a estatística Wald é utilizada para modelos de efeitos fixos, uma vez que é normal a violação da hipótese de homocedasticidade nos erros em modelos de dados em painel com efeitos fixos. Dessa forma, a hipótese nula do teste de Wald indica homocedasticidade e a hipótese alternativa, a presença de heterocedasticidade.

Caso problemas de heterocedasticidade ou autocorrelação sejam detectados em modelos de efeitos fixo, se faz necessário o uso do Método de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), uma vez que, caso utilize o MQO, as estimativas continuariam consistentes e não viesadas, contudo perderiam a sua eficiência. Para os modelos com efeitos aleatórios, caso seja detectada a presença de autocorrelação e heterocedasticidade a estimação é feita com por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS – *feasible generalized last squares*) (BRESSAN, 2009).

4.4 Variáveis analisadas

O objetivo principal, neste trabalho, se finda na criação de um índice de governança corporativa para as empresas selecionadas da amostra. Como apresentado na seção da fundamentação teórica, a literatura sobre governança corporativa destaca, como condicionantes para uma boa governança, as seguintes: (i) estrutura de propriedade e controle; (ii) divulgação e transparência das informações; (iii) composição do conselho de administração; (iv) incentivo aos administradores/agentes e (v) direitos dos acionistas. Estes condicionantes de governança, neste trabalho, recebem o nome de dimensões de governança corporativa.

4.4.1 Estrutura de propriedade e controle

A primeira dimensão, segundo Silveira (2004) e Thomsen e Pedersen (1997), pode ser considerada um dos principais mecanismos governança corporativa. A estrutura de propriedade e controle das empresas apresenta características específicas de acordo com o ambiente contratual em que elas estão inseridas, neste caso, o país em que estão

operando. Dessa forma, uma das razões da diferença entre os mecanismos de governança entre os países pode ser esta característica do mercado, uma vez que existem diferentes tipos de legislações que buscam a garantia da proteção dos acionistas minoritários.

Williamson (1996) pontua que a concentração de propriedade em posse de grandes acionistas faz com estes se interessem pela gestão da empresa, cobrando, assim, mecanismos mais claros de gestão e, conseqüentemente, mecanismos de controle dos administradores. Ademais, o autor afirma que a identidade do acionista pode ser considerada um parâmetro para as prioridades estabelecidas pela empresa. Como exemplo, as empresas estatais seguem, via de regra, diretrizes políticas. Morck, Shleifer e Vishny (1988) complementam ao afirmar que uma maior concentração de propriedade traz ao controlador um cuidado maior em não desvalorizar o preço das ações da empresa, pois isso reduziria sua riqueza.

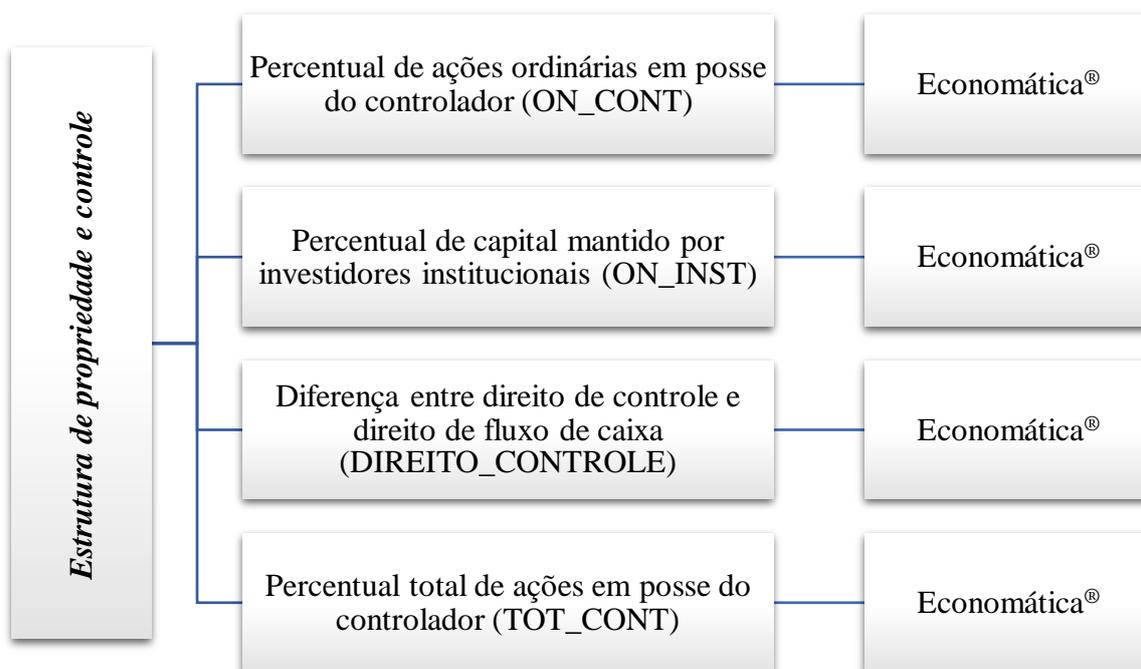


Figura 4. Variáveis estrutura de propriedade e controle

Fonte: elaborado pela autora

Para mensurar esta dimensão foram selecionadas quatro variáveis, a saber: percentual de ações ordinárias em posse do controlador (ON_CONT); percentual de capital mantido por investidores institucionais (ON_INST); diferença entre direito de controle e direito de fluxo de caixa (DIREITO_CONTROLE) e percentual total de ações em posse do controlador (TOT_CONT). Estas variáveis foram selecionadas com base nos trabalhos de

Shleifer e Vishny, (1997); Himmelberg *et al.* (1999); Claessens *et al.* (2002); Silveira (2004); Leal e Silva (2005) e Correia (2008). A Figura 2 apresenta as variáveis da dimensão e sua origem.

Estas quatro variáveis têm o objetivo de representar a formação da estrutura de propriedade e controle da empresa. No que tange às ações ordinárias, especificamente no Brasil, cada ação corresponde a um voto nas deliberações da assembleia geral, conforme determinação da Lei das SA. Assim sendo, o maior número de ações ordinárias em posse do controlador pode fazer com ele priorize seus interesses em detrimento dos interesses dos demais. Contudo, destaca-se que, no nível mais alto de governança considerado pela B3, isto é, o Novo Mercado, somente ações ordinárias são aceitas.

Silveira (2002) afirma que os investidores institucionais exigem das empresas melhores práticas de governança para que possam aplicar seus recursos nelas, uma vez que se caracterizam por grandes investidores, como fundos de pensão, companhias de seguro, isto é, pessoas físicas ou jurídicas que tenham grande disponibilidade de recursos para investimento no mercado de capitais (CVM, 2004). Já a diferença entre o direito de controle e o direito de fluxo de caixa foi calculada conforme Himmelberg *et al.* (1999), isto é, a diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações de cada empresa. A discrepância entre o direito de controle e o direito de fluxo de caixa pode levar os acionistas a buscarem benefícios próprios ao escolherem um posicionamento na empresa, o que prejudicaria os demais.

Por fim, com o percentual total de ações em posse do controlador, os acionistas controladores tendem a buscar seu interesse em detrimento dos interesses dos demais, o que descaracteriza os princípios de governança de tratamento igualitário de todos os acionistas, isto é, os minoritários seriam prejudicados, neste caso. Principalmente em países como o Brasil, em que a concentração de propriedade é algo comum, a presença de mecanismos de governança se faz necessária, como garantia de proteção aos demais interessados na companhia.

4.4.2 Divulgação e transparência da informação

Já a divulgação e a transparência da informação (iv) estão entre as principais características de governança corporativa. Os mecanismos de governança devem, entre outras atribuições, assegurar que as informações a respeito do desempenho e da situação

financeira da empresa sejam claramente divulgadas, de forma tempestiva, para que todos os *stakeholders* tenham acesso a elas (OECD, 2015). Du Plessis, Bagarick e Hargovan (2011) afirmam que a divulgação de informações da empresa é essencial para promover um mercado mais competitivo, pois ela permite que os investidores tenham acesso a informações para a tomada de decisão de seus investimentos. Destaca-se, contudo, que não existe um padrão estabelecido para a periodicidade dessas divulgações e, dessa forma, as empresas devem seguir as legislações vigentes a que estão sujeitas (OECD, 2015).

A Figura 3, apresenta as variáveis da dimensão divulgação e transparência das informações e a fonte de coleta destas variáveis, que são: publicação dos relatórios financeiros no prazo (RELATORIO_PRAZO); reapresentação de documentos (REAPRESENT_DOCS); divulgação detalhada dos resultados financeiros e operacionais (DIVULG_RESULTS); percentual de ações em posse dos membros executivos da equipe de gestão (ACOES_MEMDIRET); divulgação do número de ações detidas pelos diretores (ACOESCIRC_POSSDIRET) e contrata firmas de auditoria (FIRMA_AUDITORIA). Estas variáveis foram escolhidas com base nos trabalhos de Klapper e Love (2004); Silva e Leal (2005); Correia (2008); Bekiris e Doukakis (2011); Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014).

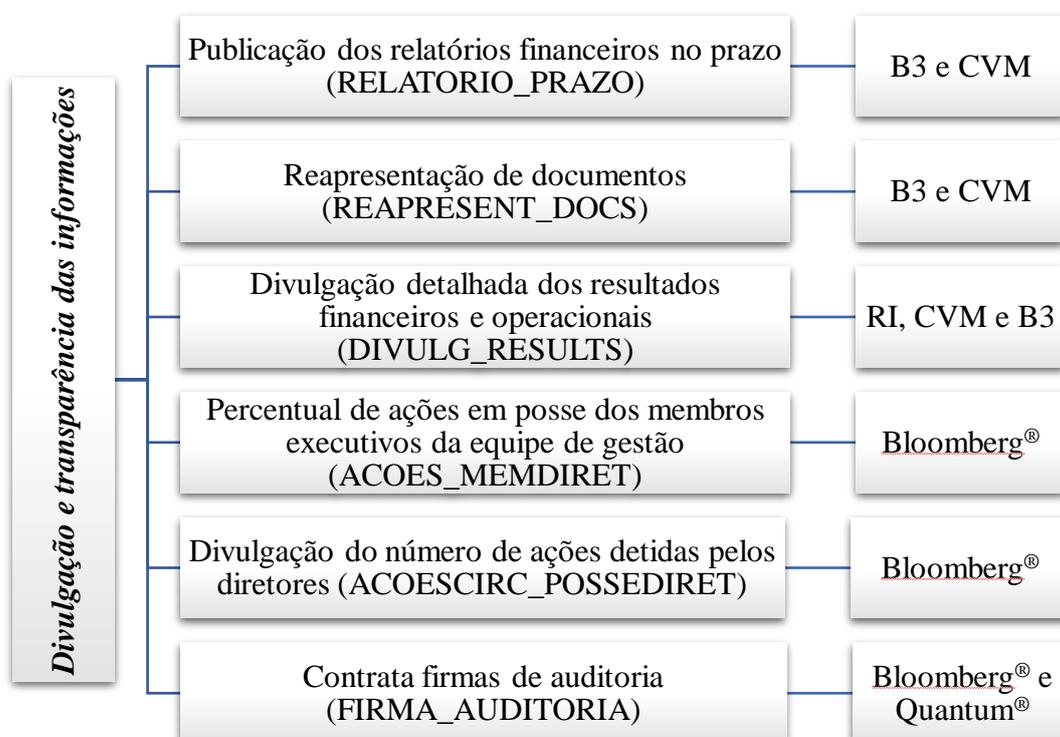


Figura 5. Variáveis divulgação e transparência das informações

Fonte: elaborado pela autora

Destas seis variáveis, com exceção da variável percentual de ações em posse dos membros executivos da equipe de gestão, cujos valores são percentuais, as demais são variáveis binárias, isto é, assumem valor 0, no caso de não e 1, no caso de sim. Assim, caso a empresa contrate firmas de auditoria, recebe o valor 1; caso contrário, 0.

A divulgação das informações é uma das características principais preconizadas pela governança corporativa. O fato de os gestores possuírem ações pode ser um mecanismo de garantia de que eles atuem em benefício da empresa. Logo, espera-se que a divulgação dessas informações melhore a confiança dos demais acionistas no trabalho dos agentes, assim como a contratação de firma de auditoria indica que os resultados apresentados são confiáveis e as ações dos gestores continuam sendo monitoradas.

4.4.3 Composição do conselho de administração

O conselho de administração, e conseqüentemente sua composição (ii), está diretamente relacionado a mecanismos de governança corporativa. Na literatura sobre governança, grande parte dos trabalhos aborda a sua importância, uma vez que ele é um dos mecanismos utilizados para controlar a ação dos gestores. De acordo com OECD (2015), o conselho de administração tem como objetivo garantir que os direitos dos acionistas sejam cumpridos, de tal modo que o conselho deve tratar todos os acionistas de forma justa.

Para garantir os direitos dos acionistas o conselho de administração deve monitorar as práticas de governança, intervindo quando necessário e propondo aquelas que considerem adequadas à melhoria da governança da empresa (OECD, 2015). Além disso, um conselho de administração independente garante que o interesse de acionistas seja garantido, principalmente em mercados cuja estrutura de propriedade das empresas é dispersa, como o americano. Nesses mercados, a participação de pequenos acionistas é elevada e, dessa forma, eles são considerados fracos em relação aos gestores, sendo necessária a intervenção do conselho para a garantia de seus direitos (SILVEIRA, 2004).

São oito as variáveis que representam a dimensão composição do conselho de administração (Figura 4): percentual do conselho formado por membros independentes (MEMB_IND); separação das funções de CEO e presidente do conselho (CEO_PRES); se o presidente do conselho é um conselheiro independente, não executivo da empresa (PRESID_EXEC); existência de conselho fiscal permanente (CONS_FISCAL); código

de ética divulgado publicamente (COD_ETICA); mudança dos membros do conselho no ano fiscal (MUDANCA_MEMB); existência de comitês (COMITE) e tamanho do conselho de administração (TAM_CONSELHO).

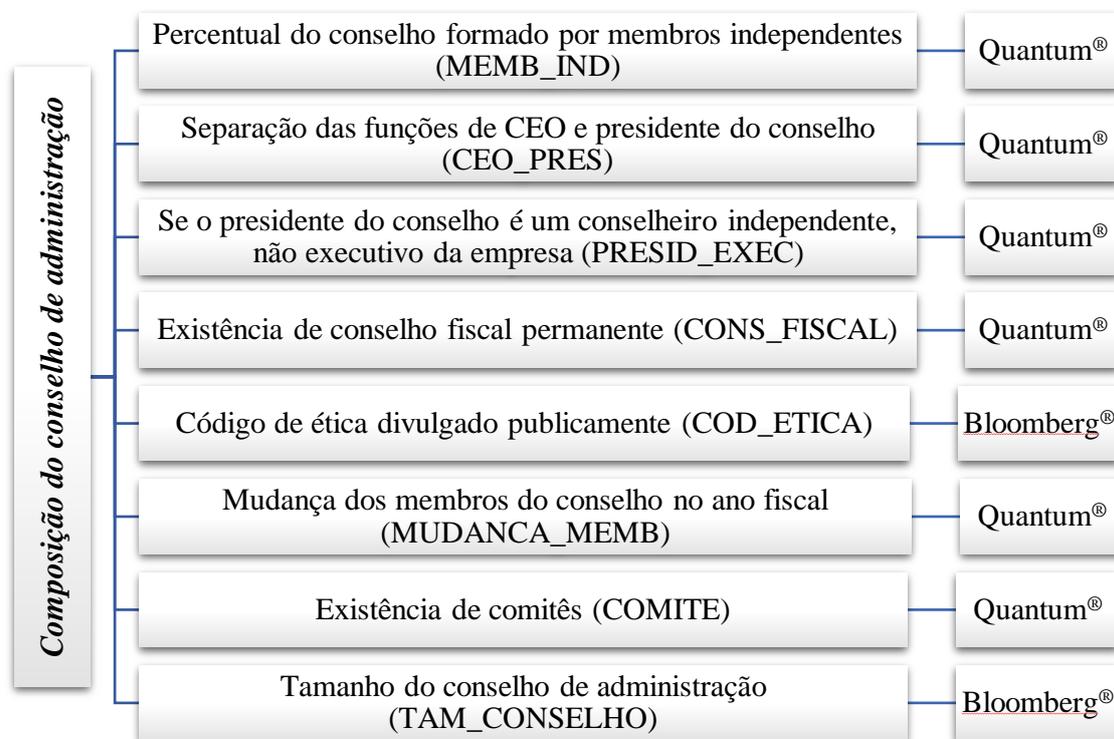


Figura 6. Variáveis composição do conselho de administração

Fonte: elaborado pela autora

Espera-se que o conselho de administração das empresas seja imparcial e legisle garantindo o direito dos acionistas. Assim, um conselho de administração independente, isto é, aquele que não tem relações familiares, de negócios ou de qualquer tipo com sócios que tenham participação relevante na companhia, prestadores de serviços ou quaisquer outros que possam influenciar na empresa e assim comprometer suas ações, é mais favorável à governança da empresa (IBGC, 2017). Dessa forma, a separação entre a função de conselheiro e CEO também é um indicativo de que o conselho de administração estará trabalhando de forma a garantir o interesse dos acionistas com equidade.

O conselho fiscal, no Brasil, é um componente do sistema de governança das empresas, contudo, ele pode ser permanente ou não. Este órgão fiscaliza, opina sobre o relatório de administração e denuncia, caso os gestores não atuem em favor do interesse da organização. A presença de comitês, como comitê de remuneração, de responsabilidade

social e demais comitês que as empresas possam ter, também auxiliam na melhoria do processo de gestão.

As variáveis que representam esta dimensão foram escolhidas com base nos autores Klapper e Love (2002); Silveira (2004); Silva e Leal (2005); Nelson (2005); Correia (2008); Bekiris e Doukakis (2011); Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) e no código de das melhores práticas de governança do IBGC.

4.4.4 Incentivo aos administradores/agentes

Pautado na teoria da agência, um dos mecanismos de controle dos gestores está na sua remuneração (iii). Jensen e Meckling (1976) assinalam que uma das possíveis soluções para os conflitos de interesses entre os gestores e agentes é a remuneração dos agentes. Mesmo com o custo gerado pelo controle dos agentes, espera-se que este custo seja compensado quando os gestores se dedicarem a garantir o interesse dos proprietários. Du Plessis, Bagarick e Hargovan (2011) ressaltam que, apesar da importância da remuneração dos agentes, caso esta seja excessiva, pode vir a ser uma preocupação para os acionistas, principalmente em ambientes de instabilidade financeira.

Outrossim, o incentivo aos gestores pode acontecer na forma de participação acionária e, neste caso, espera-se que, além da remuneração que recebem, seus interesses se voltem para o desempenho da empresa, o que, por sua vez, beneficia os demais acionistas.

Esta dimensão de governança é representada por seis variáveis que são: existência de programa de participação nos lucros (PROG_PARTLUCROS); plano de opção de compra de ações (COMPRA_ACAO); possui comissão de remuneração (COMIS_REMUN); remuneração baseada no desempenho (REMUN_DESEMP); valor anual da remuneração em dinheiro (VALOR_REMUN) e remuneração baseada em ações (REMUN_ACOES), como pode ser observado na Figura 5. Os trabalhos de Correia (2008); Bekiris e Doukakis (2011) e Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) foram a base para a escolha destas variáveis.

As variáveis selecionadas são, em sua maioria, variáveis binárias. A partir da análise dos documentos das empresas foi possível identificar se as empresas tinham programas de participação nos lucros, plano de opção de compra de ações, remuneração baseada no desempenho e em ações, além do valor anual da remuneração paga aos agentes.

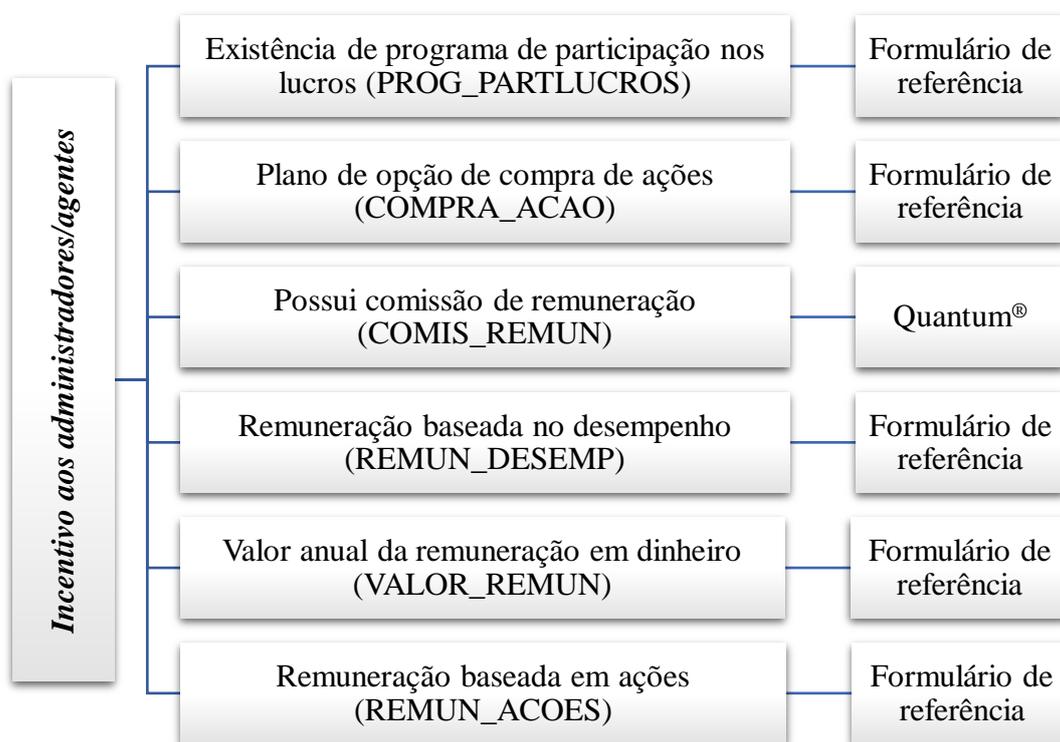


Figura 7. Variáveis incentivo aos administradores/agentes

Fonte: elaborado pela autora

4.4.5 Direito dos acionistas

Os direitos dos acionistas (v), por sua vez, podem ser considerados uma das razões de existência dos mecanismos de governança, posto que garantir o direito dos acionistas deve ser o pano de fundo das tomadas de decisões dos gestores, conforme assevera a teoria da agência. Todavia, como já mencionado, o conflito de interesses entre as partes pode levar os gestores a trabalharem em benefício próprio, sendo necessário estabelecer mecanismos que salvaguardam esses direitos (AL-MALKAWI, PILLAI e BHATTI, 2014; JENSEN e MECKLING, 1976).

Por este motivo, a grande maioria dos códigos de governança publicados, como o código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, os princípios de governança da OCDE, os princípios e as recomendações de governança da ASX, entre outros, visam à garantia e à manutenção do direito dos acionistas, principalmente dos acionistas minoritários.

Com base nos trabalhos de Silveira (2004), Silva e Leal (2005), Correia (2008), Bekiris e Doukakis (2011), Al-Malkawi, Pillai e Bhatti (2014) foram selecionadas as variáveis (Figura 6): valor dos dividendos pagos (DIVID_PG); se a empresa mantém programa de ADRs (PROG_ADR); se as declarações de dividendos estão disponíveis (DECLARA_DIVID) e se a empresa informa sobre as próximas assembleias (DATA_ASSEM).

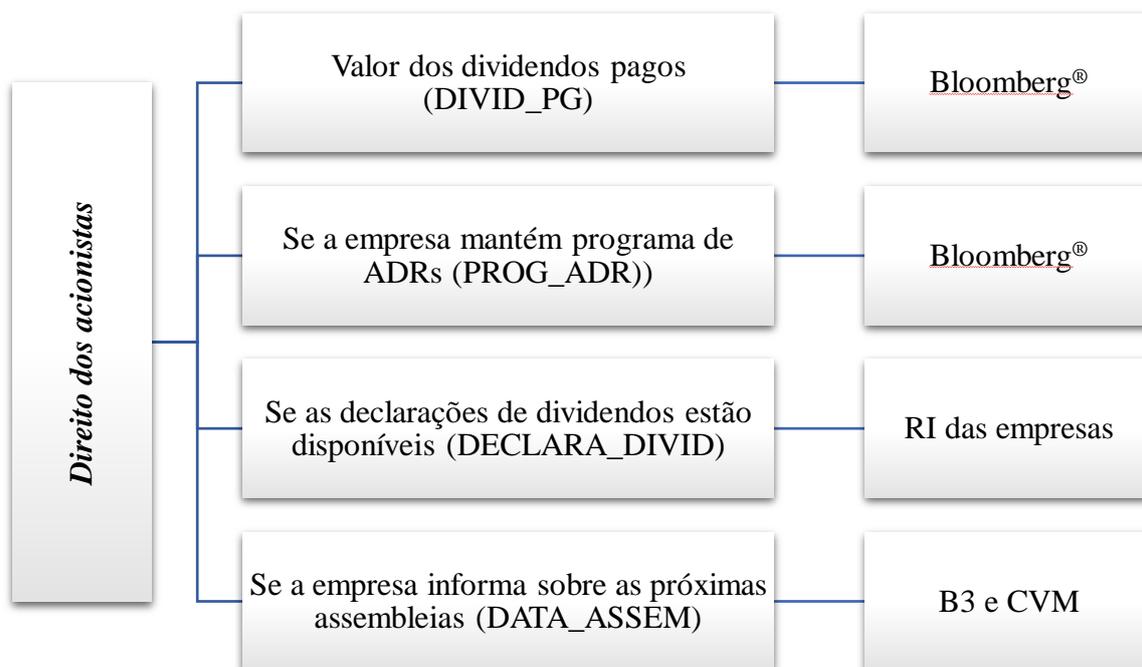


Figura 8. Variáveis direito dos acionistas

Fonte: elaborado pela autora

Ressalta-se que a manutenção de programa de ADR está relacionada aos direitos dos acionistas, pois, quando uma empresa é emissora de ADRs, ela está sujeita a um ambiente contratual diferenciado do mercado nacional, portanto, deverá se sujeitar também às normas do mercado americano, o que aumenta sua atenção com os princípios de governança. Silveira (2004) afirma que empresas emissoras de ADRs têm melhor governança que as demais.

4.4.6 Governança corporativa e desempenho econômico-financeiro

Para responder o objetivo específico iv, verificar se a governança corporativa influencia no desempenho econômico-financeiro das empresas, o índice de governança foi comparado com uma variável de desempenho econômico-financeiro. Desta forma, para

mensuração da relação entre governança e desempenho foram selecionadas as variáveis: Q de Tobin e retorno sobre o ativo (ROA) como medidas desempenho, alavancagem financeira e tamanho da empresa como variáveis de controle e o próprio índice de governança.

O Q de Tobin foi proposto originalmente por Tobin (1958):

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{valor de mercado das ações} + \text{valor de mercado das dívidas}}{\text{valor de reposição dos ativos}} \quad (27)$$

Contudo, dada a dificuldade de observar diretamente o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos, Chung e Pruitt (1994) propõem uma aproximação do modelo. Assim, o Q de Tobin será calculado da seguinte forma:

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMA + D}{AT} \quad (28)$$

Em que:

- VMA: valor de mercado das ações negociadas em bolsa
- D: representa o capital de terceiros
- AT: ativo total

Na equação do Q de Tobin pela aproximação de Chung e Pruitt (1994), D representa o capital de terceiros e é obtido por meio da expressão

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP \quad (29)$$

em que VCPC é o valor contábil dos passivos circulantes da firma; VCAC é o valor contábil dos ativos circulantes; VCE é o valor contábil dos estoques e VCDLP é o valor contábil das dívidas de longo prazo (FAMÁ e BARROS, 2000).

Por sua vez, o ROA (razão entre lucro líquido e ativo total), determina a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa. Assaf Neto (2014) considera o ROA como um dos indicadores financeiros mais importantes pois identifica o grau de eficiência da utilização dos ativos da empresa. Tanto o ROA como o Q de Tobin foram utilizados em trabalhos sobre governança corporativa, tais como, Silveira (2004), Silva e Leal (2005), Correia

(2008), Catapan, Colauto e Barros (2013), Capatan e Colauto (2014) e Abdullah, Ismail e Nachum (2016). Famá e Barros (2002) afirmam que, dentre uma infinidade de utilizações do Q de Tobin, ele pode ser utilizado como medida de performance da empresa em relação ao desempenho da administração.

O Q de Tobin foi comparado com o índice de governança corporativa encontrado por meio da análise de componentes principais. Adicionalmente, duas variáveis, alavancagem financeira e tamanho da empresa, foram utilizadas como variáveis de controle no modelo. A alavancagem financeira, determinada pela razão da dívida financeira total da empresa pelo ativo total, foi obtida na base de dados Economática® e o tamanho da empresa é representado pelo logaritmo do seu ativo total. No Quadro 6 resumem-se as variáveis utilizadas.

Quadro 6. Variáveis para mensurar o desempenho econômico-financeiro

Variáveis	Sigla	Tipo	Relação esperada com o índice	Representa	Fonte
<i>Q de Tobin</i>	qtobin	dependente	Não se aplica	Proxy do desempenho econômico-financeiro da empresa	Economática®
<i>Retorno sobre os ativos</i>	ROA	dependente	Não se aplica	Grau de eficiência de utilização dos ativos	Economática®
<i>Índice de governança corporativa</i>	IGC	independente	+	Índice de governança corporativa calculado por meio da análise de componentes principais	Resultado da ACP
<i>Alavancagem financeira</i>	alavfin	Controle/independente	Não se aplica	Razão da dívida financeira total da empresa por seu ativo total	Economática®
<i>Tamanho</i>	tam	Controle/independente	Não se aplica	Proxy de tamanho da empresa que é representada pelo logaritmo do ativo total	Economática®

Fonte: elaborado pela autora

A seção seguinte se dedica à apresentação e à interpretação dos resultados encontrados.

5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção apresentam-se os resultados encontrados da análise de componentes principais em cada uma das dimensões de governança, o índice de governança corporativa e os resultados da análise do desempenho econômico-financeiro da empresa frente ao índice de governança.

5.1 Índice de estrutura de propriedade e controle

Como descrito na seção 4.4.1 deste trabalho, a dimensão de estrutura de propriedade e controle está representada por quatro variáveis, percentual de ações ordinárias em posse do controlador, percentual do capital mantido por investidores institucionais, diferença entre direito de controle e direito de fluxo de caixa, e percentual total de ações em posse do controlador.

Além de classificar as empresas em relação à sua estrutura de propriedade e controle, por meio da análise de componentes principais foi possível identificar o comportamento destas quatro variáveis nesta dimensão, ou seja, a contribuição delas para a formação do índice parcial e, posteriormente, do índice geral de governança (com todas as dimensões). Isto posto, a primeira etapa da elaboração da ACP é a elaboração da matriz de correlações ρ desta dimensão, apresentada na Tabela 1.

Tabela 1. Matriz de correlações de Pearson, ρ , da dimensão estrutura de propriedade e controle

	<i>ON_CONT</i>	<i>ON_INST</i>	<i>DIREITO_CONTROLE</i>	<i>TOT_CONT</i>
<i>ON_CONT</i>	1,000			
<i>ON_INST</i>	-0,2791*	1,000		
<i>DIREITO_CONTROLE</i>	0,5315*	-0,1509*	1,000	
<i>TOT_CONT</i>	0,8101*	-0,2192*	-0,0364	1,000

*** $p < 0,001$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Fonte: resultados da pesquisa

A partir da matriz de correlações de estrutura de propriedade e controle foi possível observar que a correlação entre o percentual de controle em posse do controlador e a diferença entre direito de controle e direito de fluxo de caixa são baixas e não são estatisticamente significativas. As demais variáveis também apresentaram, de modo geral, baixos valores de correlação, o que indica que, na ACP, a extração de fatores gerará um maior número de fatores. Contudo, isto não é limitante à análise fatorial, sendo necessário, portanto, identificar a adequação global do modelo.

A adequação da análise fatorial está representada no Quadro 7, no qual apresenta-se o resultado do teste de esfericidade de Bartlett. A estatística $\chi^2_{Bartlett}$ aponta que, para 10 graus de liberdade, o resultado foi significativo, a 1% e, logo, é possível realizar a ACP nesta dimensão.

Quadro 7. Teste de esfericidade de Bartlett (estrutura de propriedade e controle)

Determinante da matriz de correlação: 0,026	
Teste de esfericidade de Bartlett	
Chi-quadrado =	2944,583
Graus de liberdade =	6
P-valor =	0,000
H_0 =	variáveis não são intercorrelacionadas

Fonte: resultados da pesquisa

Validada a possibilidade de realização da análise fatorial, os autovalores, os autovetores e as cargas fatoriais das variáveis da dimensão foram calculados. Na Tabela 2 apresentam-se os resultados dos autovalores, das cargas fatoriais das variáveis e dos dois fatores gerados a partir das quatro variáveis originais. A extração dos fatores considerou o critério de Kaiser. Com os resultados, analisou-se o percentual de variância compartilhada na formação dos fatores (coluna cumulativo) e avaliou-se a *uniqueness* (1 – comunalidade), pois esta coluna representa o percentual de variância perdida, por cada variável, quando da associação das variáveis em fatores.

Tabela 2. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão estrutura de propriedade e controle

Componente	Autovalor	Proporção	Cumulativo
1	2,08895	0,5222	0,5222
2	1,03394	0,2585	0,7807
3	0,86304	0,2158	0,9965
4	0,01408	0,0035	1,0000
Variável	Cargas fatoriais dos fatores		
	1	2	Uniqueness
ON_CONT	0,9726	-0,0004	0,0541
ON_INST	-0,4823	-0,5929	0,7646
DIREITO_CONTROLE	0,5147	0,8406	0,0286
TOT_CONT	0,8035	-0,5697	0,0299

Fonte: resultados da pesquisa

Para esta dimensão, considerando o critério de Kaiser na extração dos fatores, foi constatado que aproximadamente 22% da variância dos dados que compõem a dimensão foram perdidos, como apresentado na coluna “cumulativo”, referente ao componente 2

(0,7832). Das quatro variáveis da dimensão apenas uma, ON_INST, perdeu mais de 70% de sua variância (*uniqueness* = 0,7646) no processo de formação dos fatores. Contudo, optou-se por manter o critério de Kaiser, uma vez que os dois fatores gerados acumulam, aproximadamente, 78% da variância. Em seguida, foi realizada a rotação das cargas fatoriais, apresentada na Tabela 3. O objetivo foi a redistribuição das cargas fatoriais para aqueles fatores que apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais.

Tabela 3. Cargas fatoriais rotacionadas (estrutura de propriedade e controle)

Fator	Variância	Proporção		Cumulativo
1	1,88238	0,4706		0,4706
2	1,24051	0,3101		0,7807
Variáveis		Fator 1	Fator 2	Uniqueness
ON_CONT		0,8723	0,4300	0,0541
ON_INST		-0,4091	-0,2609	0,7646
DIREITO_CONTROLE		0,0896	0,9815	0,0286
TOT_CONT		0,9726	-0,1554	0,0299

Fonte: resultados da pesquisa

A rotação dos fatores modificou as cargas fatoriais e a proporção de variância contabilizada por cada fator (coluna proporção), como pode ser observado se comparadas as Tabelas 2 e 3. Todavia, a rotação dos fatores não alterou os resultados do cumulativo da variância compartilhada (se manteve em 78,07%) e a perda de variância de cada uma das variáveis (*uniqueness*) que também se manteve. Assim, os fatores extraídos na ACP foram formados pela multiplicação dos *scores* fatoriais pelas variáveis originais padronizadas, assim como apresentado na equação 9. Os *scores* fatoriais padronizados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4. *Scores* fatoriais padronizados (estrutura de propriedade e controle)

Variáveis	Fator 1	Fator 2
ON_CONT	0,41769	0,20567
ON_INST	-0,18441	-0,14808
DIREITO_CONTROLE	-0,13789	0,83807
TOT_CONT	0,58874	-0,32395

Fonte: resultados da pesquisa

A classificação das empresas em relação a esta dimensão foi calculada tomando como base a proporção que cada fator representa na ACP (Tabela 3), conforme apresentado na equação 16 e representada pela expressão

$$\text{RankingEPC} = 0,4706f_1 + 0,3101f_2 \quad (30)$$

Baseado na equação 30 foi possível conhecer a participação de cada uma das variáveis na formação do Índice de Estrutura de Propriedade e Controle (Índice EPC), conforme apresentado na equação 31

Índice de EPC

$$= 0,194571zDIREITO_CONTROLE + 0,260343zON_CONT - 0,132703zON_INST + 0,176604zTOT_CONT \quad (31)$$

Para compreender o percentual de participação de cada uma das variáveis na formação do índice de EPC, optou-se por normalizar a equação e o procedimento utilizado foi somar os coeficientes de cada variável. O resultado foi dividido por 100 e o valor obtido nesse procedimento foi utilizado para multiplicar os dois lados da equação. Com esse procedimento, os coeficientes das variáveis passaram a representar o peso de cada uma das variáveis na composição do índice, contudo, em valores percentuais. Os pesos da equação normalizada são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5. Equações dos fatores normalizadas - índice EPC

<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
DIREITO_CONTROLE	25,46%	+
ON_CONT	30,07%	+
ON_INST	17,36%	-
TOT_CONT	23,11%	+

Fonte: resultados da pesquisa

Percebe-se que a variável que melhor representa a dimensão de estrutura de propriedade e controle é a que representa o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, com 30,07% de participação, seguida da diferença entre direito de controle e direito de fluxo de caixa, com 25,46%, e percentual total de ações em posse do controlador com 23,11%. Estas três variáveis contribuem positivamente para a formação do índice. Já a variável percentual de ações em posse de acionistas institucionais apresenta 17,36% na formação do índice, todavia seu sinal negativo. Esperava-se que a presença de investidores institucionais contribuísse positivamente para a estrutura de propriedade e controle e fortalecesse os mecanismos de governança das empresas, afinal, Silveira (2004) aponta que a presença de investidores institucionais pode contribuir para a cobrança de melhores mecanismos de governança das empresas. Ao analisar a variável, verificou-se que apenas 13 empresas apresentam mais de 50% das ações em posse de investidores institucionais.

Situação contrária foi a apresentada pela variável de maior peso no ranking, ON_CON, pois, os acionistas controladores das empresas tendem a buscar que seus interesses sejam alcançados. Desta forma, os acionistas minoritários poderiam ser prejudicados dependendo dos interesses dos controladores. Mesmo que a concentração de propriedade seja uma peculiaridade do mercado acionário brasileiro, a mesma é vista como uma das justificativas da existência dos mecanismos de governança e ao mesmo tempo nociva aos princípios de governança, posto que estes sugerem a igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Com estes resultados foi elaborado um ranking relacionado a esta dimensão, isto é, uma classificação das empresas em relação à sua estrutura de propriedade e controle. Com ela foi possível verificar quais empresas apresentaram melhores resultados em relação à estrutura de propriedade e controle. Os índices de cada ano são apresentados a seguir, todavia, optou-se por listar as 10 primeiras empresas e as cinco últimas. Por uma questão de melhor apresentação no texto, são apresentadas as primeiras. A listagem completa do índice da dimensão desta estrutura pode ser encontrada no APÊNDICE E (valores), assim como a posição de cada empresa no índice no APÊNDICE K.

Quadro 8. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2010

<i>2010</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	1°
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	2°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	3°
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Braskem	Indústria química	5°
Suzano Papel	Indústria de papel	6°
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	7°
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	8°
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	9°
Oi	Telecomunicações	10°
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	112°
BRF	Indústria de alimentos	113°
Dasa	Serviços ambulatoriais de saúde	114°
Valid	Impressão e atividades auxiliares	115°
Paranapanema	Indústria de produtos de metal	116°

Fonte: resultados da pesquisa

O primeiro ano do índice de estrutura de estrutura de propriedade e controle, Quadro 8, apresenta empresas de setores diversos. Empresa Ferbasa, classificada em primeiro lugar, apresenta-se sempre entre as primeiras classificações em relação à estrutura de

propriedade e controle. Manteve-se em primeiro lugar nos três primeiros anos e passando para terceiro e segundo lugares nos próximos anos como pode ser observado nos próximos anos.

Já em relação às empresas que se encontravam nos últimos lugares, a Paranapanema apareceu em último lugar no ranking, nos sete anos cobertos pela pesquisa. As demais empresas variaram de posição ou, até mesmo, melhoraram sua classificação ao longo dos anos.

Quadro 9. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2011

<i>2011</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	1°
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	2°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	3°
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Braskem	Indústria química	5°
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	6°
Telef Brasil	Telecomunicações	7°
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	8°
Suzano Papel	Indústria de papel	9°
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Valid	Impressão e atividades auxiliares	112°
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	113°
Csu Cardsyst	Serviços de apoio a empresas	114°
BRF	Indústria de alimentos	115°
Paranapanema	Indústria de produtos de metal	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 9 apresenta-se o índice do ano de 2011. A empresa Telef Brasil melhorou sua classificação no índice, figurando entre as primeiras classificadas e sua participação nas primeiras posições permaneceu nos demais anos do estudo. Destaca-se que a empresa Oi saiu dos primeiros lugares (ano 2010) e não voltou a participar mais, e, a partir do ano de 2014, sua posição piorou consideravelmente, passando a ser listada em 96° lugar e piorando nos anos seguintes. Naquele ano, 2011, entre as últimas classificadas, duas novas empresas apareceram, Csu Cardsyst e Embraer. Ressalta-se que estas empresas não figuravam entre as mais bem classificadas anteriormente, contudo, ainda pioraram sua classificação nesse ano, tendo 2011 sido o único ano que a Csu Cardsyst ficou entre as cinco últimas.

No Quadro 10 apresenta-se o índice do ano de 2012, no qual foi possível observar que a maioria das empresas manteve sua posição no índice. A empresa Comgás apareceu pela primeira vez entre as mais bem classificadas e se manteve nos anos seguintes. Já a empresa Braskem deixou os primeiros lugares, caindo para a 54ª posição no índice naquele ano. A Estácio Part. apareceu entre as últimas classificadas, fato este que se repetiu no ano seguinte, 2013, apesar da melhora em sua classificação.

Quadro 10. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2012

2012		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	1º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	2º
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	3º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Suzano Papel	Indústria de papel	5º
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Telef Brasil	Telecomunicações	7º
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	8º
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Valid	Impressão e atividades auxiliares	112º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	113º
BRF	Indústria de alimentos	114º
Estácio Part	Educação	115º
Parapanema	Indústria de produtos de metal	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 11. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2013

2013		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	2º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	3º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Suzano Papel	Indústria de papel	5º
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Telef Brasil	Telecomunicações	7º
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	8º
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Dasa	Serviços ambulatoriais de saúde	112º
Estácio Part	Educação	113º
BRF	Indústria de alimentos	114º
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	115º
Parapanema	Indústria de produtos de metal	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 11 é apresentado o índice do ano de 2013, que mostra que as dez primeiras classificadas no ano de 2012 se mantiveram em 2013. Entre as últimas classificadas, Le Lis Blanc e Dasa, que estavam nestas classificações em 2010, voltaram a aparecer entre as últimas empresas do índice. As empresas que saíram foram Valid e Embraer, que melhoraram suas posições e não voltaram mais às piores classificações nos anos seguintes.

Quadro 12. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2014

2014		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	2º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	3º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Suzano Papel	Indústria de papel	5º
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Telef Brasil	Telecomunicações	7º
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	8º
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Log-in	Atividades auxiliares ao transporte	112º
BRF	Indústria de alimentos	113º
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	114º
Paranapanema	Indústria de produtos de metal	115º
Equatorial	Empresa de eletricidade, gás e água E	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 13. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2015

2015		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	2º
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	3º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Suzano Papel	Indústria de papel	5º
Telef Brasil	Telecomunicações	6º
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	7º
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	8º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Gerdau Met	Siderurgia e indústria básica de outros metais	10º
Cia Hering	Indústria de roupas	112º
Estácio Part	Educação	113º
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	114º
Paranapanema	Indústria de produtos de metal	115º
Eneva	Empresa de eletricidade, gás e água	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 12 apresenta-se o índice do ano de 2014. Assim como nos anos anteriores, 2012 e 2013, no ano de 2014, as mesmas empresas apareceram entre as primeiras classificações e assim se mantiveram até o ano de 2015. As empresas Log-in e Equatorial pioraram sua classificação e apareceram, respectivamente, em 112º e 116º lugar no ranking.

No Quadro 13 apresenta-se o índice do ano de 2015. As empresas Cia Hering e Eneva figuraram, pela primeira vez, entre as piores classificadas e a Estácio Part., que havia melhorado a sua posição, voltou a cair na classificação.

Quadro 14. Índice da dimensão estrutura de propriedade e controle, ano 2016

<i>2016</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	2º
Suzano Papel	Indústria de papel	3º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	5º
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	7º
Telef Brasil	Telecomunicações	8º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Gerdau	Siderurgia e indústria básica de outros metais	10º
Cia Hering	Indústria de roupas	112º
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	113º
Estácio Part	Educação	114º
Paranapanema	Indústria de produtos de metal	115º
Eneva	Empresa de eletricidade, gás e água	116º

Fonte: resultados da pesquisa

O índice do ano de 2016 é apresentado no Quadro 14. Naquele ano, as empresas Eletropaulo e Santos Brp, que vinham ocupando dos primeiros lugares desde 2010, pioraram sua classificação e saíram desta lista, continuando entre as cinquenta empresas mais bem classificadas, porém, em piores colocações, aparecendo em 13º e 35º lugar, respectivamente. Nas últimas classificações, as empresas se mantiveram nos anos de 2015 e 2016.

É importante ressaltar que como o índice é formado por uma equação e o valor final do índice dependerá do valor que cada variável apresenta na equação. Isso posto, pode-se afirmar que o fato da variável de maior peso no índice ser o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, não será garantia de que a empresa com maior valor nesta

variável será a primeira do ranking, uma vez que depende da multiplicação das demais variáveis padronizadas pela razão de seus autovalores e autovetores.

5.2 Índice de divulgação e transparência das informações

A dimensão divulgação e transparência das informações é composta por seis variáveis, publicação e relatórios financeiros no prazo, reapresentação de documentos, divulgação detalhada dos resultados financeiros e operacionais, divulgação da participação acionária dos membros executivos da equipe de gestão, divulgação do número de ações detidas pelos diretores e se a empresa contrata firmas de auditoria.

A análise dos componentes principais foi utilizada para ranquear as empresas em relação à divulgação e à transparência das informações e recorreu à análise de componentes principais. A primeira etapa da ACP é a construção da matriz de correlações ρ destas variáveis, apresentada na Tabela 6.

Tabela 6. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão divulgação e transparência das informações

	<i>RELATORIO O_PRAZO</i>	<i>REAPRESE NT_DOCS</i>	<i>DIVULG_R ESULTS</i>	<i>ACOES_ME MDIRET</i>	<i>ACOESCIR C_POSSEDI RET</i>	<i>FIRMA_AU DITORIA</i>
<i>RELATORIO_PRAZO</i>	1,000					
<i>REAPRESENT_DOCS</i>	-0,0042	1,000				
<i>DIVULG_RESULTS</i>	-0,0171	-0,0932*	1,000			
<i>ACOES_MEMDIRET</i>	0,0190	0,0622***	-0,0627**	1,000		
<i>ACOESCIRC_POSSEDI RET</i>	-0,0313	-0,0283	-0,0041	-0,0693**	1,000	
<i>FIRMA_AUDITORIA</i>	0,0366	-0,0726**	0,0359	0,0695**	0,4307*	1,000

*** $p < 0,001$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Fonte: resultados da pesquisa

A partir da matriz de correlações observou-se que a maioria dos valores de correlação é baixa e com poucas correlações estatisticamente significativas. Os baixos valores apresentados indicam que um maior número de fatores será gerado ao se realizar a análise fatorial. Dessa forma, foi realizado o teste de esfericidade de Bartlett (Quadro 15), em que a estatística $\chi^2_{Bartlett}$ aponta que, para 15 graus de liberdade, o resultado foi significativo e, sendo assim, é possível realizar a ACP.

Quadro 15. Teste de esfericidade de Bartlett (divulgação e transparência das informações)

Determinante da matriz de correlação: 0,787	
Teste de esfericidade de Bartlett	
Chi-quadrado =	193,976
Graus de liberdade =	15
P-valor =	0,000
H_0 = variáveis não são intercorrelacionadas	

Fonte: resultados da pesquisa

Uma vez validada a possibilidade de realização da ACP, foram calculados os autovalores, autovetores e cargas fatoriais das variáveis da dimensão. A Tabela 8, apresenta os resultados dos autovalores, cargas fatoriais das variáveis e os três fatores gerados a partir das seis variáveis originais gerados pelo critério de Kaiser.

Tabela 7. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão estrutura de propriedade e controle

Componente	Autovalor	Proporção	Cumulativo	
1	1,46036	0,2434	0,2434	
2	1,14987	0,1916	0,4350	
3	1,00752	0,1679	0,6030	
4	0,92336	0,1539	0,7569	
5	0,89843	0,1497	0,9066	
6	0,56046	0,0934	1,0000	

Variável	Cargas fatoriais dos fatores			
	1	2	3	Uniqueness
RELATORIO_PRAZO	0,01887	0,10941	0,97409	0,03882
REAPRESENT_DOCS	-0,16537	0,63513	-0,19385	0,53169
DIVULG_RESULTS	0,06084	-0,64778	0,01109	0,57656
ACOES_MEMDIRET	0,22062	0,55804	0,05651	0,63673
ACOESCIRC_POSSEDIRET	0,82062	0,05192	-0,12477	0,30194
FIRMA_AUDITORIA	0,83695	-0,02814	0,04695	0,29652

Fonte: resultados da pesquisa

Considerando o critério de Kaiser, nenhuma das variáveis apresentou perda de mais de 80% da variância (*uniqueness*). Com os três fatores gerados, cerca de 40% da variância dos dados que compõem a dimensão foram perdidos, porém, como nenhuma variável apresentou perda de mais de 80% da variância, o critério de Kaiser foi mantido. Em seguida, foi realizada a rotação das cargas fatoriais (Tabela 9), para que elas fossem mais bem distribuídas, isto é, a redistribuição das cargas fatoriais para os fatores que inicialmente apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais.

Tabela 8. Cargas fatoriais rotacionadas (divulgação e transparência das informações)

Fator	Variância	Proporção	Cumulativo	
1	1,45944	0,2432	0,2432	
2	1,14890	0,1915	0,4347	
3	1,00942	0,1682	0,6030	
Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Uniqueness
RELATORIO_PRAZO	-0,0185	0,0190	0,9800	0,0388
REAPRESENT_DOCS	-0,1425	0,6544	-0,1403	0,5317
DIVULG_RESULTS	0,0453	-0,6475	-0,0467	0,5766
ACOES_MEMDIRET	0,2310	0,5444	0,1165	0,6367
ACOESCIRC_POSSDIRET	0,8299	0,0410	-0,0875	0,3019
FIRMA_AUDITORIA	0,8335	-0,0548	0,0764	0,2965

Fonte: resultados da pesquisa

A rotação dos fatores modifica apenas o valor das cargas fatoriais e a proporção de variância contabilizada por cada fator. Por esse motivo, o percentual de variância compartilhada permanece o mesmo de antes da rotação dos fatores, em 60,3%. Os fatores foram formados pela multiplicação dos *scores* fatoriais de cada variável (Tabela 10) por suas variáveis originais padronizadas, assim como apresentado na equação 9.

Tabela 9. *Scores* fatoriais padronizados (divulgação e transparência das informações)

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3
RELATORIO_PRAZO	-0,0244	0,00566	0,97125
REAPRESENT_DOCS	-0,09244	0,57051	-0,14457
DIVULG_RESULTS	0,02811	-0,56290	-0,14457
ACOES_MEMDIRET	0,15986	0,47388	0,10664
ACOESCIRC_POSSDIRET	0,57008	0,04115	-0,09723
FIRMA_AUDITORIA	0,57000	-0,04403	0,06622

Fonte: resultados da pesquisa

A equação para a formação do ranking das empresas em relação a qualidade desta dimensão, foi formada utilizando a proporção de contribuição de cada fator (Tabela 9), conforme apresentado na equação 16, sendo assim apresentada pela equação 32:

$$\text{RankingDTI} = 0,2432f_1 + 0,1915f_2 + 0,1682f_3 \quad (32)$$

Cada um dos três fatores é composto pelas variáveis originais e, assim, foi possível conhecer a participação de cada uma das variáveis originais na formação do índice de qualidade da dimensão de divulgação e transparência das informações (Índice de DTI), como na equação a seguir.

Índice de DTI

$$\begin{aligned}
&= 0,147563zACOES_MEMDIRET \\
&+ 0,13017zACOESCIRC_POSSEDIRET \\
&- 0,107635zDIVULG_RESULTS + 0,14133zFIRMA_AUDITORIA \\
&+ 0,0624546zREAPRESENT_DOCS \\
&+ 0,158504zRELATORIO_PRAZO
\end{aligned}
\tag{33}$$

Para compreender a contribuição de cada uma das variáveis na construção do índice, normalizou-se a equação. O procedimento utilizado foi somar os coeficientes de cada variável, o resultado foi dividido por 100 e o valor obtido nesse procedimento foi utilizado para multiplicar os dois lados da equação. Com este procedimento, os valores percentuais de cada variável foram obtidos, conforme Tabela 10.

Tabela 10. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice DTI

<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
ACOES_MEMDIRET	19,74%	+
ACOESCIRC_POSSEDIRET	17,41%	+
DIVULG_RESULTS	14,4%	-
FIRMA_AUDITORIA	18,9%	+
REAPRESENT_DOCS	8,35%	+
RELATORIO_PRAZO	21,2%	+

Fonte: resultados da pesquisa

Para esta dimensão, a variável de maior peso no índice foi a variável que representa a publicação dos relatórios financeiros no prazo (RELATORIO_PRAZO) com 21,2%, seguida da divulgação do percentual de ações em posse dos executivos da equipe de gestão (ACOES_MEMDIRET) com 19,74% e da contratação de firmas de auditoria (FIRMA_AUDITORIA) com 18,9%. Essas três variáveis representam mais de 50% do peso da composição da dimensão, sendo que, duas delas tratam da divulgação de informações, especificamente a publicação dos relatórios financeiros no prazo garante que os acionistas da empresa terão acesso às informações referente a criação e/ou destruição de valor da empresa. A contratação de firmas de auditoria garante a lisura dos processos e das informações apresentadas ao mercado, o que favorece as boas práticas de gestão da empresa, isto é, sua governança.

Todavia, a variável que representa a divulgação de relatórios financeiros no prazo (DIVULG_RESULTS) apesar de ter um peso menor na composição desta dimensão, seu sinal é negativo. Acredita-se que como a grande maioria das empresas divulgam seus

relatórios financeiros dentro dos prazos estabelecidos, a não divulgação penaliza mais as empresas.

Isso posto, a partir da equação 33, foi possível ranquear as empresas em relação à sua divulgação e transparência das informações. Os índices, anuais, classificam as 116 empresas da amostra. Para melhor apresentação no texto, nos quadros de cada ano apresentam-se as dez primeiras empresas do índice e as cinco últimas classificadas (o ranking completo de cada ano, valores obtidos, por ser consultado no APÊNDICE F e a classificação de cada empresa no APÊNDICE L).

Quadro 16. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2010

<i>2010</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	1°
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	2°
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	3°
Hypermarcas	Outras indústrias	4°
Tecnisa	Construção de edifícios	5°
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	6°
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	7°
Energias BR	Empresa de eletricidade, gás e água	8°
Sabesp	Empresa de eletricidade, gás e água	9°
Lojas Marisa	Loja de roupas e acessórios de vestir	10°
Terra Santa	Outras indústrias	112°
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte	113°
Unipar	Indústria química	114°
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	115°
Wilson Sons	Atividades auxiliares ao transporte	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 16 apresentam-se as empresas do índice desta dimensão para o ano de 2010. Dentre as dez primeiras classificadas, Eternit, Cosan e Natura são as únicas que apareceram entre as primeiras classificações, nos sete anos da pesquisa. A Hypermarcas figura/u nas primeiras colocações em seis anos e somente em 2013 ela caiu de posições, mas se manteve próxima às 10 primeiras da lista. A Lojas Marisa também oscilou de posições ao longo dos anos, ficando entre as primeiras classificadas somente nos anos de 2010, 2012 e 2014. Em relação às últimas classificadas, várias empresas obtiveram valores no índice muito próximos. Todavia, a Tegma, nos sete anos da pesquisa, situou-se entre as últimas classificadas.

No Quadro 17 apresenta-se o índice do ano de 2011. Em relação ao ano anterior, cinco empresas surgiram entre as dez primeiras classificadas, Iochp-Maxion, Positivo Tec, Odontoprev, Cia Hering e Mills. Dentre estas cinco, com exceção da Iochp-Maxion, que se manteve no ano de 2012, contudo, em 5º lugar, as demais não voltaram a estar entre as 10 primeiras nos índices dos anos seguintes. E, assim como aconteceu em 2010, as empresas apresentaram valores muito próximos no índice, tendo a Tegma, como já mencionado, sido a única que se manteve na mesma classificação.

Quadro 17. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2011

2011		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	1º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	2º
Hypermarcas	Outras indústrias	3º
Iochp-Maxion	Indústria de equipamentos de transporte	4º
Positivo Tec	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	5º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	6º
Odontoprev	Serviços ambulatoriais de saúde	7º
Cia Hering	Indústria de roupas	8º
Mills	Serviços profissionais, científicos e técnicos	9º
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	10º
Rodobensimob	Construção de edifícios	112º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	113º
Springs	Indústria de roupas	114º
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	115º
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 18. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2012

2012		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	1º
Hypermarcas	Outras indústrias	2º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	3º
Rossi Resid	Construção de edifícios	4º
Iochp-Maxion	Indústria de equipamentos de transporte	5º
Estácio Part	Educação	6º
Cyrela Realt	Construção de edifícios	7º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	8º
Suzano Papel	Indústria de papel	9º
Lojas Marisa	Loja de roupas e acessórios de vestir	10º
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	112º
Saraiva Livr	Indústria editorial	113º
SLC Agrícola	Agricultura	114º
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	115º
Unipar	Indústria química	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Já no Quadro 18 apresenta-se o índice do ano de 2012. Naquele ano, novamente, cinco empresas se alternaram entre as primeiras classificações. Dentre as que deixaram as primeiras colocações, destacam-se a Cia Hering e a Mills, pois elas saíram dos primeiros lugares caindo para a 55ª e a 56ª posição, respectivamente.

Quadro 19. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2013

2013		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	1º
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	2º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	3º
Equatorial	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	5º
Localiza	Serviços de locação e leasing	6º
Cyrela Realt	Construção de edifícios	7º
MRV	Construção de edifícios	8º
Tecnisa	Construção de edifícios	9º
Suzano Papel	Indústria de papel	10º
SLC Agrícola	Agricultura	112º
Springs	Indústria de roupas	113º
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	114º
Terra Santa	Outras indústrias	115º
Ambev S/A	Indústria de bebidas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 20. Índice divulgação e transparência da informação, ano 2014

2014		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	1º
MRV	Construção de edifícios	2º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	3º
Hypermarcas	Outras indústrias	4º
Prumo	Administração de empresas e empreendimentos	5º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	7º
Suzano Papel	Indústria de papel	8º
Lojas Marisa	Loja de roupas e acessórios de vestir	9º
Localiza	Serviços de locação e leasing	10º
SLC Agrícola	Agricultura	112º
Springs	Indústria de roupas	113º
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	114º
Terra Santa	Outras indústrias	115º
Unipar	Indústria química	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 19 observa-se uma parcela do índice do ano de 2013. A empresa Tecnisa voltou às primeiras posições e a Equatorial apareceu entre estas as primeiras colocadas,

porém, em 2013 foi o único ano em que ela apareceu mais bem classificada no índice, tendo, nos anos anteriores, aparecido em classificações próximas a 50ª posição. Outra empresa que apareceu somente no ano de 2013 foi a Ambev, todavia, entre as últimas classificadas. Observando-se o valor do índice da Ambev em todos os anos, ela caiu consideravelmente, pois, nos demais anos, ela apresentou valores entre 7 e 8 no índice e, em 2013, valor menor do que 1.

No Quadro 20 apresentam-se os valores de 2014. Neste ano, dentre as primeiras classificadas, destaca-se a Copel, que apareceu na 6ª posição e foi o único ano em que ela apareceu entre as 10 primeiras empresas. Já em relação às últimas classificadas, a diferença em relação ao ano anterior é a presença da Unipar. Esta empresa voltou a figurar entre as últimas classificadas e a Ambev melhorou a sua classificação.

Quadro 21. Índice divulgação e transparência das informações, ano 2015

<i>2015</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	1º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	2º
Hypermarcas	Outras indústrias	3º
P.Açúcar-Cdb	Loja de mercadorias variadas	4º
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	5º
Suzano Papel	Indústria de papel	6º
Marfrig	Indústria de alimentos	7º
Prumo	Administração de empresas e empreendimentos	8º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	9º
Tecnisa	Construção de edifícios	10º
Springs	Indústria de roupas	112º
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	113º
Tereos	Agricultura	114º
Terra Santa	Outras indústrias	115º
Unipar	Indústria química	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 21 apresenta-se uma parcela do índice no ano de 2015. Entre as primeiras empresas, três apareceram somente neste ano de 2015, Pão de Açúcar, Cemig e Marfrig. Dentre as que deixaram as primeiras colocações, a Copel foi a que mais caiu, passando para 41ª posição. Nas últimas classificações, a alteração foi a empresa Tereos, que surgiu naquele ano e a SLC Agrícola, que melhorou sua classificação.

Quadro 22. Índice divulgação e transparência das informações, ano 2016

<i>2016</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	1º
Hypermarcas	Outras indústrias	2º
JBS	Indústria de alimentos	3º
Tran Paulist	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	5º
Suzano Papel	Indústria de papel	6º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	7º
Tecnisa	Construção de edifícios	8º
Localiza	Serviços de locação e leasing	9º
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	10º
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte	112º
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte	113º
Unipar	Indústria química	114º
Wilson Sons	Atividades auxiliares ao transporte	115º
Braskem	Indústria química	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Por fim, o índice do ano de 2016 está representado no Quadro 22. Naquele ano, duas empresas surgiram entre as primeiras classificadas, Tran Paulist e JBS. Estas empresas apresentaram, no ano de 2016, seus maiores valores no índice, em comparação com os anos anteriores, isto é, 2016 foi o melhor ano para a Tran Paulist, em relação à divulgação e à transparência da informação. Entre as últimas classificadas, a Braskem surgiu em último lugar e com o pior valor nos índices, em comparação aos anos anteriores.

5.3 Índice da composição do conselho de administração

A dimensão composição do conselho de administração é composta por oito variáveis, a saber: percentual do conselho formado por membros independentes; separação das funções de CEO e presidente do conselho; se o presidente do conselho é um conselheiro independente; existência de conselho fiscal permanente; código de ética divulgado publicamente; mudança dos membros do conselho no ano fiscal; existência de comitês e tamanho do conselho de administração.

Para classificar as empresas em relação à melhor estrutura de propriedade e controle, utilizou-se a análise de componentes principais (ACP). A primeira etapa da elaboração da ACP é a elaboração da matriz de correlações ρ desta dimensão, apresentada na Tabela 12.

Tabela 11. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão composição do conselho de administração

	<i>MEMB_IND</i>	<i>CEO_PRES</i>	<i>PRESID_EXEC</i>	<i>CONS_FISCAL</i>	<i>COD_ETICA</i>	<i>MUDANCA_MEMB</i>	<i>COMITE</i>	<i>TAM_CONSELHO</i>
<i>MEMB_IND</i>	1,00							
<i>CEO_PRES</i>	0,0410	1,00						
<i>PRESID_EXEC</i>	0,1922*	0,0574	1,00					
<i>CONS_FISCAL</i>	-0,0994*	0,2086*	0,0233	1,00				
<i>COD_ETICA</i>	-0,0385	0,1394*	0,0683***	0,1091***	1,00			
<i>MUDANCA_MEMB</i>	0,0856**	0,1313*	0,0888**	0,0287	0,1345*	1,00		
<i>COMITE</i>	0,1726*	0,1405*	0,0772**	-0,0910*	0,2015*	0,0947*	1,00	
<i>TAM_CONSELHO</i>	-0,1224*	0,2140*	0,0233	0,2064*	0,3871*	0,1299*	0,2214*	1,00

*** $p < 0,001$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Fonte: resultados da pesquisa

A partir da matriz de correlações da dimensão composição do conselho de administração é possível observar que as variáveis não apresentaram valores elevados de correlação. Estes baixos valores indicam que, no processo de extração de fatores da ACP, um maior número de fatores será extraído. Assim, verificou-se a adequação global da análise fatorial, apresentada no Quadro 23.

Quadro 23. Teste de esfericidade de Bartlett (composição do conselho de administração)

Determinante da matriz de correlação: 0,576	
Teste de esfericidade de Bartlett	
Chi-quadrado =	446,03
Graus de liberdade =	28
<i>P-valor</i> =	0,000
H_0 =	variáveis não são intercorrelacionadas

Fonte: resultados da pesquisa

A estatística $\chi^2_{Bartlett}$ aponta que, para 28 graus de liberdade, o resultado foi significativo, a 1% e, logo, é possível realizar a ACP nesta dimensão. Validada a possibilidade de realização da ACP, os autovalores, os autovetores e as cargas fatoriais das variáveis da dimensão foram calculados. Na Tabela 12 apresentam-se os resultados dos autovalores, cargas fatoriais das variáveis e os dois fatores gerados a partir das oito variáveis originais.

Os três fatores resultantes foram criados considerando o critério de extração de Kaiser (raiz latente) em que se extraem fatores com autovalores a partir de 1,0.

Tabela 12. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão composição do conselho de administração

Componente	Autovalor	Proporção	Cumulativo	
1	1,83834	0,2298	0,2298	
2	1,35647	0,1696	0,3994	
3	1,06055	0,1326	0,5319	
4	0,90402	0,1130	0,6449	
5	0,89207	0,1115	0,7564	
6	0,72287	0,0904	0,8468	
7	0,66010	0,0825	0,9293	
8	0,56559	0,0707	1,0000	

Variável	Cargas fatoriais dos fatores				Uniqueness
	1	2	3		
MEMB_IND	0,03500	0,75758	0,20050		0,38465
CEO_PRES	0,54604	-0,03582	0,36747		0,56552
PRESID_EXEC	0,21623	0,49256	0,42888		0,52669
CONS_FISCAL	0,36535	-0,49704	0,58115		0,31066
COD_ETICA	0,66797	-0,08767	-0,30005		0,45610
MUDANCA_MEMB	0,39798	0,24213	0,14926		0,76071
COMITE	0,47626	0,43342	-0,45299		0,38012
TAM_CONSELHO	0,72617	-0,25759	-0,21478		0,36019

Fonte: resultados da pesquisa

Observando-se os valores da Tabela 12, especificamente da coluna cumulativo, foi possível perceber que, ao formar três fatores, utilizando-se o critério de Kaiser, os três contabilizam apenas 53,19% da variância. Para este trabalho, considerou-se que os fatores extraídos deveriam contabilizar pelo menos 60% da variância. Isto posto, o critério de Kaiser foi extrapolado e foi considerado o próximo autovalor (0,90402). Assim, foi realizada uma nova extração de fatores, tendo como critério autovalores a partir de 0,9. Os resultados desta nova extração mostraram que, agora, são quatro os fatores que irão representar essa dimensão.

Tabela 13. Fatores gerados da dimensão composição do conselho de administração, sem o critério da raiz latente

Variável	Cargas fatoriais dos fatores				Uniqueness
	1	2	3	4	
MEMB_IND	0,03500	0,75758	0,20050	0,10515	0,37360
CEO_PRES	0,54604	-0,03582	0,36747	0,02565	0,56486
PRESID_EXEC	0,21623	0,49256	0,42888	0,29931	0,43711
CONS_FISCAL	0,36535	-0,49704	0,58115	0,16215	0,28437
COD_ETICA	0,66797	-0,08767	-0,30005	0,07062	0,45111
MUDANCA_MEMB	0,39798	0,24213	0,14926	-0,85314	0,03286
COMITE	0,47626	0,43342	-0,45299	0,19223	0,34317
TAM_CONSELHO	0,72617	-0,25759	-0,21478	0,08147	0,35356

Fonte: resultados da pesquisa

A partir dos resultados apresentados na Tabela 13, observa-se que a perda de variância A partir dos resultados apresentados na Tabela 13, observa-se que a perda de variância das variáveis foi reduzida com a criação de um novo fator, como no caso da variável MUDANCA_MEMB que, com três fatores, perdia cerca de 76% de variância e, com o quarto fator, passou a perder apenas 3% da variância (comparação da coluna *uniqueness* das Tabelas 12 e 13). Após esse procedimento, foi realizada a rotação das cargas fatoriais, apresentada na Tabela 14, cujo objetivo foi a redistribuição das cargas fatoriais para aqueles fatores que apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais.

Tabela 14. Cargas fatoriais rotacionadas (composição do conselho de administração)

Fator	Variância	Proporção		Cumulativo	
1	1,57914	0,1974		0,1974	
2	1,28387	0,1605		0,3579	
3	1,28103	0,1601		0,5180	
4	1,01533	0,1269		0,6449	
Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Uniqueness
MEMB_IND	-0,0460	-0,1688	0,7638	0,1111	0,3736
CEO_PRES	0,2551	0,5441	0,1979	0,1878	0,5649
PRESID_EXEC	0,0128	0,2368	0,7108	-0,0378	0,4371
CONS_FISCAL	0,0108	0,8404	-0,0768	-0,0580	0,2844
COD_ETICA	0,7217	0,1354	-0,0629	0,0754	0,4511
MUDANCA_MEMB	0,0870	0,0483	0,0540	0,9769	0,0329
COMITE	0,6787	-0,2880	0,3366	-0,0004	0,3432
TAM_CONSELHO	0,7229	0,3057	-0,1647	-0,0576	0,3536

Fonte: resultados da pesquisa

Com a rotação dos fatores, os resultados dos autovalores de cada fator são modificados, contudo, o percentual de variância compartilhada, por todas as variáveis, para a formação dos quatro fatores, se mantém em 64,49% (observando-se o valor do componente 4, na coluna cumulativo da Tabela 14). Dessa forma, os fatores extraídos foram formados pela multiplicação dos *scores* fatoriais pelas variáveis originais padronizadas, assim como apresentado na equação 9. Os *scores* fatoriais são apresentados na Tabela 15.

Tabela 15. *Scores* fatoriais padronizados da dimensão composição do conselho de administração

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4
MEMB_IND	-0,05420	-0,09085	0,58977	0,05021
CEO_PRES	0,06263	0,41025	0,16102	0,10784
PRESID_EXEC	-0,05112	0,23814	0,5855	-0,12904
CONS_FISCAL	-0,10279	0,68523	-0,00383	-0,10184
COD_ETICA	0,46427	-0,00116	-0,08089	-0,01626
MUDANCA_MEMB	-0,07588	-0,02604	-0,06019	0,98949
COMITE	0,48847	-0,31264	0,22175	-0,10651
TAM_CONSELHO	0,44722	0,13283	-0,14977	-0,03391

Fonte: resultados da pesquisa

A equação para a formação do ranking das empresas em relação à qualidade desta dimensão é formada utilizando-se a proporção de contribuição de cada fator (Tabela 14), multiplicada pelo respectivo fator (como apresentada na equação 16), sendo assim escrita

$$\text{RankingCCA} = 0,1974f1 + 0,1605f2 + 0,1601f3 + 0,1269f4 \quad (34)$$

Cada um dos quatro fatores foi formado a partir das variáveis originais e, assim, foi possível conhecer a participação de cada uma das variáveis originais na composição do índice de qualidade desta dimensão (Índice de CA), como apresentado na equação 34

$$\begin{aligned} \text{Índice de CCA} &= 0,117672z\text{CEO_PRES} + 0,0764468z\text{COD_ETICA} \quad (35) \\ &+ 0,0682313z\text{COMITE} + 0,076152z\text{CONS_FISCAL} \\ &+ 0,0755133z\text{MEMB_IND} + 0,0967717z\text{MUDANCA_MEMB} \\ &+ 0,105502z\text{PRESID_EXEC} + 0,0813191z\text{TAM_CONSELHO} \end{aligned}$$

Para compreender a contribuição de cada uma das variáveis na construção do índice, a equação que representa o índice foi normalizada. O procedimento utilizado foi somar os coeficientes de cada variável, o resultado foi dividido por 100 e o valor obtido nesse procedimento foi utilizado para multiplicar os dois lados da equação. Por consequência, foi possível obter a participação percentual de cada uma delas na formação do índice (Tabela 16).

Tabela 16. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice CA

<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
CEO_PRES	16,87%	+
COD_ETICA	10,96%	+
COMITE	9,78%	+
CONS_FISCAL	10,92%	+
MEMB_IND	10,82%	+
MUDANCA_MEMB	13,87%	+
PRESID_EXEC	15,12%	+
TAM_CONSELHO	11,65%	+

Fonte: resultados da pesquisa

Analisando o peso das variáveis nesta dimensão, percebe-se que os valores estão bem distribuídos. A variável com maior peso, 16,87%, é a separação entre as funções de CEO e presidente do conselho, seguida da variável que representa se o presidente do conselho é um membro independente, isto é, não é um executivo da empresa, com 15,12%. Como o conselho de administração das empresas é um fator fundamental para a implementação das medidas de governança, a garantia de que estes trabalhem de forma isenta.

Neste íterim, a partir da equação 32 foi possível ranquear as empresas em relação a esta dimensão, isto é, um índice das empresas em relação à composição do conselho de administração. Para o índice, optou-se por apresentar no corpo do texto somente as 10 primeiras empresas do índice, acompanhadas das cinco últimas classificações, ano a ano. O índice completo, valores, de cada ano da dimensão composição do conselho de administração, está no APÊNDICE G. A classificação de cada empresa da amostra, para esta dimensão, pode ser consultada no APÊNDICE M.

Quadro 24. Índice composição do conselho de administração, ano 2010

<i>2010</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Gafisa	Construção de edifícios	1°
Estácio Part	Educação	2°
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	3°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	5°
Tim Part S/A	Telecomunicações	6°
Telef Brasil	Telecomunicações	7°
Light S/A	Empresa de eletricidade, gás e água	8°
Petrobras	Extração de petróleo e gás	9°
Suzano Papel	Indústria de papel	10°
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	112°
Ambev S/A	Indústria de bebidas	113°
Guararapes	Indústria de roupas	114°
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	115°
Direcional	Construção de edifícios	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 24 apresenta-se a o índice da dimensão no ano de 2010. Dentre os índices já apresentados nas subseções anteriores, esta dimensão foi a que mais apresentou alterações nas empresas que figuraram nas primeiras colocações, ano a ano. A empresa Estácio Part. foi, nesta dimensão, a única frequente nos sete anos da pesquisa. Eternit e Cemig também apresentaram boas classificações na maioria dos anos. De igual modo, entre as que apresentam piores classificações, há uma grande rotatividade, sendo possível destacar uma empresa, a Guararapes, que, a partir de 2012, passou a figurar nesta lista. Das cinco empresas que ficaram nos últimos lugares, todas melhoraram sua classificação no índice com o passar dos anos.

Quadro 25. Índice composição do conselho de administração, ano 2011

<i>2011</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
BRF	Indústria de alimentos	1º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	2º
Estácio Part	Educação	3º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	4º
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	5º
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	7º
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	8º
Petrobras	Extração de petróleo e gás	9º
Sabesp	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Cyrela Realt	Construção de edifícios	112º
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	113º
Ambev S/A	Indústria de bebidas	114º
Lojas Marisa	Loja de roupas e acessórios de vestir	115º
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 25 apresenta-se o índice do ano de 2011, com o qual foi possível observar que quatro das empresas mais bem classificadas no ano anterior se mantiveram bem classificadas em 2011. A BRF apareceu pela primeira vez nas melhores posições do ranking e se manteve por cinco anos, isto é, até o ano de 2015. Já dentre as piores colocações, Cyrela Realt e Lojas Marisa passaram a aparecer, contudo, este foi o único ano em que apareceram mal classificadas, ou seja, as empresas melhoraram com o passar dos anos.

Quadro 26. Índice composição do conselho de administração, ano 2012

<i>2012</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	1º
Estácio Part	Educação	2º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	3º
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	4º
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	5º
BRF	Indústria de alimentos	6º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	7º
Oi	Telecomunicações	8º
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	9º
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	112º
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	113º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	114º
Helbor	Construção de edifícios	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No ano de 2012, entre as empresas que apresentaram melhor composição do conselho de administração (Quadro 26), duas apareceram somente em 2012 como mais bem classificadas, Oi e Comgás. Estas empresas pioraram sua classificação com o passar dos anos. Entre as piores, a Profarma foi a única empresa que se manteve em relação ao ano anterior e foi o primeiro em ano que a Guararapes apareceu.

Quadro 27. Índice composição do conselho de administração, ano 2013

2013		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	1°
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	2°
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	3°
Estácio Part	Educação	4°
Petrorio	Extração de petróleo e gás	5°
Positivo Tec	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	6°
Multiplus	Serviços de apoio a empresas	7°
Arteris	Atividades auxiliares ao transporte	8°
Prumo	Administração de empresas e empreendimentos	9°
BRF	Indústria de alimentos	10°
JHSF Part	Construção civil	112°
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais	113°
M.Diasbranco	Indústria de alimentos	114°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	115°
Guararapes	Indústria de roupas	116°

Fonte: resultados da pesquisa

Para 2013, o índice é apresentado no Quadro 27. As empresas Petrorio, Positivo Tec, Multiplus, Arteris e Prumo surgiram somente neste ano entre as 10 melhores. A Copel que, em 2012, havia piorado sua classificação, voltou, em 2013, como primeira classificada. As empresas que se apresentaram em 112°, 113° e 114° lugar no ranking são as que ocuparam essas posições somente em 2013, depois melhoraram. Ressalta-se que, diferente da dimensão de divulgação e transparência da informação, aqui, os valores obtidos pelas empresas não são muito próximos, sendo possível observar uma melhora e/ou piora considerável de um ano para o outro.

Em 2014, o destaque do ranking (Quadro 28) pode ser atribuído à empresa Profarma, pois, nos anos anteriores, ela esteve entre as últimas classificadas e, neste ano, subiu para o 6° lugar no ranking. Foi o melhor ano da empresa para esta dimensão e o único ano em que teve como presidente do conselho um conselheiro independente. Esta foi a variável de maior peso na formação do índice.

Quadro 28. Índice composição do conselho de administração, ano 2014

2014		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	1°
Estácio Part	Educação	2°
Log-in	Atividades auxiliares ao transporte	3°
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Csu Cardsyst	Serviços de apoio a empresas	5°
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	6°
Rumo S.A.	Transporte ferroviário	7°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	8°
BRF	Indústria de alimentos	9°
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	10°
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	112°
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	113°
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	114°
Helbor	Construção de edifícios	115°
Guararapes	Indústria de roupas	116°

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 29. Índice composição do conselho de administração, ano 2015

2015		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Estácio Part	Educação	1°
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	2°
Telef Brasil	Telecomunicações	3°
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	4°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
Petrobrás	Extração de petróleo e gás	6°
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	7°
BRF	Indústria de alimentos	8°
Usiminas	Siderurgia e indústria básica de outros metais	9°
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Alpargatas	Indústria de artigos de couro e afins	112°
Paranapanema	Indústria de produtos de metal	113°
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	114°
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	115°
Guararapes	Indústria de roupas	116°

Fonte: resultados da pesquisa

Em 2015, o índice da composição do conselho de administração (Quadro 29) só apresentou a Usiminas como a única empresa que ainda não havia figurado entre as primeiras classificadas nos anos anteriores. Contudo, este foi o único ano da empresa entre as melhores classificações. Já as demais empresas que estavam entre as 10 primeiras no ano anterior, neste ano pioraram sua classificação, ficando abaixo das 70 colocadas. O

destaque foi a Cosan Ltd. que, em 2014, estava na 112ª colocação e, em 2015, subiu para a 70ª.

Quadro 30. Índice composição do conselho de administração, ano 2016

<i>2016</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Estácio Part	Educação	1º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	2º
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	3º
Telef Brasil	Telecomunicações	4º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	5º
Klabin S/A	Indústria de papel	6º
Braskem	Indústria química	7º
Hypermarcas	Outras indústrias	8º
Light S/A	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Positivo Tec	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	112º
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	113º
Helbor	Construção de edifícios	114º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No último ano, 2016, como se observa no Quadro 30, quatro empresas surgiram entre as mais bem classificadas, Le Lis Blanc, Klabin, Braskem e Hypermarcas. A empresa que mais caiu de posição do ano anterior foi a Lojas Renner, que passou para 49º lugar. Entre as últimas classificadas, a Positivo, que figurou entre as primeiras no ano de 2013, apareceu em 112º lugar, contrastando com a Alpargatas, que melhorou de 2015 para 2016.

5.4 Índice de incentivo aos administradores/agentes

A dimensão incentivo aos administradores/agentes é composta por seis variáveis, sendo elas existência de programa de participação nos lucros; plano de opção de compra de ações; possui comissão de remuneração; remuneração baseada no desempenho; valor anual da remuneração em dinheiro e remuneração baseada em ações.

Para classificar as empresas em relação ao melhor incentivo aos administradores/gestores, utilizou-se a análise de componentes principais, cuja primeira etapa da elaboração compreende a elaboração da matriz de correlações ρ desta dimensão, apresentada na Tabela 17.

Tabela 17. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão incentivo aos administrados/agentes

	<i>PROG_P RTLUCRO S</i>	<i>COMPRA _ACAO</i>	<i>COMIS_R EMUN</i>	<i>REMUN_ DESEMP</i>	<i>VALOR_R EMUN</i>	<i>REMUN_ ACOE</i>
<i>PROG_PARTLUCROS</i>	1,000					
<i>COMPRA_ACAO</i>	-0,1045*	1,000				
<i>COMIS_REMUN</i>	-0,0549	0,1711*	1,000			
<i>REMUN_DESEMP</i>	0,1158*	0,2776*	0,0222	1,000		
<i>VALOR_REMUN</i>	0,0828**	0,2193*	0,2018*	0,1240*	1,000	
<i>REMUN_ACOES</i>	-0,0113	0,2325*	0,0278	0,0705**	0,1566*	1,000

*** $p < 0,001$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Fonte: resultados da pesquisa

A partir da matriz de correlações de incentivo aos administradores/agentes foi possível identificar que, assim como as demais dimensões já apresentadas, os valores da correlação entre as variáveis são baixos. Logo, a extração de fatores da ACP culminará em um número maior de fatores. Dado que a ACP só pode ser realizada se os testes de adequação global da análise fatorial forem satisfatórios, no Quadro 31 apresentam-se estes resultados.

Quadro 31. Teste de esfericidade de Bartlett (incentivo aos administradores/agentes)

<i>Determinante da matriz de correlação: 0,733</i>
<i>Teste de esfericidade de Bartlett</i>
Chi-quadrado = 251,361
Graus de liberdade = 15
<i>P-valor</i> = 0,000
H_0 = variáveis não são intercorrelacionadas

Fonte: resultados da pesquisa

A adequação global do modelo foi avaliada pela estatística $\chi^2_{Bartlett}$, que aponta ser possível realizar a ACP, pois o resultado foi significativo, a 1%. Validada a possibilidade de realização da ACP, os autovalores, os autovetores e as cargas fatoriais das variáveis da dimensão foram calculados.

Na Tabela 18 apresentam-se os resultados dos autovalores, as cargas fatoriais das variáveis e os três fatores gerados a partir das seis variáveis originais. Os três fatores resultantes foram criados considerando-se o critério de extração de Kaiser (raiz latente),

no qual os fatores são extraídos a partir de autovalores acima de 1,0. A partir dos resultados, o percentual de variância compartilhada na formação dos fatores (coluna cumulativo) e o percentual de variância perdida por cada variável, quando da associação em fatores, representada pela *uniqueness* (1 – comunalidade), foram avaliados.

Tabela 18. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão incentivo aos administradores/agentes

Componente	Autovalor	Proporção		Cumulativo
1	1,63462	0,2724		0,2724
2	1,11715	0,1862		0,4586
3	1,00373	0,1673		0,6259
4	0,92118	0,1535		0,7794
5	0,72372	0,1206		0,9001
6	0,59960	0,0999		1,0000

Variável	Cargas fatoriais dos fatores			
	1	2	3	Uniqueness
PROG_PARTLUCROS	0,00675	0,84484	0,32078	0,18330
COMPRA_ACAO	0,73895	-0,14564	-0,26703	0,36144
COMIS_REMUN	0,43532	-0,38282	0,64814	0,24386
REMUN_DESEMP	0,51610	0,47378	-0,25857	0,44231
VALOR_REMUN	0,61879	0,08713	0,41136	0,44029
REMUN_ACOES	0,49976	-0,05977	-0,41638	0,57330

Fonte: resultados da pesquisa

Com a extração dos três fatores foi possível observar que aproximadamente 38% da variância dos dados que compõem a dimensão foram perdidos (cumulativo do componente 3 = 0,6259). Dentre as variáveis, a que apresentou maior parcela de perda da variância na formação dos fatores foi a REMUN_ACOES com, aproximadamente, 57% (*uniqueness* = 0,5733). Contudo, como a extração dos fatores acumularam 62,59% de variância compartilhada, mantiveram-se os fatores gerados pelo critério de Kaiser. Em seguida, foi realizada a rotação das cargas fatoriais, apresentada na Tabela 19, com o objetivo de realizar a redistribuição dessas cargas para aqueles fatores que apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais.

Com a rotação dos fatores, os resultados dos autovalores de cada fator foram modificados, contudo, o percentual de variância compartilhada por todas as variáveis para a formação dos três fatores se manteve em 62,59% (Tabela 19). Assim, os fatores extraídos foram formados pela multiplicação dos *scores* fatoriais pelas variáveis originais padronizadas, como apresentado na equação 9. Os *scores* fatoriais são apresentados na Tabela 20.

Tabela 19. Cargas fatoriais rotacionadas (incentivo aos administradores/agentes)

Fator	Variância	Proporção		Cumulativo
1	1,40969	0,2349		0,2349
2	1,22592	0,2043		0,4393
3	1,11988	0,1866		0,6259
Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Uniqueness
PROG_PARTLUCROS	-0,1560	0,0255	0,8898	0,1833
COMPRA_ACAO	0,7467	0,2642	-0,1056	0,3614
COMIS_REMUN	-0,0508	0,8532	-0,1599	0,2439
REMUN_DESEMP	0,5848	-0,0239	0,4638	0,4423
VALOR_REMUN	0,2541	0,6533	0,2615	0,4403
REMUN_ACOES	0,6470	-0,0127	-0,0893	0,5733

Fonte: resultados da pesquisa

Tabela 20. Scores fatoriais padronizados da dimensão incentivo aos administradores/agentes

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3
PROG_PARTLUCROS	-0,16051	0,04667	0,80382
COMPRA_ACAO	0,51658	0,09376	-0,12839
COMIS_REMUN	-0,18353	0,74222	-0,14404
REMUN_DESEMP	0,42181	-0,12669	0,38978
VALOR_REMUN	0,06201	0,51455	0,22078
REMUN_ACOES	0,49066	-0,12621	-0,10839

Fonte: resultados da pesquisa

A equação para a formação do ranking das empresas em relação à qualidade desta dimensão foi formada utilizando-se a proporção de contribuição de cada fator (coluna “proporção” da Tabela 19) multiplicada pelo respectivo fator, conforme equação 16, sendo assim escrita:

$$\text{RankingIA} = 0,2349f_1 + 0,2043f_2 + 0,1866f_3 \quad (36)$$

Cada um dos quatro fatores foi formado a partir das variáveis originais. Assim, foi possível conhecer a composição de cada um considerando variáveis originais e, dessa forma, a equação 36 foi reescrita da seguinte forma (equação 37):

$$\begin{aligned} \text{Índice de IA} = & 0,116542z\text{COMPRA_ACAO} + 0,0816465z\text{COMIS_REMUN} \quad (37) \\ & + 0,121824z\text{PROG_PARTLUCROS} + 0,0692458z\text{REMUN_ACoes} \\ & + 0,145933z\text{REMUN_DESEMP} + 0,160886z\text{VALOR_REMUN} \end{aligned}$$

Para compreender a contribuição de cada uma das variáveis na construção do índice, a equação foi normalizada somando os coeficientes de cada variável, o resultado foi dividido por 100 e o valor obtido nesse procedimento foi utilizado para multiplicar os dois lados da equação. Obtendo-se, assim, os valores percentuais de cada uma delas, como apresentado na Tabela 21.

Tabela 21. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice IA

<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
COMPRA_ACAO	16,74%	+
COMIS_REMUN	11,73%	+
PROG_PARTLUCROS	17,5%	+
REMUN_ACOES	9,95%	+
REMUN_DESEMP	20,97%	+
VALOR_REMUN	23,11%	+

Fonte: resultados da pesquisa

Todas estas variáveis impactam positivamente na construção do índice. A variável referente ao valor anual da remuneração em dinheiro (VALOR_REMUN) é a que possui o maior peso nessa dimensão (23,11%), seguida da variável remuneração baseada no desempenho (REMUN_DESEMP) com 20,97%, ocupando quase 50% da composição desta dimensão. A remuneração dos gestores é uma das formas encontradas pelos proprietários para minimizar os possíveis conflitos de interesse que possam existir com os agentes, desta forma, os mecanismos de remuneração e incentivo aos administradores contribuem para a qualidade da governança das empresas. Além de contribuir, o incentivo aos administradores faz parte das recomendações dos diversos códigos de governança, como do IBGC, ASX e OCDE.

A partir da equação do índice (equação 34) foi possível ranquear as empresas em relação aos incentivos aos administradores/agentes. Novamente, optou-se por apresentar no corpo do texto somente as 10 primeiras empresas do índice, acompanhadas das cinco últimas classificadas, ano a ano. Os valores do índice completo, de cada ano, desta dimensão podem ser consultados no APÊNDICE H e no APÊNDICE N a classificação de cada uma das empresas.

No Quadro 32 apresenta-se o índice desta dimensão no ano de 2010. Diferente da dimensão anterior, ela apresentou maior similaridade entre as melhores classificadas ao longo dos anos. A maioria das empresas classificadas entre as dez primeiras está presente em pelo menos quatro anos, sendo que Vale, Ambev e Pão de Açúcar estão em todos os anos. Entre as últimas classificadas, duas delas, Copel e Guararapes, são do setor de eletricidade, gás e água, e as empresas permaneceram nas últimas classificações em todos os anos da pesquisa.

Quadro 32. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2010

2010		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Vale	Mineração	1º
Ambev S/A	Indústria de bebidas	2º
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	3º
Telef Brasil	Telecomunicações	4º
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	5º
BRF	Indústria de alimentos	6º
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	7º
Suzano Papel	Indústria de papel	8º
Localiza	Serviços de locação e leasing	9º
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	10º
Petrobras	Extração de petróleo e gás	112º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	113º
Guararapes	Indústria de roupas	114º
Eletróbrás	Empresa de eletricidade, gás e água	115º
Tereos	Agricultura	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 33. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2011

2011		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
BRF	Indústria de alimentos	1º
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	2º
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	3º
Telef Brasil	Telecomunicações	4º
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	5º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	6º
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	7º
Localiza	Serviços de locação e leasing	8º
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	9º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	10º
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	112º
Eletróbrás	Empresa de eletricidade, gás e água	113º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	114º
Bradespar	Administração de empresas e empreendimentos	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 33 apresenta-se o índice do ano de 2011. A Vale, que estava em primeiro lugar, caiu para a 6º posição, continuando entre as dez primeiras classificadas nos anos seguintes, somente alternando a posição que ocupa. Neste ano, a Suzano Papel teve uma piora no seu índice, caindo para a 16ª posição, porém, nos anos seguintes voltou para as primeiras classificações. Entre as últimas classificadas, a Tereos melhorou seu indicador

e as empresas Celesc e Bradespar mostraram uma queda no índice, ao figurar entre as últimas classificadas.

Quadro 34. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2012

2012		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	1°
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	2°
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	3°
BRF	Indústria de alimentos	4°
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	5°
Suzano Papel	Indústria de papel	6°
Telef Brasil	Telecomunicações	7°
Localiza	Serviços de locação e leasing	8°
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	9°
Cosan	Indústria de alimentos	10°
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	112°
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	113°
Eletrobrás	Empresa de eletricidade, gás e água	114°
Bradespar	Administração de empresas e empreendimentos	115°
Guararapes	Indústria de roupas	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No ano de 2012 (Quadro 34), a Suzano Papel voltou a figurar entre as primeiras colocadas do índice. A Natura saiu das primeiras classificadas, assim como as Lojas Renner. Todavia, ela voltou a participar das primeiras colocações em outros anos. As últimas classificadas mantiveram sua posição em relação ao ano anterior.

Quadro 35. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2013

2013		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1°
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	2°
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	3°
Telef Brasil	Telecomunicações	4°
Suzano Papel	Indústria de papel	5°
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	6°
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	7°
Localiza	Serviços de locação e leasing	8°
Multipius	Serviços de apoio a empresas	9°
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	10°
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	112°
Randon Part	Indústria de equipamentos de transporte	113°
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	114°
Guararapes	Indústria de roupas	115°
Bradespar	Administração de empresas e empreendimentos	116°

Fonte: resultados da pesquisa

Em 2013, o índice (Quadro 35) apresentou uma queda da empresa BRF, que foi para a 50ª posição e, antes, estava entre as primeiras classificadas. Porém, no próximo ano, 2014, ela voltou a ocupar as primeiras posições, saindo novamente em seguida. Outra empresa que perdeu drasticamente posições foi a Cosan, pois, nesse ano, ocupou a 71ª posição. Em contrapartida, a Eletrobrás, melhorou seu indicador, passando para a 67ª posição, não voltando a participar mais das últimas classificações. A Randon Part. surgiu, unicamente neste ano, como uma das piores classificadas.

Quadro 36. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2014

<i>2014</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	1º
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	2º
BRF	Indústria de alimentos	3º
Suzano Papel	Indústria de papel	4º
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	5º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	6º
Multiplus	Serviços de apoio a empresas	7º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	8º
Localiza	Serviços de locação e leasing	9º
Braskem	Indústria química	10º
Cosan Ltd	Indústria de alimentos	112º
Even	Construção de edifícios	113º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	114º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 36 apresenta-se o índice do ano de 2014. Neste ano, a maioria das empresas que estava classificada entre os primeiros lugares do índice, estava nessa posição no ano anterior. A Telef Brasil caiu para o 34º lugar, melhorando novamente nos anos seguintes. Dentre as piores classificadas, somente Copel e Guararapes se mantiveram; as demais melhoraram suas posições no índice e a Cosan Ltd. apresentou, no ano de 2014, seu pior valor no índice.

Assim como em 2014, no ano de 2015 houve consistência na apresentação das empresas com melhor índice de incentivo aos administradores (Quadro 37). Duas empresas voltaram às melhores classificações, Lojas Renner e Dufry AG. Por sua vez, a Multiplus caiu para a 46ª posição no índice, enquanto a Even melhorou sua classificação, passando para a 60ª posição. A Tereos voltou a aparecer entre as últimas classificadas e a Unipar passou a participar das últimas classificações.

Quadro 37. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2015

2015		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Acucar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	2º
Suzano Papel	Indústria de papel	3º
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	4º
Localiza	Serviços de locação e leasing	5º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	6º
Braskem	Indústria química	7º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	8º
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	9º
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas	10º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	112º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	113º
Guararapes	Indústria de roupas	114º
Unipar	Indústria química	115º
Tereos	Agricultura	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 38. Índice incentivo aos administradores/agentes, ano 2016

2016		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	2º
Suzano Papel	Indústria de papel	3º
Telef Brasil	Telecomunicações	4º
Braskem	Indústria química	5º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	6º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	7º
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir	8º
Tecnisa	Construção de edifícios	9º
Duratex	Indústria de móveis e afins	10º
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	112º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	113º
Unipar	Indústria química	114º
Guararapes	Indústria de roupas	115º
Portobello	Indústria de produtos de minerais não metálicos	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 38 apresenta-se a classificação do ano de 2016. Naquele ano, a Telef Brasil voltou a aparecer entre as primeiras classificadas e a Localiza, que figurava em 5º lugar, caiu para 24º lugar no ranking. Entre as últimas classificadas, a Portobello surgiu, pela primeira vez, entre as piores classificações, no lugar da Cosan Ltd., que melhorou sua classificação.

5.5 Índice dos direitos dos acionistas

Esta dimensão, direito dos acionistas, é composta por quatro variáveis que são: valor dos dividendos pagos; se a empresa mantém programa de ADRs; se as declarações de dividendos estão disponíveis e se a empresa informa sobre as próximas assembleias. As variáveis foram renomeadas, respectivamente, como *DIVID_PG*; *PROG_ADR*; *DECLARA_DIVID* e *DATA_ASSEM*.

Novamente, análise de componentes principais foi a técnica escolhida para classificar as empresas em relação à qualidade dos direitos dos acionistas. Para a elaboração da ACP, a primeira etapa foi a elaboração da matriz de correlações ρ das variáveis desta dimensão, apresentada na Tabela 22.

Tabela 22. Matriz de correlações Pearson, ρ , da dimensão direito dos acionistas

	<i>DIVID_PG</i>	<i>PROG_ADR</i>	<i>DECLARA_DIVID</i>	<i>DATA_ASSEM</i>
<i>DIVID_PG</i>	1,000			
<i>PROG_ADR</i>	0,2204*	1,000		
<i>DECLARA_DIVID</i>	0,0165	0,0397	1,000	
<i>DATA_ASSEM</i>	-0,1002*	0,0705**	-0,0285	1,000

*** $p < 0,001$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Fonte: resultados da pesquisa

Assim como as quatro dimensões anteriores, as variáveis apresentam baixos valores de correlação, indicando que, na extração de fatores da ACP, um maior número de fatores será gerado. Os baixos valores apresentados na tabela de correlação, contudo, não invalidam a análise fatorial. Para confirmar a viabilidade da análise fatorial, realizou-se o teste de adequação global, teste de esfericidade de Bartlett.

Quadro 39. Teste de esfericidade de Bartlett (direito dos acionistas)

<i>Determinante da matriz de correlação: 0,931</i>
<i>Teste de esfericidade de Bartlett</i>
Chi-quadrado = 57,912
Graus de liberdade = 6
<i>P-valor</i> = 0,000
H_0 = variáveis não são intercorrelacionadas

Fonte: resultados da pesquisa

O resultado do teste de esfericidade aponta que a análise fatorial é adequada para os dados em questão, pois o resultado da estatística $\chi^2_{Bartlett}$ foi significativo. Uma vez confirmada a adequação da análise fatorial, o próximo passo foi calcular os autovalores, os autovetores e as cargas fatoriais das variáveis, cujos resultados são apresentados na Tabela 23. Inicialmente, a extração dos fatores foi realizada considerando-se o critério de Kaiser, isto é, com autovalores acima de 1,0, contudo, o percentual de variância acumulada pelos fatores foi de apenas 57,13% (componente 2, coluna Cumulativo da Tabela 23). Assim sendo, optou-se por não utilizar o critério de Kaiser e estabelecer a extração de fatores com autovalores a partir de 0,9, isto é, considerar o autovalor do próximo componente.

Tabela 23. Autovalores, cargas fatoriais e fatores gerados da dimensão direito dos acionistas

Componente	Autovalor	Proporção	Cumulativo
1	1,23045	0,3076	0,3076
2	1,05457	0,2636	0,5713
3	0,99122	0,2478	0,8191
4	0,72376	0,1809	1,0000

Variável	Cargas fatoriais dos fatores			Uniqueness
	1	2		
DIVID_PG	0,78592	-0,15093		0,35955
PROG_ADR	0,74354	0,39275		0,29290
DECLARA_DIVID	0,20134	-0,23400		0,90471
DATA_ASSEM	-0,13924	0,90707		0,15784

Fonte: resultados da pesquisa

Considerando autovalores a partir de 0,9 para a extração dos fatores, foram gerados três fatores, que contabilizaram 81,91% da variância da dimensão. A inclusão de um novo fator melhora a perda de variância de cada uma das variáveis, como pode ser observado na coluna *Uniqueness* da Tabela 24. Anteriormente, a variável DECLARA_DIVID perdia cerca de 90% da variância e, com a inclusão de um novo fator, passou a perder menos de 1% de sua variância.

Tabela 24. Fatores gerados da dimensão direito dos acionistas

Variável	Cargas fatoriais dos fatores			Uniqueness
	1	2	3	
DIVID_PG	0,78592	-0,15093	-0,23372	0,30492
PROG_ADR	0,74354	0,39275	0,02674	0,29218
DECLARA_DIVID	0,20134	-0,23400	0,94775	0,00647
DATA_ASSEM	-0,13924	0,90707	0,19403	0,12019

Fonte: resultados da pesquisa

Com a criação de um novo fator, as quatro variáveis originais foram reduzidas a três. Estabelecida a redução das quatro variáveis originais a três fatores, foram calculados os autovalores de cada um dos fatores. Destaca-se a importância deste cálculo, pois os

autovalores e os autovetores serão utilizados para ranquear as empresas em relação à qualidade dos direitos dos acionistas. Logo em seguida, realizou-se a rotação das cargas fatoriais, apresentada na Tabela 25, cujo objetivo foi a redistribuição dessas cargas para aqueles fatores que apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais.

Tabela 25. Cargas fatoriais rotacionadas (direito dos acionistas)

Fator	Variância	Proporção		Cumulativo
1	1,21996	0,3050		0,3050
2	1,05439	0,2636		0,5686
3	1,00189	0,2505		0,8191
Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Uniqueness
DIVID_PG	0,7721	-0,3105	-0,0504	0,3049
PROG_ADR	0,7896	0,2800	0,0767	0,2922
DECLARA_DIVID	0,0181	-0,0268	0,9962	0,0065
DATA_ASSEM	-0,0028	0,9375	-0,0314	0,1202

Fonte: resultados da pesquisa

Com a rotação dos fatores, os resultados dos autovalores de cada fator são modificados, contudo, o percentual de variância compartilhada por todas as variáveis, para a formação dos três fatores, se mantém em 81,91%, assim como o percentual de variância perdida por cada uma das variáveis.

A formação dos fatores gerados na ACP se dá pela multiplicação dos *scores* fatoriais por suas variáveis originais padronizadas, como mostrado na equação 9 da seção 4.3.1. Na Tabela 26 apresentam-se os *scores* fatoriais utilizados.

Tabela 26. *Scores* fatoriais padronizados da dimensão direito dos acionistas

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3
DIVID_PG	0,63046	-0,28298	-0,08064
PROG_ADR	0,65042	0,28000	0,05604
DECLARA_DIVID	-0,01772	-0,00785	0,99491
DATA_ASSEM	0,01404	0,88912	-0,01506

Fonte: resultados da pesquisa

A equação para a formação do ranking das empresas da dimensão direito dos acionistas, é composta pela proporção de contribuição de cada fator (coluna “proporção” da Tabela 26), multiplicada pelo respectivo fator, como apresentado na equação 16, sendo assim escrita (equação 38):

$$\text{RankingDA} = 0,3050f_1 + 0,2636f_2 + 0,2505f_3 \quad (38)$$

Cada fator é formado a partir das quatro variáveis originais e, dessa forma, foi possível escrever uma equação do índice de direito dos acionistas (Índice DA), de forma que todas as variáveis originais estivessem presentes (equação 39).

$$\begin{aligned} \text{Índice de DA} = & 0,234882z\text{DATA_ASSEMBLEIA} + 0,241751z\text{DECLARA_DIVID} \\ & + 0,0974965z\text{DIVID_PG} + 0,286224z\text{PROG_ADR} \end{aligned} \quad (39)$$

Normalizando a equação do índice foi possível conhecer o percentual de contribuição de cada uma das variáveis para a sua formação, uma vez que os coeficientes das variáveis são apresentados em valores percentuais. Para tal, o procedimento utilizado foi somar os coeficientes de cada variável, o resultado foi dividido por 100 e o valor obtido nesse procedimento foi utilizado para multiplicar os dois lados da equação. Estes valores percentuais estão representados na Tabela 27, juntamente com o sinal de cada uma das variáveis na equação.

Tabela 27. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice DA

<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
DATA_ASSEM	27,3%	+
DECLARA_DIVID	28,1%	+
DIVID_PG	11,33%	+
PROG_ADR	33,27%	+

Fonte: resultados da pesquisa

Todas estas variáveis impactam positivamente na construção do índice. Destaca-se a variável que representa se a empresa mantém programas de ADR (PROG_ADR) com 33,27%. Uma empresa que emite ADRs está sujeita a um ambiente contratual diferente e isto faz com que seus mecanismos de governança sejam intensificados, dado que necessita cumprir as normas e regulamentações do mercado americano.

Conhecida a participação de cada uma das variáveis na formação do índice, foi possível classificar as empresas da amostra em relação a esta dimensão, criando o índice de direito dos acionistas. Assim como nas dimensões anteriores, os valores dos índices anuais com todas as empresas estão no APÊNDICE I e no APÊNDICE O pode-se observar a classificação de todas as empresas, uma vez que, no corpo do texto, listaram-se as 10 primeiras e as cinco últimas empresas de cada ano.

No Quadro 40 apresenta-se o índice desta dimensão no ano de 2010. A Ambev foi a empresa mais bem classificada no índice naquele ano; a empresa esteve entre as primeiras classificações do ranking em seis anos da pesquisa e, somente no ano de 2013 foi que ela

não constou entre as primeiras colocadas. Dentre estas empresas, duas permaneceram entre as primeiras colocações nos sete anos da pesquisa, Cemig e Engie Brasil.

Quadro 40. Índice direito dos acionistas, ano 2010

2010		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Ambev S/A	Indústria de bebidas	1°
Petrobrás	Extração de petróleo e gás	2°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	3°
CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
Localiza	Serviços de locação e leasing	6°
Tran Paulista	Empresa de eletricidade, gás e água	7°
Usiminas	Siderurgia e indústria básica de outros metais	8°
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	9°
Sabesp	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	112°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	113°
Csu Cardsyst	Serviços de apoio a empresas	114°
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	115°
Petrório	Extração de petróleo e gás	116°

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 41. Índice direito dos acionistas, ano 2011

2011		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Petrobrás	Extração de petróleo e gás	1°
Vale	Mineração	2°
Ambev S/A	Indústria de bebidas	3°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	6°
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	7°
Tran Paulista	Empresa de eletricidade, gás e água	8°
Braskem	Indústria química	9°
Tim Part S/A	Telecomunicações	10°
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte	112°
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	113°
Wilson Sons	Atividades auxiliares ao transporte	114°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	115°
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 41 apresenta-se o índice do ano de 2011, no qual as empresas Vale, Braskem e Tim Part. S/A melhoraram sua classificação e apareceram entre as primeiras colocadas, ao longo dos anos da pesquisa. Todavia, a Usiminas e a Sabesp, que figuravam entre as primeiras classificadas em 2010, caíram de posição, passando a ocupar a casa dos

quadragésimos lugares. Entre as piores classificadas, as empresas Schulz e Lojas Americanas estiveram presentes em todos os anos. As demais se alteraram ao longo dos anos, com melhoras pontuais na classificação, contudo, sem nenhuma melhora expressiva no ano de 2011.

Quadro 42. Índice direito dos acionistas, ano 2012

2012		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Ambev S/A	Indústria de bebidas	1°
Eletrobrás	Empresa de eletricidade, gás e água	2°
Vale	Mineração	3°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	6°
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	7°
Tran Paulista	Empresa de eletricidade, gás e água	8°
Tim Part S/A	Telecomunicações	9°
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	112°
Contax	Serviços de apoio a empresas	113°
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte	114°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	115°
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	116°

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 43. Índice direito dos acionistas, ano 2013

2013		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	1°
Vale	Mineração	2°
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	3°
Oi	Telecomunicações	4°
CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
Tim Part S/A	Telecomunicações	6°
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	7°
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	8°
Weg	Indústria de máquinas	9°
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Guararapes	Indústria de roupas	112°
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	113°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	114°
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	115°
Petrorio	Extração de petróleo e gás	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No ano de 2012, representado no Quadro 42, a Eletrobrás surgiu em segundo lugar na classificação, todavia, foi o único ano em que a empresa apareceu entre as primeiras

classificadas. O destaque ficou para a Wilson Sons que, no ano anterior, estava na 114ª colocação e, em 2012, subiu para a 74ª colocação. Entre as empresas com piores classificações, a Contax figurou na lista daquele ano e, nos anos seguintes, melhorou sua posição no índice.

No ano de 2013, representado no Quadro 43, a Oi apareceu pela única vez entre as primeiras classificadas. Este foi o melhor ano da empresa, pois, nos anos anteriores, 2010, 2011 e 2012, apresentou valores no índice entre 2,16 e 4,69, o que a colocou, no ano de 2012, em 83ª colocação. Todavia, apesar da melhora em 2013, nos anos seguintes, 2014, 2015 e 2016, a empresa voltou a perder posições, conseguindo valores próximos a cinco, na escala do índice. Entre as últimas empresas do índice, a Petrório voltou a aparecer e a Guararapes e a Comgás também caíram na classificação.

Quadro 44. Índice direito dos acionistas, ano 2014

<i>2014</i>		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
Ambev S/A	Indústria de bebidas	1º
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	2º
Vale	Mineração	3º
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	4º
CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	5º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	6º
Tim Part S/A	Telecomunicações	7º
Braskem	Indústria química	8º
Weg	Indústria de máquinas	9º
Tran Paulista	Empresa de eletricidade, gás e água	10º
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	112º
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	113º
Guararapes	Indústria de roupas	114º
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	115º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 44 apresenta-se o índice de 2014, no qual todas as empresas que estão nas primeiras colocações já estiveram entre as melhores colocadas nos anos anteriores. A empresa Copel, presente no ano anterior, teve uma queda no valor do índice, caindo para a 88ª posição, em 2014. Contudo, em 2015 e 2016, retomou sua posição entre as melhores classificadas. Das empresas com pior classificação no índice, a Whirlpool apareceu pelo primeiro ano nessa lista e permaneceu nos anos seguintes.

Quadro 45. Índice direito dos acionistas, ano 2015

2015		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Ambev S/A	Indústria de bebidas	1°
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	2°
BRF	Indústria de alimentos	3°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
Weg	Indústria de máquinas	6°
Braskem	Indústria química	7°
Tran Paulista	Empresa de eletricidade, gás e água	8°
Tim Part S/A	Telecomunicações	9°
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Guararapes	Indústria de roupas	112°
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	113°
Inds Romi	Indústria de máquinas	114°
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	115°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No ano de 2015 (Quadro 45) houve semelhanças com o ano anterior, exceto para a empresa BRF, que surgiu entre as melhores classificadas daquele ano. Entre as últimas classificadas, a Inds Romi caiu posições, aparecendo em 114° posição. Contudo, no ano seguinte, a empresa melhorou sua classificação novamente.

Quadro 46. Índice direito dos acionistas, ano 2016

2016		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Ambev S/A	Indústria de bebidas	1°
Braskem	Indústria química	2°
BRF	Indústria de alimentos	3°
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água	4°
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	5°
Weg	Indústria de máquinas	6°
Tim Part S/A	Telecomunicações	7°
Gafisa	Construção de edifícios	8°
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	9°
Equatorial	Empresa de eletricidade, gás e água	10°
Lojas Americanas	Loja de mercadorias variadas	112°
Guararapes	Indústria de roupas	113°
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	114°
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	115°
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	116°

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 46 apresentam-se os dados da dimensão para o ano de 2016. Naquele ano, as empresas Gafisa e Equatorial melhoraram seus valores no índice, a ponto de configurarem entre dez primeiras classificadas. As demais empresas presentes nas melhores classificações se mantiveram. De modo semelhante, somente uma delas apresentou baixos valores no índice neste ano, sem ter participado das últimas colocações nos anos anteriores, a Eucatex. As demais empresas já haviam participado do índice, com baixos valores para a dimensão de direito dos acionistas.

5.6 Índice de governança corporativa

O objetivo geral, neste trabalho, consistiu na criação de um índice de governança corporativa para as empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores. Assim sendo, nesta seção apresenta-se o referido índice.

Com a finalidade de construir o índice de governança, foram propostas cinco dimensões de governança que são: estrutura de propriedade e controle; divulgação e transparência das informações; composição do conselho de administração; incentivo aos administradores/agentes e direito dos acionistas. As cinco dimensões são representadas por variáveis que as caracterizam e que contribuem para a formação do índice geral.

Com o objetivo de conhecer o quanto cada uma das variáveis contribui para a formação do índice de governança corporativa, foi realizada a análise dos componentes principais em cada uma das dimensões. Dessa forma, foi possível obter os fatores que representavam cada uma das dimensões que foram utilizadas para a construção do índice de governança corporativa.

Para a construção do índice de governança, isto é, a classificação das empresas em relação à sua governança corporativa, utilizou-se a técnica de componentes principais com o objetivo de elaborar o ranking das empresas. As variáveis utilizadas para isso foram os fatores gerados em cada uma das ACP das dimensões de governança, pois eles são formados pela associação das variáveis de cada dimensão.

Para facilitar a identificação dos fatores e associá-los corretamente às suas respectivas dimensões, eles foram renomeados (Quadro 47).

Quadro 47. Variáveis geradas na ACP das dimensões

Dimensão de governança	Fator gerado na ACP	Novas variáveis
Estrutura de propriedade e controle	<i>Fator 1</i>	Estrut1
	<i>Fator 2</i>	Estrut2
Divulgação e transparência das informações	<i>Fator 1</i>	Divulg1
	<i>Fator 2</i>	Divulg2
	<i>Fator 3</i>	Divulg3
Composição do conselho de administração	<i>Fator 1</i>	Comp1
	<i>Fator 2</i>	Comp2
	<i>Fator 3</i>	Comp3
	<i>Fator 4</i>	Comp4
Incentivo aos administradores	<i>Fator 1</i>	Incent1
	<i>Fator 2</i>	Incent2
	<i>Fator 3</i>	Incent3
Direito dos acionistas	<i>Fator 1</i>	Direit1
	<i>Fator 2</i>	Direit2
	<i>Fator 3</i>	Direit3

Fonte: resultados da pesquisa

Estabelecidos os novos nomes das variáveis, a ACP foi realizada. A realização da ACP, mesmo que seu objetivo não seja a redução estrutural, seguiu todas as etapas já mencionadas neste trabalho. Dessa forma, o primeiro passo foi a elaboração da matriz de correlações ρ com as 15 novas variáveis.

A partir da matriz de correlações, ρ , das variáveis que compõem o índice de governança corporativa (Tabela 28), observou-se que, assim como as demais matrizes de correlação, as correlações entre as variáveis são baixas, indicando que a extração de fatores, caso realizada, culminaria em um maior número de fatores. Em seguida, a adequação global da análise fatorial foi verificada por meio do teste de esfericidade de Bartlett, apresentado no Quadro 48.

Quadro 48. Teste de esfericidade de Bartlett (índice de governança corporativa)

<i>Determinante da matriz de correlação: 0,159</i>
<i>Teste de esfericidade de Bartlett</i>
Chi-quadrado = 1479,14
Graus de liberdade = 105
<i>P-valor</i> = 0,000
H_0 = variáveis não são intercorrelacionadas

Fonte: resultados da pesquisa

Tabela 28. Matriz de correlações de Pearson (índice de governança corporativa)

	Estrut1	Estrut2	Comp1	Comp2	Comp3	Comp4	Incent1	Incent2	Incent3	Divulg1	Divulg2	Divulg3	Direit1	Direit2	Direit3	
Estrut1	1,0000															
Estrut2	0,0000	1,0000														
Comp1	-0,1280*	0,1279*	1,0000													
Comp2	-0,0559	0,2727*	0,0000	1,0000												
Comp3	-0,3051*	-0,2607*	0,0000	0,0000	1,0000											
Comp4	-0,0945*	0,0608***	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000										
Incent1	-0,0066	-0,1517*	-0,0770**	-0,1668*	0,1755*	-0,0026	1,0000									
Incent2	-0,1253*	-0,0108	0,4864	-0,1354*	0,0117	-0,0106	0,0000	1,0000								
Incent3	0,0259	0,0801**	0,0458	0,0462	-0,0034	0,0279	0,0000	0,0000	1,0000							
Divulg1	-0,1287*	-0,0210	0,5919*	-0,0606**	0,0958*	0,0555	-0,0506	0,4521*	0,0522	1,0000						
Divulg2	-0,0224	-0,1099*	0,0416	-0,2403*	0,0333	-0,0107	0,0693**	0,1440*	0,0053	0,0000	1,0000					
Divulg3	-0,0334	-0,0209	-0,0706**	-0,0360	0,0511	0,0368	-0,0387	-0,0601***	-0,0752**	0,0000	0,0000	1,0000				
Direit1	-0,0424	0,0897**	0,4571*	0,0935*	-0,0608***	0,0049	0,0837**	0,4057*	0,0579***	0,2773*	0,0143	-0,1365*	1,0000			
Direit2	-0,1991*	-0,0528	0,0935**	0,0277	0,2252*	0,0123	0,0837**	-0,0116	-0,0200	0,0861**	0,0260	0,0927*	0,0000	1,0000		
Direit3	0,1390*	0,0273	0,0851**	0,0379	-0,0860**	-0,0299	-0,0752**	-0,0305	0,0336	0,0765**	0,0321	-0,0352	0,0000	0,0000	1,0000	

***p<0,001; **p<0,05; *p<0,10

Fonte: resultados da pesquisa

O teste de esfericidade de Bartlett validou a adequação da análise fatorial, pois os resultados da estatística $\chi^2_{Bartlett}$ apontam que, para 120 graus de liberdade, o resultado foi significativo a 1%, sendo possível realizar a análise. Uma vez validada a realização da ACP, calcularam-se os autovalores, os autovetores e as cargas fatoriais das variáveis. Os autovalores das 16 variáveis são apresentados na Tabela 29 e as cargas fatoriais de cada um dos fatores estão demonstradas na Tabela 30. O objetivo da análise fatorial, nesta etapa, foi classificar as empresas, portanto, todos os fatores gerados foram utilizados e, logo, o critério de Kaizer não foi utilizado. Dessa forma, a extração dos fatores considerou os autovalores acima de 0, ou seja, o número de fatores é igual ao número das variáveis originais.

Tabela 29. Autovalores do índice de governança corporativa

Componente	Autovalor	Proporção	Cumulativo
1	2,42532	0,1617	0,1617
2	1,76514	0,1177	0,2794
3	1,44557	0,0964	0,3757
4	1,12942	0,0753	0,4510
5	1,07009	0,0713	0,5224
6	1,03224	0,0688	0,5912
7	0,92300	0,0615	0,6527
8	0,90987	0,0607	0,7134
9	0,89834	0,0599	0,7733
10	0,75617	0,0504	0,8237
11	0,69585	0,0464	0,8701
12	0,60801	0,0405	0,9106
13	0,50938	0,0340	0,9446
14	0,48681	0,0325	0,9770
15	0,34469	0,0230	1,0000

Fonte: resultados da pesquisa

Tabela 30. Cargas fatoriais e fatores (índice de governança corporativa)

Variável	Cargas fatoriais dos fatores							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Estrut1	-0,2611	0,3871	-0,5379	0,0219	0,1657	-0,0282	0,3066	-0,0168
Estrut2	0,0709	0,6114	0,3122	-0,0114	-0,1806	0,1104	-0,1097	0,415
Comp1	0,8386	0,1289	0,022	0,0984	0,0695	-0,0312	0,0253	0,0064
Comp2	-0,0466	0,4321	0,6153	-0,178	0,1786	-0,1251	-0,0251	0,0895
Comp3	0,0876	-0,6555	0,3487	-0,1444	0,2196	-0,0001	-0,052	-0,2174
Comp4	0,0443	-0,0136	0,2157	0,0974	-0,5099	0,6018	0,4335	-0,0641
Incent1	-0,0098	-0,4441	-0,1875	-0,5168	0,0017	0,0286	0,4535	0,3073
Incent2	0,7562	-0,0438	-0,204	0,0393	-0,1612	-0,1109	-0,085	-0,0279
Incent3	0,086	0,1632	0,0303	-0,3679	0,1833	0,6498	-0,2796	-0,2725
Divulg1	0,7618	-0,0364	0,0252	0,2078	0,0863	0,0332	0,1168	-0,2696
Divulg2	0,1191	-0,303	-0,4433	0,1315	-0,0512	0,3133	-0,464	0,4547
Divulg3	-0,1223	-0,1931	0,1843	0,6361	-0,1298	0,0066	0,1218	0,0822

“continua”

Tabela 30. “conclusão”

Direit1	0,6538	0,1882	-0,0514	-0,3112	-0,0615	-0,1263	0,1552	0,2079
Direit2	0,1345	-0,3946	0,4146	0,1013	0,3366	0,0953	0,0794	0,4164
Direit3	0,0514	0,2472	-0,1683	0,2847	0,6793	0,2843	0,2445	0,0752
Variável	Cargas fatoriais dos fatores							
	9	10	11	12	13	14	15	<i>Uniqueness</i>
Estrut1	0,2411	-0,1295	0,3391	0,3874	0,1627	0,0546	-0,0169	0,0000
Estrut2	0,0916	-0,0146	-0,3992	0,2537	0,2328	0,008	0,0891	0,0000
Comp1	0,0304	-0,0684	-0,0465	0,1126	-0,0464	-0,2394	-0,4283	0,0000
Comp2	-0,0623	0,3147	0,3328	0,1446	-0,2882	0,1585	-0,0428	0,0000
Comp3	-0,0757	0,2641	0,0251	0,3147	0,3815	-0,0366	-0,0001	0,0000
Comp4	-0,3065	-0,0053	0,1713	0,0286	0,0333	0,031	-0,0387	0,0000
Incent1	0,2056	0,1671	-0,2683	0,0847	-0,2098	0,0638	-0,0456	0,0000
Incent2	0,0224	0,0553	0,0057	-0,0589	0,1165	0,5607	-0,0426	0,0000
Incent3	0,4553	-0,0318	0,0165	-0,1058	-0,0122	0,0334	-0,0201	0,0000
Divulg1	0,0507	-0,0844	-0,0973	0,2665	-0,2703	-0,0769	0,3322	0,0000
Divulg2	-0,1537	0,2008	0,2013	0,1817	-0,1195	-0,0677	0,0341	0,0000
Divulg3	0,5962	0,3238	0,0393	-0,0908	0,0056	-0,0166	-0,0191	0,0000
Direit1	0,0757	0,1802	0,2948	-0,3018	0,2152	-0,2355	0,1806	0,0000
Direit2	0,0893	-0,534	0,1848	-0,0622	0,031	0,0954	0,0279	0,0000
Direit3	-0,2863	0,2525	-0,1834	-0,1765	0,0664	0,0635	0,0085	0,0000

Fonte: resultados da pesquisa

Como o número de fatores é igual ao de variáveis, a coluna *Uniqueness* (Tabela 30) será sempre zero. Isto acontece porque o *Uniqueness* representa o percentual de variância perdida, por cada uma das variáveis na formação dos fatores, logo, como não houve redução estrutural, não existe a perda de variância. Além disso, na Tabela 31 apresentam-se os novos valores da proporção com que cada fator contribui para a formação do ranking e, conseqüentemente, os novos valores do cumulativo, isto é, a proporção de variância que o fator e os anteriores contabilizaram.

Com a rotação dos fatores, observa-se, por meio da Tabela 32, que as cargas fatoriais de cada um dos fatores foram modificadas. Isto é, as cargas fatoriais foram redistribuídas e aqueles fatores que apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais foram ajustados, diminuindo a discrepância entre os valores.

Tabela 31. Variância e proporção dos fatores após a rotação (índice de governança corporativa)

Fator	Variância	Proporção	Cumulativo
1	1,02606	0,0684	0,0684
2	1,02199	0,0681	0,1365
3	1,00348	0,0669	0,2034
4	1,00340	0,0669	0,2703

“continua”

Tabela 31. “conclusão”

5	1,00334	0,0669	0,3372
6	1,00277	0,0669	0,4041
7	1,00267	0,0668	0,4709
8	1,00257	0,0668	0,5378
9	1,00214	0,0668	0,6046
10	1,00202	0,0668	0,6714
11	1,00088	0,0667	0,7381
12	1,00087	0,0667	0,8048
13	1,00027	0,0667	0,8715
14	0,99599	0,0664	0,9379
15	0,93154	0,0621	1,0000

Fonte: resultados da pesquisa

Em seguida, foi realizada a rotação das cargas fatoriais, apresentada na Tabela 32, com o objetivo de realizar a redistribuição das cargas fatoriais para aqueles fatores que apresentavam menores percentuais de variância compartilhada pelas variáveis originais.

Tabela 32. Cargas fatoriais rotacionadas (índice de governança corporativa)

Variáveis	Fatores							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Estrut1	-0,0482	-0,0127	-0,0934	-0,0111	0,0035	-0,0078	0,071	0,9764
Estrut2	-0,0144	0,0362	-0,0211	-0,0478	-0,0665	0,9753	0,0092	-0,0076
Comp1	0,3085	0,2298	0,0525	0,0194	-0,0465	0,0747	0,0481	-0,0586
Comp2	-0,0287	0,0531	0,0169	-0,1194	-0,0828	0,133	0,0198	-0,0302
Comp3	0,0442	-0,0336	0,1067	0,0129	0,0873	-0,1316	-0,0391	-0,1522
Comp4	0,0258	0,0017	0,0038	-0,0045	-0,0001	0,0296	-0,014	-0,0454
Incent1	-0,0262	0,0492	0,0399	0,0288	0,987	-0,0643	-0,0353	0,0031
Incent2	0,2054	0,1927	-0,0171	0,0758	-0,0035	-0,0075	-0,0234	-0,0589
Incent3	0,0228	0,0234	-0,0092	0,0047	0,0018	0,0372	0,0152	0,0134
Divulg1	0,9317	0,1074	0,0391	-0,0137	-0,0296	-0,0192	0,0432	-0,0533
Divulg2	-0,0103	0,0045	0,0122	0,9894	0,0285	-0,0459	0,0191	-0,0107
Divulg3	0,0056	-0,0599	0,0451	0,0000	-0,0211	-0,0059	-0,0167	-0,0133
Direit1	0,1038	0,9532	-0,0029	0,0042	0,0554	0,0383	-0,0048	-0,0123
Direit2	0,034	-0,0021	0,987	0,0122	0,0399	-0,0204	0,0046	-0,0906
Direit3	0,0366	-0,0038	0,0044	0,0188	-0,0345	0,0088	0,9943	0,0673
Variáveis	Fatores							Uniqueness
	9	10	11	12	13	14	15	
Estrut1	-0,0523	-0,0139	0,0143	-0,0485	-0,0301	-0,1477	-0,0458	0,0000
Estrut2	-0,0056	-0,0062	0,0397	0,0317	0,1331	-0,1283	0,0562	0,0000
Comp1	0,2213	-0,034	0,0188	-0,0068	-0,0028	-0,003	0,8859	0,0000
Comp2	-0,0637	-0,0185	0,0213	-0,0029	0,9752	0,0123	-0,0029	0,0000
Comp3	0,0006	0,0227	0,0029	-0,0029	0,0125	0,967	-0,0017	0,0000
Comp4	-0,008	0,0181	0,0139	0,9978	-0,0026	-0,0026	-0,0043	0,0000
Incent1	-0,0034	-0,0216	0,0019	-0,0001	-0,08	0,0823	-0,0342	0,0000
Incent2	0,9316	-0,0263	-0,0062	-0,01	-0,0733	0,0007	0,1908	0,0000
Incent3	-0,0044	-0,0363	0,9974	0,0139	0,02	0,0025	0,0139	0,0000
Divulg1	0,2024	0,0084	0,0274	0,0321	-0,0323	0,0501	0,2575	0,0000
Divulg2	0,0632	0	0,0048	-0,0046	-0,1143	0,0122	0,0144	0,0000
Divulg3	-0,0222	0,9949	-0,0366	0,0182	-0,0174	0,0209	-0,0247	0,0000
Direit1	0,1798	-0,0678	0,0267	0,0021	0,0577	-0,0352	0,1838	0,0000
Direit2	-0,0135	0,0461	-0,0095	0,0039	0,0162	0,1005	0,0389	0,0000
Direit3	-0,0184	-0,0167	0,0153	-0,0141	0,0187	-0,0362	0,0349	0,0000

Fonte: resultados da pesquisa

Os 15 fatores extraídos foram formados pela multiplicação dos *scores* fatoriais pelas variáveis originais padronizadas, assim como representado na equação 9. Os *scores* fatoriais estão demonstrados na Tabela 33.

Tabela 33. *Scores* fatoriais padronizados do índice de governança corporativa

Variáveis	Fatores							
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Estrut1</i>	0,02851	-0,00399	0,0801	0,01189	-0,01558	0,02405	-0,06929	1,07163
<i>Estrut2</i>	0,04214	-0,01855	0,01241	0,03245	0,04422	1,07774	-0,0003	0,02419
<i>Comp1</i>	-0,30861	-0,19271	-0,0464	-0,01314	0,04421	-0,07481	-0,03884	0,03611
<i>Comp2</i>	0,03298	-0,08678	-0,0198	0,11264	0,08488	-0,13737	-0,02168	0,03326
<i>Comp3</i>	-0,05819	0,047	-0,08853	-0,00828	-0,08541	0,1402	0,02896	0,15504
<i>Comp4</i>	-0,04313	-0,00468	0,00033	0,00253	-0,00225	-0,03384	0,01221	0,05058
<i>Incent1</i>	0,03193	-0,08654	-0,03946	-0,01773	1,04183	0,04558	0,02946	-0,01636
<i>Incent2</i>	-0,18932	-0,17389	0,0326	-0,06738	0,00923	0,00945	0,03251	0,0483
<i>Incent3</i>	-0,03109	-0,0224	0,00908	-0,00979	-0,00434	-0,03954	-0,0122	-0,017
<i>Divulg1</i>	1,23330	-0,03442	-0,02336	0,03669	0,02786	0,03476	-0,04053	0,02567
<i>Divulg2</i>	0,04516	0,00195	-0,01321	1,03329	-0,01791	0,03379	-0,02612	0,01229
<i>Divulg3</i>	-0,02493	0,06194	-0,04612	-0,00046	0,0247	-0,00296	0,01633	0,00736
<i>Direit1</i>	-0,03418	1,15077	0,00697	0,00113	-0,07727	-0,0175	0,01263	-0,00296
<i>Direit2</i>	-0,02707	0,00801	1,03891	-0,01317	-0,03949	0,01283	-0,01137	0,08264
<i>Direit3</i>	-0,04878	0,01453	-0,01168	-0,02655	0,03008	-0,00018	1,01900	-0,07313

Variáveis	Fatores						
	9	10	11	12	13	14	15
<i>Estrut1</i>	0,05498	0,00704	-0,01591	0,04733	0,03346	0,15975	0,04582
<i>Estrut2</i>	0,01156	-0,00272	-0,03695	-0,03158	-0,13721	0,14383	-0,10059
<i>Comp1</i>	-0,16487	0,0219	-0,00515	0,01588	0,01028	0,00447	1,34469
<i>Comp2</i>	0,08492	0,01774	-0,01536	0,00854	1,07950	-0,04015	0,01228
<i>Comp3</i>	0,00772	-0,0153	-0,01088	0,00827	-0,03934	1,10164	0,00724
<i>Comp4</i>	0,01955	-0,01737	-0,01369	1,0765	0,00923	0,00919	0,0241
<i>Incent1</i>	0,01084	0,02409	-0,0042	-0,00217	0,0879	-0,09076	0,06047
<i>Incent2</i>	1,20634	0,01419	0,01434	0,01569	0,07358	0,00693	-0,18903
<i>Incent3</i>	0,01815	0,03518	1,00781	-0,01368	-0,01635	-0,0121	-0,00578
<i>Divulg1</i>	-0,19	-0,01971	-0,0252	-0,0344	0,02946	-0,05134	-0,37064
<i>Divulg2</i>	-0,08127	-0,00048	-0,00952	0,00246	0,11766	-0,00865	-0,01878
<i>Divulg3</i>	0,0168	1,01534	0,03491	-0,01722	0,01887	-0,0166	0,03042
<i>Direit1</i>	-0,18631	0,05448	-0,01944	-0,00383	-0,08016	0,04487	-0,24157
<i>Direit2</i>	0,03951	-0,04503	0,0088	0,0003	-0,02065	-0,09394	-0,06315
<i>Direit3</i>	0,04037	0,0163	-0,01208	0,01208	-0,02298	0,03122	-0,05319

Fonte: resultados da pesquisa

A coluna proporção da Tabela 31 é utilizada para o cálculo ranking de governança. A proporção de contribuição de cada um dos fatores, multiplicada pelo seu respectivo fator, como apresentado na equação 16, é a base para a equação de formação do ranking das empresas em relação à sua governança (equação 40).

Ranking de GC

$$\begin{aligned}
 &= 0,0684f_1 + 0,0681f_2 + 0,0669f_3 + 0,0669f_4 + 0,0669f_5 \\
 &+ 0,0669f_6 + 0,0668f_7 + 0,0668f_8 + 0,0668f_9 + 0,0668f_{10} \\
 &+ 0,0667f_{11} + 0,0667f_{12} + 0,0667f_{13} + 0,0664f_{14} + 0,0621f_{15}
 \end{aligned} \tag{40}$$

Cada um dos 15 fatores foi formado tendo como base as 15 variáveis originais (apresentadas no Quadro 47) as quais são, na realidade, consequência da ACP em cada uma das dimensões. Isso posto e considerando que cada fator é formado pela multiplicação das variáveis originais padronizadas pela razão de seus respectivos autovalores e autovetores (equação 16) foi possível escrever a equação 41 de forma que cada uma das variáveis seja representada na equação e não mais os fatores. Desta forma, o índice de governança corporativa das empresas pode ser representado pela equação 40, a qual é formada pelas vinte e oito variáveis originais que representam as cinco dimensões de governança.

$$\begin{aligned}
 \text{Índice de GC} = & 0,0489498zACOES_MEMDIRET & (41) \\
 & + 0,020588zACOESCIRC_POSSEDIRET + 0,0535662zCEO_PRES \\
 & + 0,00885133zCOD_ETICA + 0,000371728zCOMITE \\
 & + 0,0347171zCOMPRA_ACAO + 0,0204373zCOMIS_REMUN \\
 & + 0,041445zCONS_FISCAL + 0,0521361zDATA_ASSEMBLEIA \\
 & + 0,0597627zDECLARA_DIVID \\
 & + 0,0463759zDIREITO_CONTROLE \\
 & + 0,00556663zDIVID_PG - 0,0421384zDIVULG_RESULTS \\
 & + 0,0266647zFIRMA_AUDITORIA + 0,0411441zMEMB_IND \\
 & + 0,0577265zMUDANCA_MEMB + 0,0553268zON_CONT \\
 & - 0,028519zON_INST + 0,0538634zPRESID_EXEC \\
 & + 0,0480196zPROG_ADR + 0,0386068zPROG_PARTLUCROS \\
 & + 0,0261292zREAPRESENT_DOCS + 0,0215714zREMUN_ACOES \\
 & + 0,0718003zRELATORIO_PRAZO \\
 & + 0,0460235zREMUN_DESEMP + 0,0118351zTAM_CONSELHO \\
 & + 0,0341268zTOT_CONT + 0,0466438zVALOR_REMUN
 \end{aligned}$$

Com o objetivo de melhor visualizar o impacto de cada uma das variáveis no índice, a equação foi normalizada. Dessa forma, foi possível conhecer o percentual de participação de cada uma das variáveis (Tabela 34).

Tabela 34. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice GC

<i>Dimensões</i>	<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
Estrutura de propriedade e controle (EPC)	ON_CONT	5,29%	+
	DIREITO_CONTROLE	4,43%	+
	TOT_CONT	3,26%	+
	ON_INST	2,73%	-
Divulgação e transparência da informação (DTI)	RELATORIO_PRAZO	6,86%	+
	ACOES_MEMDIRET	4,68%	+
	DIVULG_RESULTS	4,03%	-
	FIRMA_AUDITORIA	2,55%	+
	REAPRESENT_DOCS	2,50%	+
	ACOESCIRC_POSSDIRET	1,97%	+
Composição do conselho de administração (CCA)	MUDANCA_MEMB	5,52%	+
	PRESID_EXEC	5,15%	+
	CEO_PRES	5,12%	+
	CONS_FISCAL	3,96%	+
	MEMB_IND	3,93%	+
	TAM_CONSELHO	1,13%	+
	COD_ETICA	0,85%	+
	COMITE	0,36%	+
Incentivo aos administradores (IA)	VALOR_REMUN	4,46%	+
	REMUN_DESEMP	4,40%	+
	PROG_PARTLUCROS	3,69%	+
	COMPRA_ACAO	3,32%	+
	REMUN_ACOES	2,06%	+
	COMIS_REMUN	1,95%	+
Direito dos acionistas (DA)	DECLARA_DIVID	5,71%	+
	DATA_ASSEMBLEIA	4,98%	+
	PROG_ADR	4,60%	+
	DIVID_PG	0,53%	+

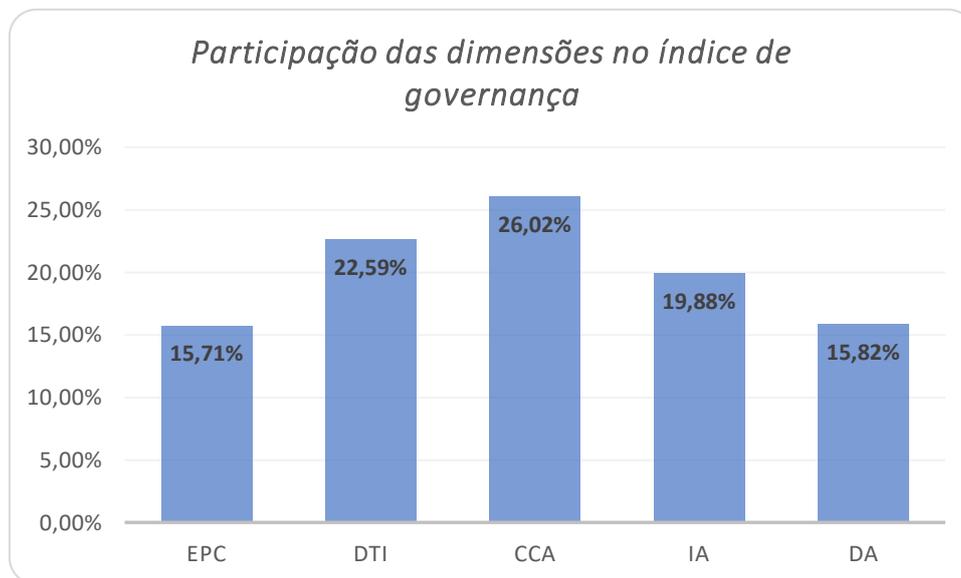
Fonte: resultados da pesquisa

A maioria das variáveis impactou positivamente na formação do índice de governança corporativa. As exceções são as variáveis divulgação detalhada dos resultados (DIVULG_RESULTS) e percentual de ações ordinárias em posse de investidores institucionais (ON_INST). Estes resultados, para o índice de governança corporativa, já eram esperados, uma vez que, na análise de componentes principais de cada dimensão, estas variáveis apresentaram sinais negativos. Contudo, como no índice geral todas as variáveis participam, o peso de cada uma das variáveis não será o mesmo que o objetivo nas dimensões, por exemplo, a DIVULG_RESULTS passou a ter 4,03% de peso.

Três variáveis têm peso menor que 1%, são elas: COD_ETICA, COMITE e DIVID_PG. As duas primeiras pertencem a dimensão composição do conselho de administração e a última à direito dos acionistas. E a variável com maior peso no índice é a que representa a divulgação dos relatórios financeiros no prazo, mostrando a importância da transparência das informações para a governança das empresas.

As variáveis que compõem o índice representam as dimensões de governança corporativa, logo, foi possível conhecer a participação de cada dimensão na composição do índice de governança. Para tanto, os pesos das variáveis de cada dimensão foram somados, o resultado está demonstrado no Gráfico 2.

Gráfico 2. Participação das dimensões no índice de governança corporativa



Fonte: resultados da pesquisa

Os resultados apontam que a dimensão de governança que tem maior peso no índice de governança é a composição do conselho de administração com 26,02% de participação. A composição do conselho de administração é tratada na literatura como um dos fatores condicionantes para uma boa governança das empresas, uma vez que, dentre as competências do conselho de administração está a de garantir que os mecanismos de governança adotados pelas empresas sejam cumpridos. Todavia, a função do conselho não se finda na fiscalização dos mecanismos de governança, isto é, o órgão também influencia nas condições de governança corporativa da empresa, pois pode sugerir normas e processos a serem adotados pelas empresas.

Dentre os modelos de índices de governança corporativa apresentados, Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008), o último também pesquisa a composição do conselho de administração e apresenta o percentual de participação da dimensão relacionada ao conselho no índice de governança. A autora conclui que a composição do conselho de administração impacta no índice de governança e dentre as cinco dimensões estudadas a composição do conselho aparece em quarto lugar quando a autora analisa a

participação relativa das dimensões no índice de governança corporativa. Diferente dos resultados encontrados por Correia (2008), os resultados desta pesquisa apontam que a composição do conselho foi a dimensão de maior peso. Desta forma o resultado se assemelha aos encontrados por Correia (2008) no que tange a participação da dimensão no índice, contudo se diferem em relação ao peso da dimensão no índice.

Já Silva e Leal (2005) afirmam que o conselho de administração é uma das categorias utilizadas para avaliar a governança das empresas, além disso afirmam que uma das características utilizadas para avaliar o conselho de administração é o seu tamanho, uma vez que quanto maior forem os conselhos de administração, maiores serão as chances de conflito. Isso posto, ressalta-se que Jensen (1993) aponta que um bom tamanho para o conselho de administração é aquele que contém de 7 a 8 membros, em contrapartida, as diretrizes brasileiras do IBGC é que o conselho possua de 5 a 9 membros. Na amostra desta pesquisa o número médio de membros do conselho de administração é 7,68, isto é, dentro que Jensen e o IBGC propõem. Todavia, a variável relacionada ao tamanho do conselho de administração não está entre as variáveis de maior peso na dimensão, seu percentual é de 1,13.

Uma das recomendações da OCDE em relação ao conselho de administração é que o mesmo seja independente, com o objetivo de mitigar possíveis conflitos de interesses de seus membros, garantindo assim que os direitos dos acionistas sejam alcançados. Esta também é uma das recomendações presentes no código de boas práticas do IBGC. Corroborando estas recomendações, duas das variáveis que possuem maior peso na dimensão estão relacionadas a independência do conselho de administração: PRESID_EXEC e CEO_PRES.

Já a segunda dimensão de maior peso no índice é a relacionada a divulgação e transparência da informação (DTI) com 22,59% de participação. Este resultado corrobora com a literatura sobre governança, a qual destaca a transparência das informações como uma das principais qualidades da governança corporativa. A OECD (2005) afirma que os mecanismos de governança são os responsáveis por assegurar a divulgação das informações financeiras da empresa de forma que todos os interessados na empresa tenham acesso a ela. A divulgação e transparência da informação, além de ser reflexo de bons mecanismos de governança, também é vista como um estímulo à competitividade do mercado, como asseveram Du Plessis, Bagarick e Hargovan (2011) em seu trabalho.

Resultado que se assemelha aos encontrados por Silveira (2004) na construção de seu índice de governança. Ao analisar as perguntas feitas pelo autor para a construção do índice, percebe-se que aquelas relacionadas a divulgação e transparência da informação apresentam maiores percentuais de respostas positivas. Ratificando também os resultados encontrados por Correia (2008), no qual a transparência das informações publicadas é a dimensão de maior participação no índice.

A dimensão de incentivo aos administradores (IA) ocupa o terceiro lugar dentre as dimensões que compõem o índice, com 19,88% de participação. O incentivo aos administradores é visto como uma forma de garantir e bonificar os gestores de forma que estes trabalhem em função dos interesses da empresa conseguindo assim melhorar a eficiência da empresa como encontrado nos resultados do trabalho de Sonza e Kloeckner (2014). Tanto que dentre as variáveis desta dimensão a que apresenta menor percentual de participação é a que não está diretamente relacionada a remuneração dos administradores (COMIS_REMUN com 1,95%,).

Como já mencionado, os trabalhos de Silveira (2004) e Silva e Leal (2005), utilizam questões binárias para a composição de seus índices de governança, todavia, não existem perguntas relacionadas ao incentivo dos administradores. Já o trabalho de Correia (2008) tem uma dimensão que aborda sobre os incentivos aos administradores. Tanto os resultados de Correia (2008) como os resultados desta pesquisa classificam a dimensão de incentivo aos administradores em terceiro lugar na participação do índice de governança.

As dimensões direito dos acionistas e estrutura de propriedade e controle têm participação similar na composição do índice. A primeira, em quarta colocação com 15,82% e a segunda em último lugar com 15,71%. A garantia do direito dos acionistas pode ser considerada uma das razões para a existência dos mecanismos de governança. Posto que, uma das pautas sobre a temática de governança, desde os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) é a solução de conflitos entre agentes e proprietários para que os agentes trabalhem garantindo os interesses dos proprietários. Prova disto é que dentre as diretrizes de governança estabelecidas por diversos códigos de governança, como o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o *ASX Corporate Governance Council*, princípios de governança da OCDE e o da *Securities and Exchange Commission* (SEC),

destacam que o interesse dos acionistas, principalmente os minoritários, devem ser garantidos por meio dos mecanismos de agência.

Assim como na dimensão de divulgação e transparência da informação, o trabalho de Silveira (2004), tem um grande percentual de respostas positivas para o direito dos acionistas, até mesmo percentuais maiores. O direito dos acionistas, surge no trabalho de Correia (2008) como proteção dos acionistas minoritários e ocupa o segundo lugar dentre os pesos de formação do índice de governança, diferindo dos resultados encontrados neste trabalho.

Este resultado corrobora os resultados encontrados por Correia (2008) que também conclui que a estrutura de propriedade e controle tem a menor participação no índice de governança. Divergindo dos resultados encontrados por Silveira (2004), uma vez que os resultados do autor apontam para uma relação de maior sensibilidade entre governança e estrutura de propriedade das empresas, isto é, a estrutura de propriedade influencia positivamente e de forma relevante na governança das empresas.

Com o peso de cada uma das variáveis e, conseqüentemente, de cada dimensão na formação do índice, foi possível classificar as empresas em relação à sua governança corporativa. O índice foi formado ano a ano e é resultado da ACP. Assim como nos índices de cada dimensão, no índice de governança serão apresentadas as dez primeiras empresas e as cinco últimas classificadas no índice. Os resultados completos podem ser consultados no APÊNDICE J e a classificação de todas as empresas no APÊNDICE P.

O resultado do índice de governança corporativa do ano 2010 está representado no Quadro 49. Duas empresas se destacaram em relação à governança, ao longo dos sete anos da pesquisa, Pão de Açúcar e Suzano Papel. A Pão de Açúcar se classificou em primeiro lugar, em seis dos sete anos da pesquisa, destacando-se entre as empresas da amostra. A Suzano Papel também figurou sempre entre as primeiras classificações dos índices nos sete anos, conseguindo a primeira classificação em 2015. Das demais empresas, a Telef Brasil surgiu, em seis anos da pesquisa, entre as primeiras classificadas. Dentre as últimas classificadas está a Guararapes, em todos os anos, e as demais empresas melhoraram seus índices ao longo dos anos.

Quadro 49. Índice de governança corporativa, ano 2010

2010		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Suzano Papel	Indústria de papel	2º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	3º
Gafisa	Construção de edifícios	4º
Telef Brasil	Telecomunicações	5º
Tecnisa	Construção de edifícios	6º
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	7º
Braskem	Indústria química	8º
Estacio Part	Educação	9º
Marcopolo	Indústria de equipamentos de transporte	10º
Fer Heringer	Indústria química	112º
Even	Construção de edifícios	113º
Csu Cardsyst	Serviços de apoio a empresas	114º
Direcional	Construção de edifícios	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 50. Índice de governança corporativa, ano 2011

2011		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
BRF	Indústria de alimentos	2º
Telef Brasil	Telecomunicações	3º
Estacio Part	Educação	4º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	5º
Suzano Papel	Indústria de papel	6º
Braskem	Indústria química	7º
Hypermarcas	Outras indústrias	8º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	9º
Klabin S/A	Indústria de papel	10º
Csu Cardsyst	Serviços de apoio a empresas	112º
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos	113º
Springs	Indústria de roupas	114º
Guararapes	Indústria de roupas	115º
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No Quadro 41 apresenta-se o índice do ano de 2011, cujo destaque é a empresa BRF. Este foi o único ano em que a empresa ficou entre as primeiras classificadas no índice, saindo da 33ª classificação, em 2010, para o segundo lugar, em 2011. Contudo, no ano seguinte, a empresa piorou a classificação, caindo para a 29ª posição. Já entre as últimas classificadas, somente Csu Cardsyst e Guararapes continuaram entre as piores classificadas, tendo as demais melhorado sua classificação.

Quadro 51. Índice de governança corporativa, ano 2012

2012		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Estácio Part	Educação	2º
Suzano Papel	Indústria de papel	3º
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte	4º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	5º
Telef Brasil	Telecomunicações	6º
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte	7º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	8º
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	9º
Multiplus	Serviços de apoio a empresas	10º
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis	112º
M.Diasbranco	Indústria de alimentos	113º
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte	114º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Em 2012, a Embraer surgiu entre as primeiras classificadas (Quadro 51), mostrando que sua governança melhorou naquele ano. A empresa estava na 82ª classificação, em 2010 e na 26ª classificação, em 2011. As empresas Ecorodovias e Santos Brp, assim como a Embraer, apareceram somente nesse ano entre as primeiras classificadas. Entre as últimas classificadas surgiu a Tupy que, apesar de estar somente este ano entre as cinco últimas, não vinha apresentando bons resultados no índice.

Quadro 52. Índice de governança corporativa, ano 2013

2013		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Multiplus	Serviços de apoio a empresas	2º
Suzano Papel	Indústria de papel	3º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	4º
MRV	Construção de edifícios	5º
Estácio Part	Educação	6º
Positivo Tec	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	7º
Telef Brasil	Telecomunicações	8º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	9º
Prumo	Administração de empresas e empreendimentos	10º
Springs	Indústria de roupas	112º
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte	113º
Terra Santa	Outras indústrias	114º
Guararapes	Indústria de roupas	115º
Ambev	Indústria de bebidas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

No índice de governança do ano de 2013, representado no Quadro 52, somente duas empresas ainda não haviam aparecido entre as primeiras classificadas, MRV e Positivo Tec. O ano de 2013 foi o melhor ano para a Positivo Tec, uma vez que, nos anos anteriores, não estava antes da 50ª colocação. Entre as piores classificadas, 2013 foi o pior ano para a Ambev, que chegou à última classificação.

Quadro 53. Índice de governança corporativa, ano 2014

2014		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1º
Suzano Papel	Indústria de papel	2º
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	3º
MRV	Construção de edifícios	4º
Estácio Part	Educação	5º
Tecnisa	Construção de edifícios	6º
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	7º
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)	8º
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	9º
Cosan	Indústria de alimentos	10º
Inds Romi	Indústria de máquinas	112º
Springs	Indústria de roupas	113º
Terra Santa	Outras indústrias	114º
Even	Construção de edifícios	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Quadro 54. Índice de governança corporativa, ano 2015

2015		
Empresa	Setor econômico	Classificação no índice
Suzano Papel	Indústria de papel	1º
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	2º
Tecnisa	Construção de edifícios	3º
Telef Brasil	Telecomunicações	4º
Estácio Part	Educação	5º
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	6º
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte	7º
Klabin S/A	Indústria de papel	8º
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo	9º
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis	10º
Unipar	Indústria química	112º
Tereos	Agricultura	113º
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	114º
Springs	Indústria de roupas	115º
Guararapes	Indústria de roupas	116º

Fonte: resultados da pesquisa

Em 2014, a Ambev, que estava em último lugar no ano anterior, melhorou consideravelmente sua classificação, passando para a 7^o posição (Quadro 53). As empresas Vale e Cesp apresentaram, em 2014, seus melhores resultados no índice. Já a Positivo Tec que, em 2013, estava bem classificada, caiu para a 78^a posição. Entre as últimas classificadas, Inds Romi e Even pioraram sua classificação pela primeira vez.

O índice de governança do ano de 2015 está representado no Quadro 54. Entre as primeiras classificadas, cinco delas (Telef Brasil, Eternit, Santos Brp, Klabin e Natura) não haviam figurado as melhores classificações em 2014. A Telef Brasil voltou a participar das primeiras colocadas no ano de 2015. Nas últimas classificações, Eneva, Springs e Paranapanema pioraram suas posições no índice, porém, ressalta-se que estas empresas não se colocavam antes da centésima posição.

Quadro 55. Índice de governança corporativa, ano 2016

2016		
<i>Empresa</i>	<i>Setor econômico</i>	<i>Classificação no índice</i>
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas	1 ^o
Suzano Papel	Indústria de papel	2 ^o
Tecnisa	Construção de edifícios	3 ^o
Telef Brasil	Telecomunicações	4 ^o
Estácio Part	Educação	5 ^o
Hypermarcas	Outras indústrias	6 ^o
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	7 ^o
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos	8 ^o
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	9 ^o
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	10 ^o
Rumo S.A.	Transporte ferroviário	112 ^o
Terra Santa	Outras indústrias	113 ^o
Guararapes	Indústria de roupas	114 ^o
Eucatex	Indústria de artigos de madeira	115 ^o
Braskem	Indústria química	116 ^o

Fonte: resultados da pesquisa

No último ano do índice, representado no Quadro 55, Hypermarcas e Eletropaulo melhoraram sua classificação, aparecendo pela primeira vez no índice. Entre as últimas, Rumo S.A. e Braskem apareceram pela primeira vez nos últimos lugares; no caso da Braskem, a empresa estava, nos anos de 2010 e 2011, entre as primeiras classificadas.

Analisando a classificação do índice de governança corporativa, as empresas que melhor se destacaram em relação a governança ao longo dos anos da pesquisa foram Pão de Açúcar e Suzano Papel. Todavia estas empresas não são as primeiras classificadas na

dimensão de maior peso do índice, isto é, a composição do conselho de administração. Somente o ano de 2010 as duas empresas configuram entre as primeiras classificadas na dimensão e em 2012 somente a Pão de Açúcar. Nos demais anos as empresas estão em piores classificações. Resultados semelhantes acontecem na segunda dimensão de maior peso, divulgação e transparência da informação, quando a partir de 2012 a Suzano aparece entre as melhores classificadas e a Pão de Açúcar surge somente em 2015. Somente na dimensão incentivo aos administradores que as empresas estão bem classificadas no ranking da dimensão.

Estes resultados não indicam que o peso das dimensões na composição do índice de governança são irrelevantes. Ao contrário, indicam que apesar da relevância da dimensão na composição do índice, os valores obtidos pelas empresas em cada uma das variáveis serão os condicionantes para a classificação das empresas em relação à governança corporativa. Isso acontece pois como o índice é formado a partir de uma equação, logo, caso apresente valores maiores em dimensões de menor peso e baixos valores nas dimensões de maior peso, o resultado será uma boa classificação de governança, como o apresentado nos resultados.

5.7 Governança corporativa e desempenho econômico-financeiro

Para atender o objetivo específico iv., verificar se a governança corporativa influencia o desempenho financeiro da empresa, foi realizada uma regressão do índice obtido na análise de componentes principais com as variáveis: Q de Tobin e rentabilidade do ativo (ROA).

O primeiro modelo, tem como variável dependente o Q de Tobin, sendo assim escrito:

$$qtobin_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ALAVFIN_{it} + \beta_3 IGC_{it} + v_i + \varepsilon_{it} \quad (42)$$

em que

α – é o intercepto do modelo;

β_1, β_2 e β_3 – coeficientes angulares estimados para cada variável;

i – 1, ..., 116 empresas da amostra;

t – 1, ..., 7 referente ao horizonte de tempo analisado entre 2010 e 2016;

$v_i + \varepsilon_{it}$ – são os resíduos do modelo;

qtobin – variável dependente que representa o desempenho econômico-financeiro da empresa;

TAM e *ALAVFIN* – variáveis independentes/controle do modelo;

IGC – variável independente (proxy de governança corporativa).

Estabelecida a equação, os resultados da análise da regressão do desempenho econômico-financeiro da empresa e a governança são apresentados.

Inicialmente, foi testada a presença de multicolinearidade nos dados com o Teste de Fator de Inflação da Variância (VIF). O resultado apresenta um VIF baixo, isto é, os dados não apresentaram problemas de multicolinearidade. Assim, foi possível testar se o modelo seria *pooled*, de efeitos fixos ou aleatórios. Primeiro foi testado o modelo *pooled versus* os efeitos fixos por meio do teste de Chow, cujo resultado indica a rejeição da hipótese nula, apontando que o modelo a ser utilizado é o modelo de efeitos fixos.

Em seguida, foi testado o modelo *pooled versus* o modelo de efeitos, por meio do teste de Breush Pagan. Os resultados do teste indicaram a rejeição da hipótese nula e, dessa forma, o modelo a ser utilizado é o modelo de efeitos aleatórios. Isto posto, o teste de Hausman foi realizado para verificar qual modelo seria utilizado, efeitos fixos ou efeitos aleatórios. O teste de Hausman apontou para a utilização do modelo de efeitos fixos, uma vez que o p-value indicou a rejeição da hipótese nula.

Após definir a utilização do modelo de efeitos fixos, verificaram-se problemas de autocorrelação serial e heterocedasticidade dos dados. O teste utilizado para verificar problemas de autocorrelação foi o teste de Wooldridge, cujo resultado indica a rejeição na hipótese nula, isto é, os dados apresentam problemas de autocorrelação. Confirmada a presença de problemas de autocorrelação, investigaram-se problemas de heterocedasticidade por meio do teste de Wald. O resultado do teste de Wald aponta para a rejeição da hipótese de homocedasticidade, indicando problemas de heterocedasticidade. Dessa forma, o modelo foi corrigido e a regressão foi realizada por mínimos quadrados generalizados (Tabela 35).

Tabela 35. Governança corporativa e desempenho econômico-financeiro

Variável	Coefficientes	Erro-padrão	P-value
Constante	5,3970	0,3367	0,0000
TAM	-0,2581	0,0198	0,0000
ALAVFIN	0,0001	0,0004	0,8660
IGC	0,0550	0,0373	0,1400
Número de observações = 812		Número de grupos = 116	
Teste de heterocedasticidade de Wald		Prob > chi2 = 0,0000	
Teste de autocorrelação de Wooldridge		Prob > F = 0,0000	

Fonte: resultados da pesquisa.

Na Tabela 35 apresentam-se os resultados da comparação entre os resultados do índice de governança elaborado e a variável de desempenho econômico-financeiro das empresas (Q de Tobin). Os resultados da regressão apontam para uma relação positiva entre o índice de governança e o desempenho financeiro da empresa. Como apresentado na seção 4.4.6, esperava-se uma relação positiva entre o índice de governança e Q de Tobin, como o apresentado, todavia, acreditava-se que esta relação, além de positiva, também seria significativa. Assim, seria possível afirmar que os atributos de governança, isto é, a qualidade de governança corporativa das empresas da amostra influenciaria no seu desempenho econômico-financeiro. Todavia, apesar de ser uma relação positiva, não é significativa e, logo, não é possível afirmar que, para o período de estudo e para a variável de performance escolhida, os atributos de governança não refletem em seu desempenho financeiro, medido pelo Q de Tobin.

O resultado encontrado é semelhante aos encontrados nos trabalhos de Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Catapan, Colauto e Barros (2013). Estes autores também encontraram relação positiva entre os atributos de governança das empresas e o desempenho econômico-financeiro das empresas, porém, os resultados não foram significativos. Em contrapartida, o resultado difere dos relatados por Correia (2008) que, além de encontrar relação positiva entre governança e desempenho econômico-financeiro, concluiu que ela foi significativa, sendo possível afirmar que os atributos de governança impactam o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Já o segundo modelo (equação 43), tem como variável dependente o ROA:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ALAVFIN_{it} + \beta_3 IGC_{it} + v_i + \varepsilon_{it} \quad (43)$$

onde

ROA – variável dependente que representa o desempenho econômico-financeiro da empresa;

Assim como no modelo anterior, testou-se a presença de multicolinearidade nos dados por meio do VIF no qual o resultado apontou a ausência de problemas de multicolinearidade. Em seguida foi realizado o teste de Chow que indicou a utilização do modelo de efeitos fixos ao *pooled*. Já o resultado do teste de Breush Pagan indicou a utilização do modelo de efeitos aleatórios ao *pooled*. Por fim, o teste Hausman apontou que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.

Em seguida foram realizados os testes para verificar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação nos dados, cujos resultados confirmaram a existência de heterocedasticidade e autocorrelação. O modelo foi corrigido para estes problemas e estimado por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (*feasible least squares*).

Tabela 36. Governança corporativa e ROA

Variável	Coefficientes	Erro-padrão	P-value
Constante	0,2031	0,0027	0,000
TAM	- 0,01003	0,0016	0,000
ALAVFIN	0,0002	0,0001	0,143
IGC	0,0056	0,0045	0,215
Número de observações = 812		Número de grupos = 116	
Wooldridge - Prob > F = 0,0000			

Fonte: resultados da pesquisa.

A Tabela 36 demonstra que os resultados com o ROA como dependente são semelhantes aos com o Q de Tobin como dependente. Há uma relação positiva entre o índice de governança das empresas e o ROA, contudo, não é significativa uma vez que seu p-value é 0,215. Este resultado se assemelha aos encontrados por Silveira (2004) e Catapan, Colauto e Barros (2013) e difere dos resultados de Silva e Leal (2005). Este último, conclui que uma pequena parcela das empresas estudadas que apresentaram desempenho significativamente maior, mensurado pelo ROA.

Os resultados de ambos os modelos, apesar de apresentarem resultados positivos, indicando a possibilidade de que a governança corporativa impacte nos resultados

financeiros da empresa, não foram significativos. Isto é, para essa amostra e para as características de governança selecionada, não é possível afirmar que influenciam no desempenho econômico-financeiro das empresas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta, nesta tese, foi a de construir um índice de governança corporativa para as empresas listadas em bolsa do mercado brasileiro. Pautando-se nos princípios propostos por diversos códigos de governança, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e o mais referenciado destes, o da OCDE, foram escolhidas cinco dimensões que representassem a governança corporativa dessas empresas. São elas:

- ✓ estrutura de propriedade e controle;
- ✓ divulgação e transparência das informações;
- ✓ composição do conselho de administração;
- ✓ incentivo aos administradores/agentes;
- ✓ direito dos acionistas.

Respondendo ao primeiro objetivo específico, identificar os modelos de mensuração de governança corporativa já desenvolvidos para o mercado brasileiro, três trabalhos, ou modelos, foram selecionados: Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008). Os autores apresentam propostas de índices algumas diferenças e muitas semelhanças na sua construção. Entre as semelhanças, todos os trabalhos abordam questões relacionadas aos acionistas, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. Os modelos foram apresentados na seção 3 deste trabalho.

O segundo objetivo específico foi classificar as empresas em relação às cinco dimensões de governança corporativa escolhidas. Na dimensão que representa a estrutura de propriedade e controle, as empresas Ferbasa, Pão de Açúcar, Schulz, Cesp, Braskem e Coelce são as que permaneceram entre as primeiras classificações ao longo dos anos da pesquisa. Já na dimensão divulgação e transparência das informações, as empresas Cosan Ltd., Eternit e Natura foram as que configuraram entre as primeiras classificações ao longo de todos os anos.

Na dimensão que trata da composição do conselho de administração, a Eternit, volta a aparecer entre as primeiras classificações, assim como na dimensão anterior, acompanhada da Estácio Part. e Cemig. Já a Pão de Açúcar, bem classificada na primeira dimensão, figurou entre as primeiras classificações somente em dois anos da pesquisa. Todavia, na dimensão incentivo aos administradores, a empresa volta a aparecer entre as primeiras classificações ao longo dos anos. Ela vem acompanhada da Ambev S/A, Vale

e Ecorodovias. Por fim, a última dimensão analisada, direito dos acionistas, Cemig, CPFL Energia, Engie Brasil e Ambev S/A são as que se classificam entre os primeiros lugares na maioria dos anos (a Ambev S/A cai de posição somente no ano de 2013).

Para formar o índice de governança corporativa e responder ao terceiro objetivo específico (propor um índice de governança corporativa) a análise de componentes principais de cada uma das dimensões, permitiu, além de conhecer as melhores empresas em cada dimensão, conhecer os fatores que representavam essas dimensões. Dessa forma, os fatores foram utilizados para a formação do índice geral governança.

Os resultados de cada uma das análises de componentes principais evidenciaram quais variáveis eram mais relevantes na formação de cada uma das dimensões. Na estrutura de propriedade e controle, a variável com maior peso foi o percentual de ações ordinárias em posse do controlador. Dentre as variáveis que representam esta dimensão, o percentual de capital mantido por investidores institucionais apresentou sinal negativo. A presença de investidores institucionais tende a aumentar as cobranças de melhores práticas de governança, uma vez que esses investidores são de grande porte e movimentam um volume maior de recursos. Todavia, é possível que os investidores institucionais, ao tomarem decisões sobre as empresas de que participam, escolham a opção que os beneficie, isto é, seus direitos estariam garantidos em detrimento dos direitos dos minoritários. Esta situação poderia gerar conflitos entre os acionistas majoritários (institucionais) e os minoritários, o que poderia ser uma explicação para o sinal da variável.

Na dimensão que representa a divulgação e a transparência das informações, a variável de maior peso foi a publicação de relatórios financeiros no prazo, que também foi a de maior peso no índice geral de governança. Esta variável indica que as empresas estão publicando seus relatórios financeiros dentro dos prazos estabelecidos pela legislação, garantindo a acionistas e a todos *stakeholders* acesso às suas informações. Em outras palavras, elas se preocupam com a divulgação e a transparência das informações. Já na dimensão composição do conselho de administração, a variável de maior relevância foi a separação das funções de presidente do conselho e CEO da empresa. Esta disjunção é uma das garantias de que os direitos dos acionistas minoritários serão respeitados, pois os membros do conselho terão maior imparcialidade para cobrar e propor normas de governança.

No que tange ao incentivo aos administradores/agentes, a responsável pelo maior peso foi a variável que representa a remuneração dos gestores. A remuneração dos gestores é uma recomendação vinda da Teoria da Agência, a qual afirma que, quando os administradores são bonificados por sua gestão, as chances de eles agirem em benefício próprio são reduzidas. Consequentemente, os incentivos aos administradores contribuem para a melhoria das práticas de governança. Por fim, a dimensão que reflete o direito dos acionistas apresentou como variável de maior peso a manutenção de programas de ADRs nas empresas. A emissão de ADRs, por parte das empresas, indica que elas estão sujeitas às normas do mercado norte-americano e, consequentemente, necessitam reforçar seus mecanismos de governança.

Os fatores de cada dimensão foram utilizados para construir o índice de governança corporativa das empresas. Como cada fator é composto pelas variáveis que representam as dimensões, foi possível conhecer a participação de cada uma das variáveis na composição do índice, assim como a participação de cada dimensão. Os resultados apontaram que a dimensão e governança com maior peso no índice foi a composição do conselho de administração. Este é o órgão responsável por garantir o direcionamento estratégico da empresa, visando sempre à garantia dos interesses dos seus acionistas. Portanto, ele pode fiscalizar e propor as condutas de governança corporativa.

Posteriormente, os resultados obtidos no índice de governança foram comparados com duas variáveis de desempenho financeiro, uma vez que se espera que empresas com melhor governança corporativa consigam melhores resultados financeiros. Desta forma o quarto objetivo específico foi respondido. A relação entre o desempenho econômico-financeiro e o índice de governança corporativa foi positiva, assim como o esperado para as duas variáveis. No entanto, a relação não foi significativa, não sendo possível afirmar que as empresas com melhor governança apresentam melhor desempenho econômico-financeiro.

Cabe ressaltar que, apesar de uma dimensão se destacar na composição do índice, a classificação das empresas dependerá do valor de cada variável. Em relação aos outros modelos de governança, dois deles classificam as empresas em relação à sua governança por meio de um questionário. O terceiro elenca uma série de variáveis para propor o índice de governança. A relação entre governança e o desempenho econômico-financeiro foi estatisticamente significativa somente no trabalho de Correia (2008). Durante o processo

de elaboração deste trabalho, foi possível constatar que diversas informações a respeito das empresas não estavam disponíveis ou eram publicadas, além de estarem dispersas em diversos documentos, os quais, mesmo com uma exigência de padronização, não apresentavam todos os dados.

Como sugestão de pesquisas futuras, propõem-se a inclusão de novas variáveis e testar a presença de cada variável nas dimensões de governança; comparar os resultados encontrados com variáveis do mercado financeiro; influencia dos eventos do mercado acionário na governança das empresas. Sugere-se também a validação do índice nos anos seguintes ao da pesquisa. Ademais, propõe-se pesquisar as características e vantagens da governança corporativa das empresas considerando a perspectiva dos stakeholders, se distanciando um pouco da perspectiva dos acionistas, uma vez que esta é a mais estudada.

Outrossim, cabe verificar a relação do índice de governança com o desempenho econômico-financeiro das empresas considerando outras variáveis financeiras, como o retorno sobre o investimento, *cash flow return on investimento (CFROI)* e *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)*. Até mesmo considerar os resultados financeiros da empresa com defasagem para verificar o impacto da governança nos resultados de anos posteriores a adoção das práticas de governança.

Desta forma, conclui-se que o presente trabalho contribuiu para a literatura de governança corporativa ao apontar as variáveis com maior peso em cada dimensão de governança. Além de propor um índice cuja metodologia para replicação é mais compreensível e diferenciada ao usar os fatores de cada ACP para a elaboração do índice final. Destaca-se que apesar de ser um trabalho com dados das empresas com ações negociadas em bolsa, diversas informações não são de fácil acesso ou estão disponíveis. Assim, algumas variáveis inicialmente consideradas ou encontradas na literatura internacional sobre governança corporativa não puderam ser utilizadas.

REFERÊNCIAS

- ABDULLAH, S. N.; ISMAIL, K. N. I. K.; NACHUM, L. Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate governance in emerging markets. **Strategic Management Journal**. 37, 466-476, 2016.
- AKSU, M.; KOSEDAG, A. Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul stock exchange. **Corporate Governance**, 14(4), 277-296, 2006.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, vol. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- AL-MALKAWI, H-A. N.; PILLAI, R.; BHATTI, M. I. Corporate governance practices in emerging markets: the case of GCC countries. **Economic Modelling**, 38, 133–14, 2014.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimentos públicos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 37, p. 369-387, out/dez 2010.
- ANTONELLI, R. A.; JESUS, M. C.; CLEMENTE, A.; CHEROBIM, A. P. M. S.; SCHERER, L. M. A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v. 4, n. 1, p. 52-76, jan./abr., 2014
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**, 7^a ed. Atlas, 2014.
- ASX. **Corporate governance principles and recomandatos**. 3 ed., ASX Corporate Governance Council, 2014.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, 23(3), 325-346, 2010.
- BEIRUTH, A. X.; BRUGNI, T. V.; FÁVERO, L. P.; GOES, A. O. S. Níveis diferenciados de governança corporativa e *disclosure timeliness*: um estudo exploratório no mercado brasileiro. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, v. 4, n. 1, p. 77-89, jan./abr., 2014.

- BEKIRIS, F. V.; DOUKAKIS, L. C. Corporate governance and accruals earnings management. **Managerial and Decision Economics**, 32: 439–456, 2011.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.
- BERNADINO, F. F. M.; PEIXOTO, F. M.; NASCIMENTO, R. Governança corporativa e o valor da firma: um estudo brasileiro de empresas do setor elétrico. **RECADM**, v. 13, n. 2, Mai./Ago. 2014.
- BERNARDES, P.; BERTUCCI, J. L. O.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **RAUSP – Revista de Administração**, USP, São Paulo, v.41, n.01 (p.183-195), 2006.
- BESANKO, D; DRANOVE, D. SHANLEY, M.; SHAEFER, S. **A economia da estratégia**. Porto Alegre. Bookman, 2006.
- BLACK, B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. **Emerging Markets Review**, 2, 89–108, 2001.
- BLAIR, M. M. For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. **Long Range Planning**, v. 31, 1998.
- BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bmfBovespa.com.br>. Acesso em: 02/05/2015, 2015.
- BM&FBOVESPA. **Índices de ações do mercado brasileiro**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/BuscarIndices.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 fev. 2015, 2015a.
- BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A.; XIE, Y. The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital. **Review of Accounting Studies**, 9, 233–259, 2004.
- BRESSAN, V. F. G. **Seguro depósito e Moral Hazart nas cooperativas de crédito brasileiras** (Tese). Universidade Federal de Viçosa, 2009.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v.11, n.1, p. 96, Jan.-Mar. 2014 p. 96

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Rausp. Revista de Administração da USP**, 37(3), 19-32, 2002.

CASTRO JUNIOR, F. H.; YOSHINAGA, C. E. Coassimetria, cocurtose e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel. **RAM**, v.13, N.1. São Paulo, Jan/fev, 2012.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, 59 (3), jul/sep, 2014

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 2, p. 16-30, mai/ago 2013.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, vol. 23, n.3, p. 70-74, 1994.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, vol. 57, n. 6, p. 2741- 2771, 2002.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B.B., Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review** (2012), doi:10.1016/j.ememar.2012.03.002

CLEMENTE, A.; ANTONELLI, R. A.; SCHERER, L. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, 11 (2), 140-152, 2014.

CLETO, P.; MACHADO, D. **Fitch rebaixa rating e Brasil perde grau de investimento**. Valor econômico, 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4360470/fitch-rebaixa-rating-e-brasil-perde-grau-de-investimento>

COASE, R. H. The nature of the firm, **Economica**, v.4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COASE, R. H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1-44, 1960.

- COASE, R.H. Discussion. **American Economic Review**, v. 54, n. 3, p. 194-197, 1964.
- COASE, R.H. The Federal Communications Commission. **Journal of Law and Economics**, v. 2, n. , p. 1-40, 1959.
- CODE DE GOUVERNEMENT. Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, June 2013.
- COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil - Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, 9:26-37, 2010.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em Administração**. Tradução de Luciana de Oliveira Rocha. 10a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.
- CORREIA, L. F. **Um índice de governança para o Brasil** (Tese). Universidade Federal de Minas Gerais, 2008.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 22, n.55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr. 2011.
- CVM. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: < <http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins409-2004.htm>>. Acesso em: 15 dez.2015.
- CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em www.cvm.org.br Acesso em: 20 out. 2014.
- DALLAS, L.L. Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle and Means. **Journal of Law Reform**, 22 U. Mich. 19, 1988
- DANCEY, C. P.; REIDY, J. **Estatística sem matemática para psicologia**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.
- DU PLESSIS, J. J.; BAGARICK, M.; HARGOVAN, A. **Principles of contemporary corporate governance**. Cambridge University Press, 2011.
- DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M. ; COLAUTO, R. D. **Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças**. Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 4., 2007, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2007.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, 59, 1553–1583, 2004.

ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **BASE – Rev. de Adm. e Contabilidade da Unisinos**. jan/mar. 2013

FAMA, E. F.; JENSEN, M. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law and Economics**, 26, 327–349, 1983a.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, vol. 26, n. 2, p.301-325, 1983b.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 07, nº4, outubro/dezembro, 2000.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, vol. 7, n. 4, out/dez, p.27-43, 2000.

FÁVERO; L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. 1. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. **Organizações em contexto**, Ano 6, n. 11, janeiro-junho 2010

FERREIRA, R. N.; SANTOS, A. C.; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FONSESA, R. A. Governança Corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.

FIELD, A.. **Descobrendo a Estatística Usando o SPSS**. Porto Alegre: ArtMed, 2009.

FOCARDI, S. M.; FABOZZI, F. J. **The mathematics of financial modeling and investment management**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

FRANCISCO, J. R. S. **Índice de governança corporativa: criação de valor e desempenho nas cooperativas de crédito**. 301f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte/MG, 2014.

GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Contractual Corporate Governance. **Journal of Corporate Finance**, 14, 166–182, 2008.

GOMPERS, P.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Price. **The Quarterly Journal of Economics**, 118, 107–155, 2003.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 5^o ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4 ed. São Paulo: Campus, 2006.

GUPTA, K.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A., Is Corporate Governance Relevant during the Financial Crisis? **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money** (2010).

HAIR JR., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J. **Análise Multivariada de Dados**. Tradução de Adonai Schlup Sant'Anna. 6a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009. 688 p.

HEIJ, C.; BOER, P.; FRANSES, P. H.; KLOEK, T.; DIJK, H. K. V. **Econometric methods with applications in business and economics**. New York: Oxford, 2004.

HIMMELBERG, C., HUBBARD, R.G., PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, vol. 53, n. 3, p. 353–384, 1999.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. <http://www.ibgc.org.br/>. Acesso em: 30/01/2017

JARREL, G.; POULSEN, A. B. Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence. **Journal of Financial Economics**, 20, 129–152, 1988.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, 76 (2), 323-329, 1986.

JENSEN, M. C. Self-interests, altruism, incentives, and agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 7, n. 2, p. 40-45, 1994.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305–360, 1976.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, vol. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JOH, S. W. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. **Journal of Financial Economics**, Volume 68, Issue 2, May 2003, Pages 287–322.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da pesquisa em Ciências Sociais**: um tratamento conceitual. Tradução de Helena Mendes Rotundo. São Paulo: EDU - Editora Pedagógica e Universitária Ltda, 1910. 378 p.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**, April, 2002.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, vol. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LAPORTA, R; LOPEZ-DE SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, 58, 3–27, 2000.

LAPORTA, R; LOPEZ-DE SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LATTIN, J.; CARROLL, J. D.; GREEN, P. E. **Análise de dados multivariados**. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

LIPMAN, F. D.; LIPMAN, L. K. **Corporate governance best practices**: strategies for public, and not-for-profit organizations. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 291 p., 2006.

MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.8, nº16, p. 89-110, jul./dez., 2011

MAIA, C. **S&P tira grau de investimento do Brasil**. Valor econômico, 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4215984/sp-tira-grau-de-investimento-do-brasil>

MALHOTRA, N. K. **Pesquisas de marketing**: uma orientação aplicada. Tradução de Laura Bocco. 4a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTIN, N.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 7-22, jan./abr. 2004.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007. 225 p.

MELO, R. S.; BATISTA, P. C. S.; MACEDO, A. C. M.; COSTA, R. B. L. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE**, jan./mar. 2013

MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSONI, L.; MARTIN, D. M. L.; MARTELANC, R. A Influência das Redes de Relações Corporativas no Desempenho das Empresas do Novo Mercado da Bovespa. **XXXII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro/RJ. 06 a 10 de setembro de 2008

MICHEL, M. H.. **Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais**, 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2015.

MONTE, P. A.; REZENDE, C. C.. TEIXEIRA, G. S.; BESARRIA, C. N. Existe relação entre Governança Corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 2, p. 15-44, abr./jun. 2010.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, 20, p. 293-315, 1988.

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH et al. (org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker, 2002. Cap. 29.

NELSON, J. Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, 11, p. 197-208, 2005.

OECD. **G20/OECD Principles of corporate governance**, OECD Publishing, Paris, 2015.

OECD. **OECD economic surveys**. Paris, 1998. Disponível em <http://www.oecd.org>. Acesso: 27 out 2016.

OLIVEIRA NETO, J. C. C.; MEDEIROS, O. B.; QUEIROZ, T. B. Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: lead-lag entre o IGC e o IBrX. **Revista Brasileira de Finanças**, vol 10, n. 1, pp. 149-172, 2012.

PAGLIARUSSI, M. S.; LIBERATO, G. B. *Disclosure* de estratégia em relatórios anuais: uma análise das dimensões culturais, de sistema legal e de governança corporativa em empresas de quatro países. **RAM, REV. ADM. MACKENZIE**, V. 12, N. 4, p. 155-181, JUL./AGO. 2011

PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. Governança corporativa, risco e custo de capital: uma análise durante crises ocorridas na primeira década do século XXI. **Gestão & Regionalidade**, v. 30, n. 90, set/dez 2014.

PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. NEVES, J. C. C. Governança corporativa e crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 39, p. 119-133, agosto 2014.

PICCOLI, P. G. R.; SOUZA, A.; SILVA, W. V. As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 141-162, jan./abr. 2014

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, ano 3, v. 1, n. 6, p. 143-164, jul/dez 2006.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

ROCCA, C. A. **Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002**. Estudos IBMEC 2. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGI**, v. 19, n. 2, p. 327-340, 2012.

RODRIGUES, M. M. S.; MUNIZ, R. M.; AMARAL, H. F.; FRANCISCO, J. R. S. Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa. **Economia e Gestão**, v. 15, n. 38, Jan./Mar. 2015

- ROE, M. J. **The Institutions of Corporate Governance**. Pages 371–399 of: M'ENARD, C.; SHIRLET, M. M. (eds), **Handbook of New Institutional Economics**. Berlin: Springer, 2005.
- ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. (6a ed.). São Paulo: Atlas, 2012.
- ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas BM&F Bovespa. **RAE**, v. 53, n. 3, mai/jun 2013.
- SANTOS, J. F.; LEAL, R. P. C. **Práticas de Governança em Empresas Familiares não-Listadas de Capital Aberto**. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 7, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: SBFIn, 2007. CD-ROM.
- SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. M. *Board Interlocking* no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, n.2, v.5, pp 125-163, 2007.
- SELLTIZ, C.; WRIGHTSMAN, L. S.; COOK, S. W. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2. ed. São Paulo: E.P.U., 2010, 1987 3 v.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, vol. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SHORT, H.; KEASEY, K. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidences from UK. **Journal of Corporate Finance**, 5, 79–101, 1999.
- SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998.
- SILVA, A. L. C. Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma. 98 p. São Paulo: Saraiva, 2006.
- SILVA, A. L. C. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Políticas de Dividendos Das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, 39, 348–361, 2004.
- SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, 3, 1–18, 2005.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; NARDI, R. Y. S. **Governança corporativa e desempenho em aquisições de empresas**. XXXVI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro/RJ. 22 a 26 de setembro de 2012.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil** (Tese). Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil** (Dissertação). Universidade de São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2015.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd**, ed. 61, vol. 14, n. 3, set/dez 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, 2006.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE**, v. 43, n. 3, 2003.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. C. B.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas cias abertas: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março, 2003.

SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DASILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **R.Adm.**, São Paulo, v.44, n.3, p.173-189, jul./ago./set. 2009

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes de estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008.

SMITH, C. Option pricing: a review. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 1/2, p. 3-52, 1976.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras? **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 25, n. 65, p. 145-160, maio/jun./jul./ago. 2014

SOUZA, G. H. S.; LIMA, N. C.; BARBOSA, F. B.; COUTINHO, A. C.; ALBUQUERQUE, A. A. Corporate governance and performance of the stocks of companies from the Brazilian electricity sector listed in Bovespa. **Revista de Negócios**, v. 20, n. 1, p. 13-28, April, 2015

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo Sobre a Conduta e Performance Das Firms Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, 59, 635–674, 2005.

STULZ, R. M. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. **Journal of Financial Economics**, 20, 25–54, 1988.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T., **An empirical test of the corporate life cycle**. Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 1997.

TOBIN, J. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, n. 65-86, February, 1958.

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, 43, 567–591, 1988.

WILLIAMSON, O. E. Corporate Governance. **Yale Law Journal**, 93, 1197–1230, 1984.

WILLIAMSON, O. E. Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange. **The American Economic Review**, 73, 519–540, 1983.

WILLIAMSON, O. E., *The mechanisms of governance*. **Oxford University Press**, 1996.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and painel data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Setores das empresas da amostra

Empresa	Setor
Alpargatas	Indústria de artigos de couro e afins
Ambev S/A	Indústria de bebidas e fumo
Arteris	Atividades auxiliares ao transporte
B2W Digital	Varejista não estabelecidos em loja
Bradespar	Administração de empresas e empreendimentos
Brasilagro	Agricultura
Braskem	Indústria química
BRF	Indústria de alimentos
CCR S/A	Atividades auxiliares ao transporte
Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água
Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água
Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água
Cia Hering	Indústria de roupas
Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água
Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água
Contax	Serviços de apoio a empresas
Copasa	Empresa de eletricidade, gás e água
Copel	Empresa de eletricidade, gás e água
Cosan	Indústria de alimentos
Cosan Ltd	Indústria de alimentos
CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água
Csu Cardsyst	Serviços de apoio a empresas
Cyrela Realt	Construção de edifícios
Dasa	Serviços ambulatoriais de saúde
Direcional	Construção de edifícios
Dufry AG	Loja de mercadorias variadas
Duratex	Indústria de móveis e afins
Ecorodovias	Atividades auxiliares ao transporte
Eletrobrás	Empresa de eletricidade, gás e água
Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água
Embraer	Indústria de equipamentos de transporte
Energias BR	Empresa de eletricidade, gás e água
Eneva	Empresa de eletricidade, gás e água
Engie Brasil	Empresa de eletricidade, gás e água
Equatorial	Empresa de eletricidade, gás e água
Estacio Part	Educação
Eternit	Indústria de produtos de minerais não metálicos

“continua”

APÊNDICE A “continuação”

Eucatex	Indústria de artigos de madeira
Even	Construção de edifícios
Eztec	Construção de edifícios
Fer Heringer	Indústria química
Ferbasa	Siderurgia e indústria básica de outros metais
Fibria	Indústria de papel
Fleury	Serviços ambulatoriais de saúde
Gafisa	Construção de edifícios
Gerdau	Siderurgia e indústria básica de outros metais
Gerdau Met	Siderurgia e indústria básica de outros metais
Grendene	Indústria de artigos de couro e afins
Guararapes	Indústria de roupas
Helbor	Construção de edifícios
Hypermarcas	Outras indústrias
Inds Romi	Indústria de máquinas
Iochp-Maxion	Indústria de equipamentos de transporte
JBS	Indústria de alimentos
JHSF Part	Construção de edifícios
JSL	Transporte rodoviário
Kepler Weber	Indústria de produtos de metal
Klabin S/A	Indústria de papel
Le Lis Blanc	Indústria de fios e tecidos
Light S/A	Empresa de eletricidade, gás e água
Localiza	Serviços de locação e leasing
Log-in	Atividades auxiliares ao transporte
Lojas Americ	Loja de mercadorias variadas
Lojas Marisa	Loja de roupas e acessórios de vestir
Lojas Renner	Loja de roupas e acessórios de vestir
M.Diasbranco	Indústria de alimentos
Magnesita	Mineração (exceto petróleo e gás)
Marcopolo	Indústria de equipamentos de transporte
Marfrig	Indústria de alimentos
Mills	Serviços profissionais, científicos e técnicos
MRV	Construção de edifícios
Multiplus	Serviços de apoio a empresas
Natura	Comércio atacadista de bens não duráveis
Odontoprev	Serviços ambulatoriais de saúde
Oi	Telecomunicações
P.Açúcar-Cbd	Loja de mercadorias variadas

“continua”

APÊNDICE A “conclusão”

Paranapanema	Indústria de produtos de metal
Petrobras	Extração de petróleo e gás
Petrorio	Extração de petróleo e gás
Portobello	Indústria de produtos de minerais não metálicos
Positivo Tec	Indústria de computadores e produtos eletrônicos
Profarma	Comércio atacadista de bens não duráveis
Prumo	Administração de empresas e empreendimentos
RaiaDrogasil	Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais
Randon Part	Indústria de equipamentos de transporte
Renova	Empresa de eletricidade, gás e água
Rodobensimob	Construção de edifícios
Rossi Resid	Construção de edifícios
Rumo S.A.	Transporte ferroviário
Sabesp	Empresa de eletricidade, gás e água
Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água
Santos Brp	Atividades auxiliares ao transporte
São Martinho	Indústria de alimentos
Saraiva Livr	Indústria editorial (exceto internet)
Schulz	Indústria de equipamentos de transporte
Sid Nacional	Siderurgia e indústria básica de outros metais
SLC Agricola	Agricultura
Springs	Indústria de roupas
Suzano Papel	Indústria de papel
Tecnisa	Construção de edifícios
Tegma	Atividades auxiliares ao transporte
Telef Brasil	Telecomunicações
Tereos	Agricultura
Terra Santa	Outras indústrias
Tim Part S/A	Telecomunicações
Totvs	Indústria editorial (exceto internet)
Tran Paulist	Empresa de eletricidade, gás e água
Triunfo Part	Atividades auxiliares ao transporte
Tupy	Indústria de equipamentos de transporte
Unipar	Indústria química
Usiminas	Siderurgia e indústria básica de outros metais
Vale	Mineração (exceto petróleo e gás)
Valid	Impressão e atividades auxiliares
Weg	Indústria de máquinas
Whirlpool	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos
Wilson Sons	Atividades auxiliares ao transporte

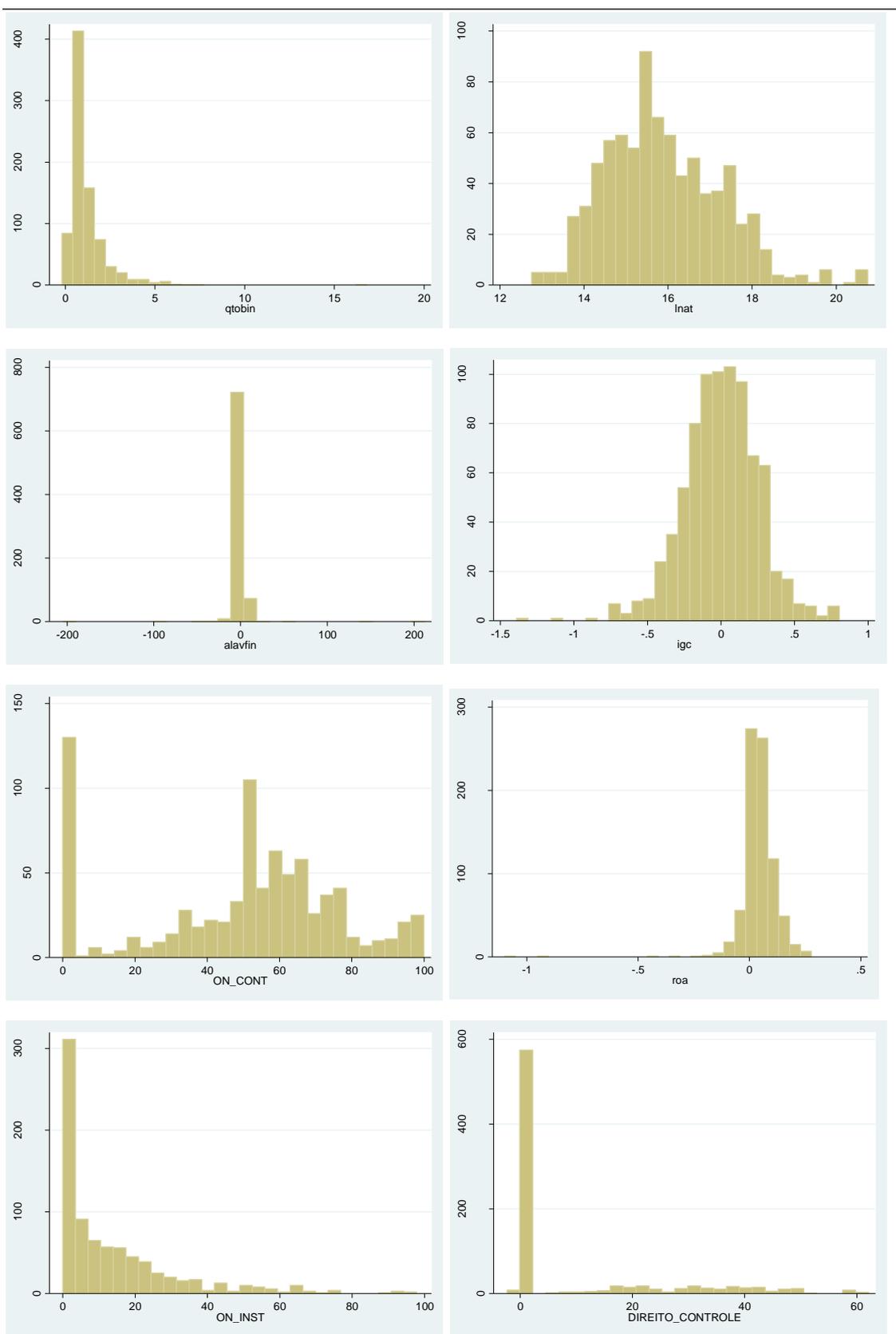
Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE B – Número de empresas por setor

<i>Setor</i>	<i>Número de empresas</i>
Empresa de eletricidade, gás e água	19
Construção de edifícios	11
Atividades auxiliares ao transporte	8
Indústria de alimentos	7
Indústria de equipamentos de transporte	6
Siderurgia e indústria básica de outros metais	5
Agricultura	3
Indústria de papel	3
Indústria de roupas	3
Indústria química	3
Loja de mercadorias variadas	3
Serviços ambulatoriais de saúde	3
Serviços de apoio a empresas	3
Telecomunicações	3
Administração de empresas e empreendimentos	2
Comércio atacadista de bens não duráveis	2
Extração de petróleo e gás	2
Indústria de artigos de couro e afins	2
Indústria de máquinas	2
Indústria de produtos de metal	2
Indústria de produtos de minerais não metálicos	2
Indústria editorial (exceto internet)	2
Loja de roupas e acessórios de vestir	2
Mineração (exceto petróleo e gás)	2
Outras indústrias	2
Educação	1
Impressão e atividades auxiliares	1
Indústria de artigos de madeira	1
Indústria de bebidas e fumo	1
Indústria de computadores e produtos eletrônicos	1
Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	1
Indústria de fios e tecidos	1
Indústria de móveis e afins	1
Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais	1
Serviços de locação e leasing	1
Serviços profissionais, científicos e técnicos	1
Transporte ferroviário	1
Transporte rodoviário	1
Varejista não estabelecidos em loja	1

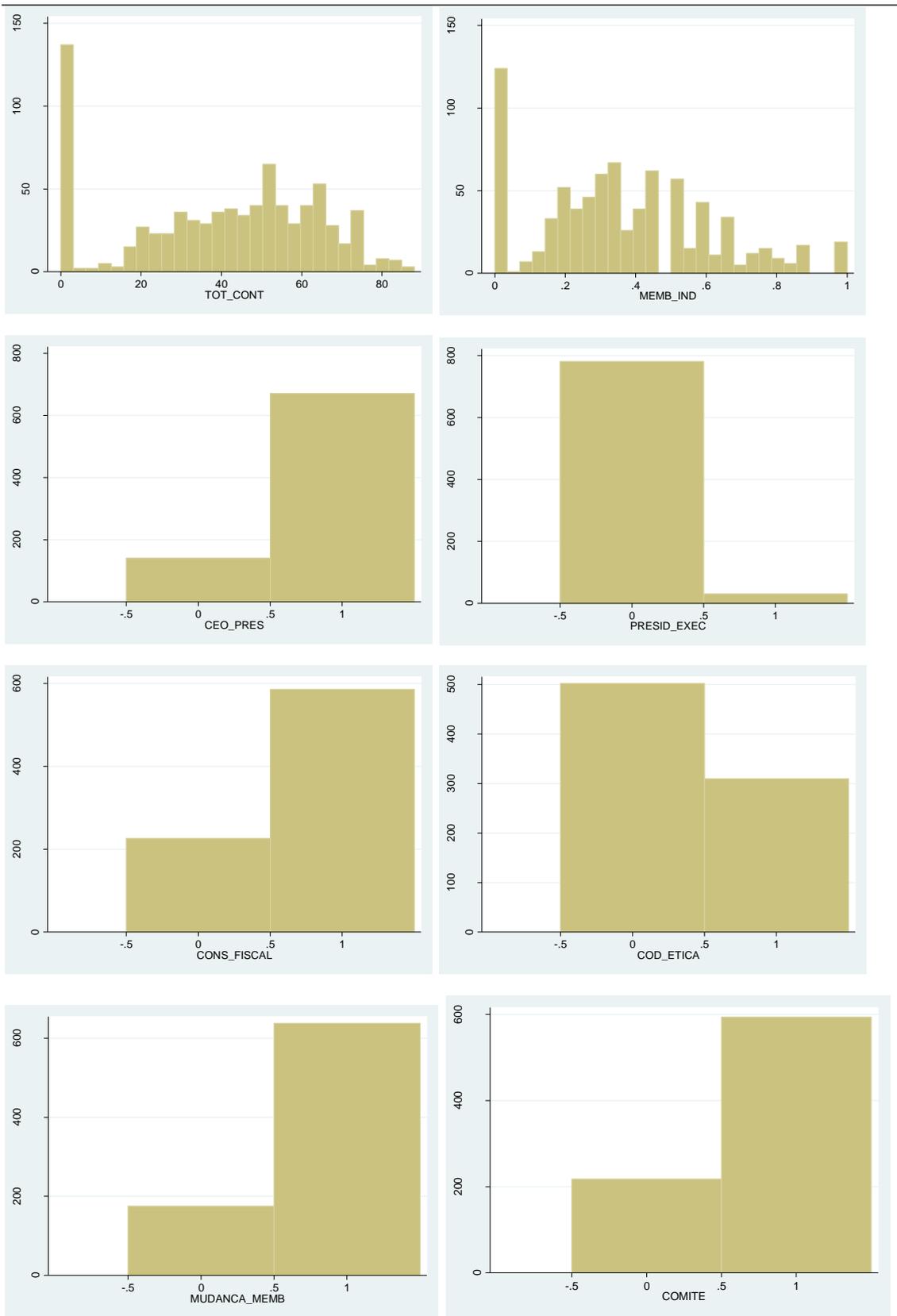
Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE C – Distribuição de frequência das variáveis analisadas



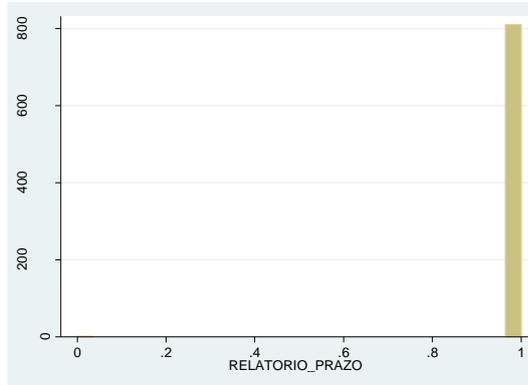
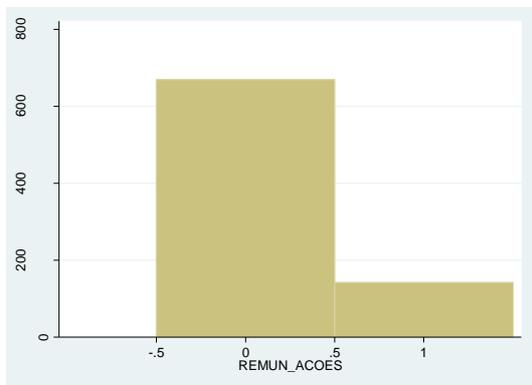
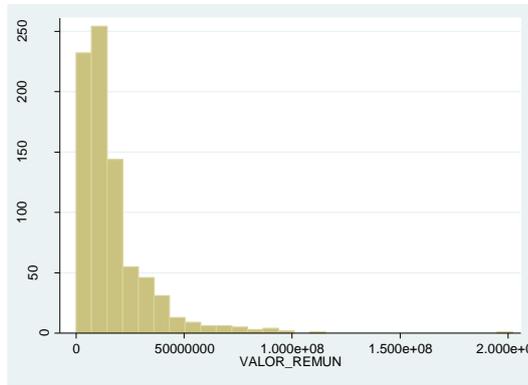
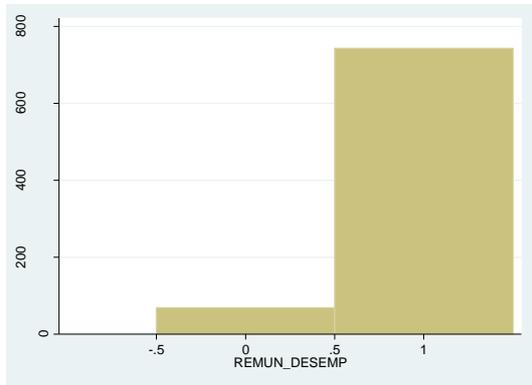
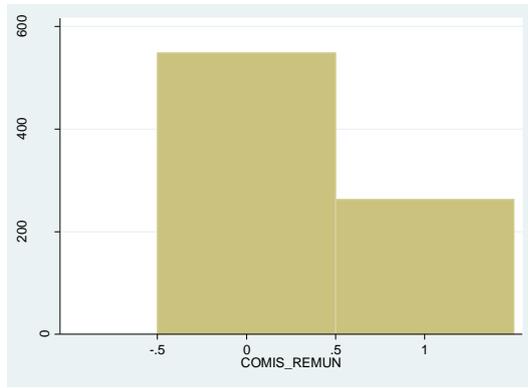
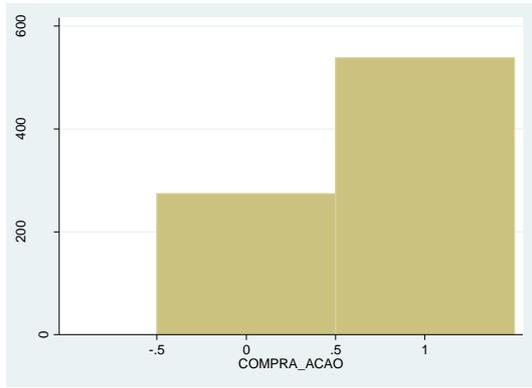
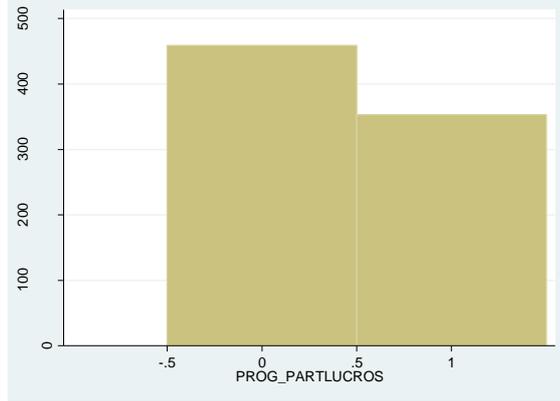
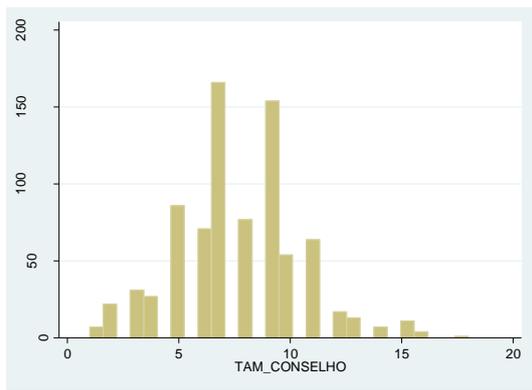
“continua”

APÊNDICE C “continuação”



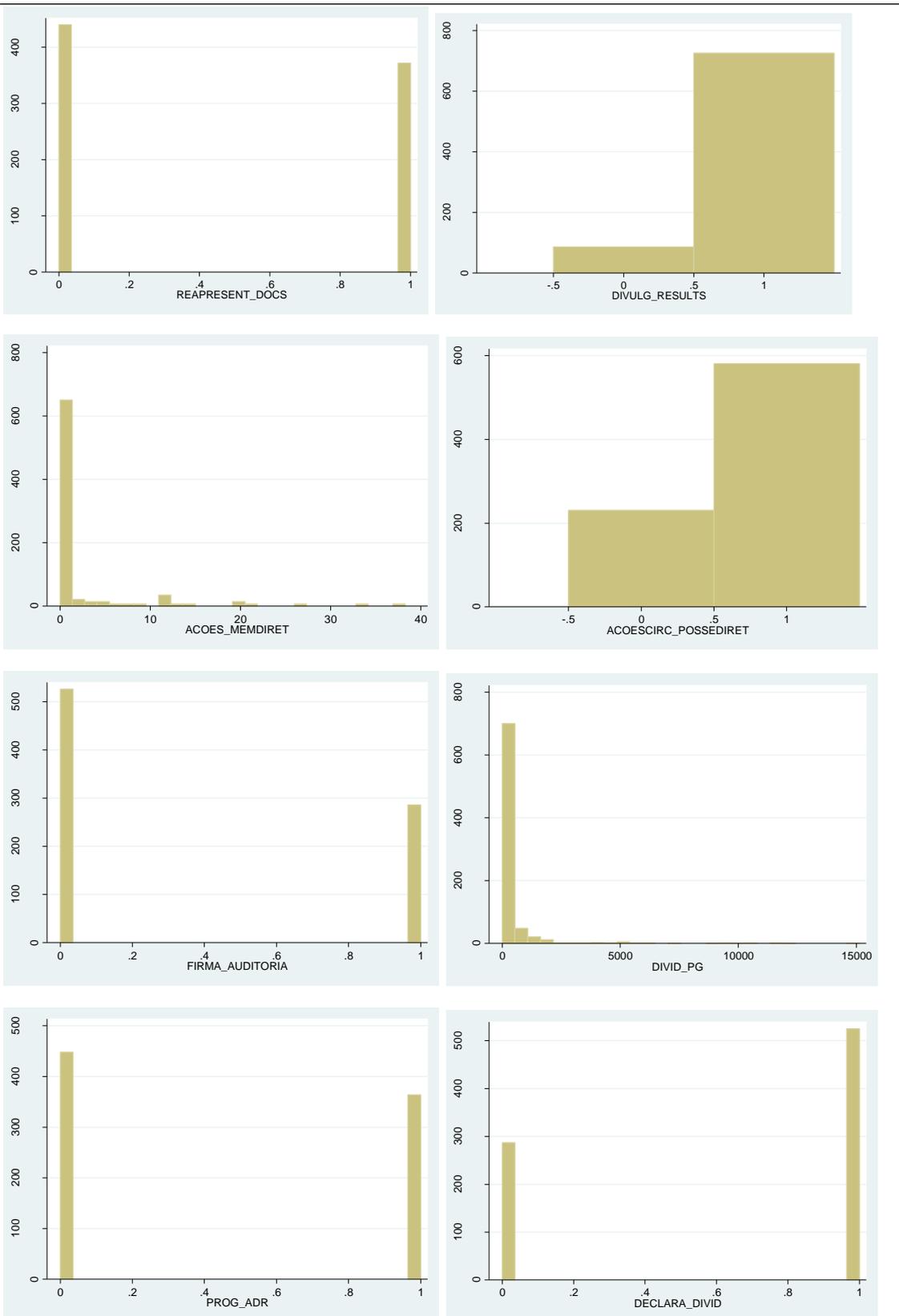
“continua”

APÊNDICE C “continuação”



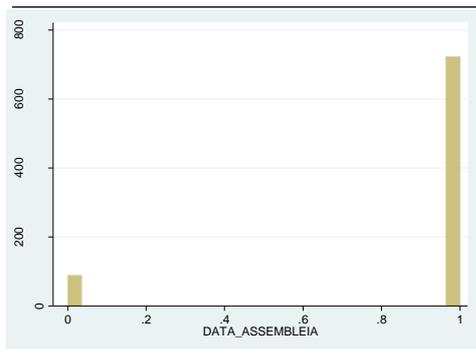
“continua”

APÊNDICE C “continuação”



“continua”

APÊNDICE C “conclusão”



Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE D – Estatísticas descritivas

<i>Variável</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Desvio padrão</i>
ON_CONT	49,3459	53,2067	0	99,9392	27,7316
ON_INST	13,3983	7,3282	0	97,8191	17,3961
DIREITO_CONTROLE	8,9410	0	-2,3732	62,0772	15,8245
TOT_CONT	40,0247	43,8568	0	88,0030	23,8847
RELATORIO_PRAZO	0,9975	1	0	1	0,0496
REAPRESENT_DOCS	0,4581	0	0	1	0,4982
DIVULG_RESULTS	0,8941	1	0	1	0,3077
ACOES_MEMDIRET	2,5480	0	0	38,2912	6,6473
ACOESCIRC_POSSEDIRET	0,7155	1	0	1	0,4512
FIRMA_AUDITORIA	0,3522	0	0	1	0,4777
MEMB_IND	0,3579	0,3333	0	1	0,2481
CEO_PRES	0,8264	1	0	1	0,3788
PRESID_EXEC	0,0382	0	0	1	0,1916
CONS_FISCAL	0,7217	1	0	1	0,4482
COD_ETICA	0,3818	0	0	1	0,4858
MUDANCA_MEMB	0,7845	1	0	1	0,4112
COMITE	0,7315	1	0	1	0,4432
TAM_CONSELHO	7,6773	7	1	18	2,7569
PROG_PARTLUCROS	0,4347	0	0	1	0,4957
COMPRA_ACAO	0,6626	1	0	1	0,4728
COMIS_REMUN	0,3239	0	0	1	0,4680
REMUN_DESEMP	0,9150	1	0	1	0,2788
VALOR_REMUN	16.823.909,23	11.619.979,14	0	201.989.886,00	17.093.928,77
REMUN_ACOES	0,1749	0	0	1	0,3799
DIVID_PG	448,5955	77,8025	0	15.125,3230	1.425,1452
PROG_ADR	0,4483	0	0	1	0,4973
DECLARA_DIVID	0,6466	1	0	1	0,4780
DATA_ASSEMBLEIA	0,8904	1	0	1	0,3124

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE E – Índice Estrutura de Propriedade e Controle nos anos de 2010 a 2016

Índice Estrutura de Propriedade e Controle							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	6,98715	6,98325	6,97159	6,93117	6,93245	6,92914	5,79830
Ambev S/A	8,03069	7,99725	8,00532	6,41447	6,42334	6,42368	6,43420
Arteris	6,19081	5,56255	6,02563	6,79826	6,79826	6,79826	5,09244
B2W Digital	5,55148	5,56167	6,06782	6,09456	5,52829	5,89827	6,33351
Bradespar	7,06774	7,85365	7,85365	7,85365	7,85365	7,85365	7,85365
Brasilagro	4,62461	3,59825	3,83973	3,76269	4,69440	4,87497	5,16353
Braskem	8,94610	8,95577	5,77202	5,76799	5,76799	5,76799	5,76799
BRF	1,21100	1,18119	1,19887	1,17090	1,16483	1,17133	1,24084
CCR S/A	5,61476	5,61476	5,61476	5,61476	5,61476	5,61476	5,61476
Celesc	5,29503	5,29503	4,82879	4,82791	4,82670	5,48025	5,48025
Cemig	6,14728	6,14728	6,14728	5,99059	6,04570	5,98558	5,57949
Cesp	9,51295	9,51295	9,53954	9,53954	9,53954	9,53954	9,53954
Cia Hering	1,45119	1,68663	1,72328	1,86628	1,43975	0,95730	0,93125
Coelce	8,76096	8,76096	8,76096	8,76096	8,99953	8,99953	8,99953
Comgás	6,02752	5,97201	8,14665	8,19521	8,18870	8,20313	8,30896
Contax	6,81105	7,26895	7,25512	6,25246	5,93429	6,34117	2,25501
Copasa	4,05275	4,05275	3,65268	3,83706	3,83706	3,83706	4,13278
Copel	5,84126	5,84126	5,84126	5,84126	5,84126	5,84135	5,84135
Cosan	6,34295	6,34182	6,34182	6,34182	6,34182	6,34182	6,34109
Cosan Ltd	4,43535	4,60931	4,78190	4,71647	4,71647	4,71647	4,82404
CPFL Energia	5,61761	4,59874	4,39569	4,29164	4,28419	4,02054	2,71767
Csu Cardsyst	1,84633	1,21004	4,92155	5,22926	5,29808	4,14781	4,12494
Cyrela Realt	4,18403	3,80282	3,80689	4,09881	4,03488	4,26168	3,96232
Dasa	1,15680	2,04442	1,95684	1,50659	4,82753	4,82753	7,10408
Direcional	5,53012	4,45766	4,81571	4,53132	4,70588	4,56435	4,35603
Dufry AG	2,72171	2,72171	2,03158	1,56103	1,45586	1,64384	1,25125
Duratex	4,39431	4,39431	4,43961	4,30714	4,15696	4,12112	4,24600
Ecorodovias	7,12394	7,12394	6,87883	6,45246	6,30318	6,45246	6,45246
Eletróbrás	4,84792	4,95348	4,95348	7,06002	7,07979	6,99903	6,99903
Eletropaulo	8,25656	8,25656	8,25656	8,25656	8,25656	8,25656	7,89168
Embraer	1,48480	1,25156	1,41893	1,53362	1,60421	1,67866	1,78945
Energias BR	6,50552	5,60044	5,44634	5,44536	5,60044	5,60044	5,60044
Eneva	6,93110	6,88829	5,37199	2,28922	1,63784	0,06452	0,00000
Engie Brasil	6,46415	6,46415	6,46415	6,46415	6,46415	6,46415	6,46415
Equatorial	5,63466	5,62227	3,36884	2,83108	0,18062	1,32632	1,36430
Estacio Part	2,94048	2,43521	1,03160	1,38327	1,40322	0,92389	0,92389
Eternit	1,71863	1,70936	1,80026	1,80026	1,81384	1,84340	1,99394

“continua”

APÊNDICE E “continuação”

Eucatex	6,40733	6,40310	6,40269	5,73376	5,69176	5,68426	5,55141
Even	3,23593	3,41748	2,59364	1,95285	1,95285	2,10558	2,10007
Eztec	6,53400	6,53400	6,53400	6,53400	6,22225	6,17407	6,53775
Fer Heringer	6,69989	6,69989	6,69989	6,69989	6,69989	5,63222	5,63222
Ferbasa	9,66687	9,66687	9,65503	9,66133	9,66346	9,60490	9,60490
Fibria	3,17869	3,27216	3,27903	3,27903	3,27903	3,31787	3,31787
Fleury	6,72673	5,37841	5,19601	5,18290	5,18290	3,62332	1,76866
Gafisa	2,25501	2,25501	2,10382	2,09184	2,08085	2,06703	2,25501
Gerdau	7,62518	7,69660	7,78008	7,78008	7,79936	7,79936	7,96897
Gerdau Met	7,16603	7,16478	7,14179	6,99113	7,01108	8,17482	8,15195
Grendene	7,10409	7,10409	7,10409	7,11268	7,11268	6,99888	6,99855
Guararapes	7,40400	7,42715	7,42715	7,42715	7,42715	7,42715	7,42715
Helbor	5,56634	5,52284	5,57866	5,55620	5,53499	5,69343	5,73126
Hypermarcas	5,54267	4,96262	4,79585	4,77693	4,77693	4,77639	4,75685
Inds Romi	1,72554	2,18351	2,14577	2,36268	2,36268	2,38012	2,57487
Iochp-Maxion	4,42736	3,91179	3,92969	3,56006	3,28432	3,44441	3,61657
JBS	5,08542	4,14762	4,01822	4,05556	3,90109	3,99390	4,20248
JHSF Part	7,58841	7,55870	6,97106	6,95177	6,94907	6,21353	6,19939
JSL	6,53645	6,53645	6,48456	6,19747	6,35041	6,46297	6,63960
Kepler Weber	3,51445	3,16702	2,86427	3,20527	3,05480	2,89719	2,72538
Klabin S/A	6,90402	6,90402	6,90402	6,90402	6,87531	6,61101	6,62020
Le Lis Blanc	1,29359	1,68139	1,69605	1,14523	0,64641	0,82089	0,92871
Light S/A	4,98976	5,22650	5,12070	5,21499	5,21499	5,39451	5,39451
Localiza	3,57216	3,56865	3,50921	3,40615	2,88650	2,88650	2,88650
Log-in	1,62510	1,62626	1,72127	1,71997	1,19929	1,87347	1,30545
Lojas Americ	4,89043	5,87391	5,87505	6,25284	6,30655	6,37430	6,44129
Lojas Marisa	6,85959	6,96444	6,96444	6,49771	6,40301	6,21034	6,15531
Lojas Renner	1,81978	1,82145	1,82616	1,61977	1,31001	1,02927	1,15914
M.Diasbranco	4,51152	4,51152	4,51152	4,51152	4,51152	4,52051	4,52051
Magnesita	5,05606	4,69671	4,84978	4,86142	4,92958	5,09085	5,13397
Marcopolo	6,84780	6,86303	6,83737	6,77313	6,72780	6,83224	6,88834
Marfrig	4,68983	4,92093	4,41517	3,87308	3,84582	3,29020	3,91842
Mills	4,81536	3,68651	4,44897	4,43197	4,42050	4,27020	4,18826
MRV	4,33018	4,36034	4,42755	3,94376	4,22065	4,10047	4,22619
Multiplus	7,05477	7,05477	7,03490	7,03490	7,03490	7,03490	7,03490
Natura	6,18377	6,17976	6,17976	6,17976	6,11106	6,11106	5,80142
Odontoprev	5,60299	5,60299	5,60299	5,45310	5,38496	5,53486	5,53486
Oi	8,08077	8,08077	6,05632	6,03682	2,88202	2,08427	1,87551
P.Açúcar-Cbd	9,66597	9,62476	9,59313	9,79815	9,99886	10,00000	9,92990

“continua”

APÊNDICE E “conclusão”

Paranapanema	0,67476	0,67476	0,67476	0,51593	0,50571	0,49066	0,46255
Petrobras	5,90715	5,61949	5,69845	5,65941	5,65901	5,56336	5,56198
Petrório	2,25501	2,25501	2,09805	2,10583	2,08604	2,25501	2,25501
Portobello	5,24394	5,46264	5,51946	5,30188	4,92674	4,92674	5,08760
Positivo Tec	6,72112	7,02075	7,02075	7,02075	7,02075	7,08613	7,08613
Profarma	5,90415	5,92409	5,53249	5,51645	4,90353	4,90353	5,13418
Prumo	1,33594	2,03610	2,18522	5,44294	5,44294	5,92676	4,90850
RaiaDrogasil	4,61856	3,93388	4,71414	4,58672	4,59152	4,49199	4,45708
Randon Part	7,68666	7,58414	7,58414	7,59631	7,59631	7,62209	7,95183
Renova	7,11365	7,62626	7,11488	7,09508	7,76684	7,54545	7,76361
Rodobensimob	5,29831	5,08261	5,25283	5,06462	4,89781	5,19861	5,35534
Rossi Resid	4,69276	4,30589	4,28964	3,26192	2,43570	3,08311	3,63195
Rumo S.A.	4,04610	3,89138	3,05224	3,04142	3,04142	2,25501	2,25501
Sabesp	5,55182	5,55182	5,55182	5,55182	5,55182	5,55182	5,28470
Sanepar	6,33457	6,33457	6,33457	6,21519	7,48382	7,62450	9,29541
Santos Brp	8,53599	8,44516	8,45506	8,47306	8,45401	8,46176	6,42333
São Martinho	6,27112	5,93622	5,93622	5,93622	5,92564	5,92564	5,92564
Saraiva Livr	5,93195	5,93195	5,93195	5,93195	5,93195	5,86495	5,81763
Schulz	9,62316	9,62316	9,62316	9,62316	9,62316	9,62316	8,85246
Sid Nacional	5,28529	5,28529	5,28529	5,28529	5,55356	5,55356	5,55356
SLC Agricola	5,60254	5,60254	5,45541	5,45541	5,42463	5,60254	5,60254
Springs	6,55964	6,55964	6,29002	5,72609	5,72609	5,72609	5,72609
Suzano Papel	8,80096	8,38870	9,42003	9,42003	9,42003	9,37955	9,59179
Tecnisa	5,61108	4,91095	5,43733	5,49178	5,82580	6,00161	5,26528
Tegma	6,55084	6,32093	6,55134	6,45549	6,45549	6,45549	6,06483
Telef Brasil	7,82280	8,61777	8,61777	8,61777	8,61777	8,85215	8,85215
Tereos	7,96787	8,02772	6,82200	6,82200	6,82200	6,82200	6,82200
Terra Santa	2,25501	2,25501	2,25501	1,82757	1,79290	1,80870	1,62034
Tim Part S/A	7,52372	6,62870	6,62870	6,62870	6,62256	6,62256	6,62256
Totvs	2,04796	1,87039	1,95825	1,96160	1,96160	1,81741	1,96544
Tran Paulist	2,25501	2,25501	2,25501	2,25501	2,25501	2,25501	2,25501
Triunfo Part	6,35415	6,27915	6,11984	4,97871	5,42558	5,42953	5,32694
Tupy	4,16342	4,18200	4,18679	3,96105	3,95302	3,97150	3,84331
Unipar	6,57000	7,25308	7,24989	7,28152	6,92127	7,16265	7,16265
Usiminas	5,60603	6,84037	6,69510	6,69655	7,79868	7,79868	7,79358
Vale	5,90186	5,90186	5,90071	5,82114	5,85776	5,75023	5,95112
Valid	1,11554	1,45423	1,67819	1,64439	1,80608	1,73783	1,86841
Weg	6,23322	6,23779	6,24798	6,20974	6,48644	6,48644	6,48754
Whirlpool	5,52467	5,52467	5,52467	5,52467	5,52467	5,52467	5,52467
Wilson Sons	5,89415	5,61074	5,60861	5,51682	5,61300	5,64333	5,72312

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE F – Índice Divulgação e Transparência da Informação nos anos de 2010 a
2016

Índice Divulgação e Transparência da Informação							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	8,01470	8,01470	8,01470	8,01470	8,01470	7,73421	8,01470
Ambev S/A	7,15537	7,15537	7,15537	0,28050	7,15537	7,93806	7,15537
Arteris	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537
B2W Digital	7,43586	7,43586	7,81745	7,43586	8,09794	7,43586	7,15537
Bradespar	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,43586	7,15537	7,15537
Brasilagro	7,57295	7,57295	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Braskem	7,15537	7,43586	7,15537	7,43586	7,15537	7,15537	0,00000
BRF	8,35060	8,07011	8,07011	8,07011	8,07011	8,07011	8,07011
CCR S/A	7,15537	7,81745	7,81745	7,81745	8,09794	7,81745	7,81745
Celesc	7,15537	8,09794	7,43586	7,81745	7,81745	8,09794	7,81745
Cemig	8,21854	7,15537	7,43586	7,43586	7,93805	8,88063	7,81745
Cesp	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537
Cia Hering	7,79698	8,57967	7,79698	7,79698	7,79698	7,51649	7,79698
Coelce	7,43586	7,15537	7,43586	7,43586	7,43586	7,15537	7,43586
Comgás	8,09794	7,81745	7,81745	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745
Contax	6,79026	6,50977	6,79026	6,50977	6,79026	6,79026	6,79026
Copasa	7,43586	7,43586	7,43586	7,43586	7,15537	7,43586	7,15537
Copel	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	8,60013	7,81745	7,81745
Cosan	7,61587	7,61587	8,27795	8,27795	8,27795	8,27795	7,99746
Cosan Ltd	9,33792	10,00000	10,00000	9,71951	10,00000	9,71951	9,05742
CPFL Energia	7,43586	7,15537	7,93805	7,15537	7,93805	7,15537	7,15537
Csu Cardsyst	7,57295	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Cyrela Realt	8,08589	8,08589	8,86857	8,58808	8,08589	7,80539	8,08589
Dasa	8,21854	7,93805	7,93805	7,43586	7,81745	7,15537	7,15537
Direcional	6,79026	6,79026	7,57295	6,79026	6,50977	6,79026	6,79026
Dufry AG	9,29313	8,51045	8,22996	9,29313	8,22996	8,22996	8,22996
Duratex	7,53053	7,91212	7,91212	7,91212	7,91212	7,91212	7,25004
Ecorodovias	8,88063	8,09794	8,09794	8,09794	7,81745	7,81745	8,09794
Eletróbrás	7,43586	7,43586	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745
Eletropaulo	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537	7,81745
Embraer	8,21854	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745	8,09794
Energias BR	8,88063	8,09794	7,81745	8,09794	7,81745	8,09794	7,81745
Eneva	7,43586	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745	7,43586
Engie Brasil	7,43586	8,21854	7,15537	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537
Equatorial	7,43586	7,43586	7,43586	8,88063	8,09794	7,81745	8,09794
Estacio Part	8,09794	8,09794	8,88063	8,09794	8,09794	7,81745	8,09794
Eternit	9,59145	9,59145	8,80877	8,80877	8,52828	8,52828	8,52828

“continua”

APÊNDICE F “continuação”

Eucatex	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,79026	6,79026	6,50977
Even	7,43586	7,15537	7,43586	7,43586	7,43586	8,09794	8,09794
Eztec	7,50565	7,22516	8,28833	7,22516	7,22516	7,22516	7,22516
Fer Heringer	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977
Ferbasa	6,79026	7,29245	6,50977	6,50977	6,79026	6,79026	6,50977
Fibria	7,43617	8,09825	7,81776	7,81776	7,81776	7,15568	7,15568
Fleury	8,29036	7,88927	8,67195	8,16976	7,88927	7,88927	8,16976
Gafisa	8,25994	8,13934	7,85885	8,13934	7,85885	7,85885	7,19677
Gerdau	7,43592	7,15543	7,15543	7,15543	7,43592	7,15543	7,15543
Gerdau Met	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,43586	7,15537	7,15537
Grendene	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,79026	6,50977	6,50977
Guararapes	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977
Helbor	6,79026	7,57295	6,50977	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977
Hypermarcas	9,28851	9,28851	9,28851	8,22533	9,00802	9,00802	8,88742
Inds Romi	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977
Iochp-Maxion	8,50875	8,89034	8,89034	8,10766	8,10766	8,10766	7,44558
JBS	7,43586	8,09794	7,81745	8,09794	7,81745	7,81745	8,88063
JHSF Part	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,79026	6,50977	6,50977
JSL	7,43586	7,43586	7,43586	7,43586	7,43586	7,43586	7,15537
Kepler Weber	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Klabin S/A	7,43586	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,43586	7,43586
Le Lis Blanc	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,79026	6,50977	6,50977
Light S/A	7,43586	7,81745	7,43586	7,15537	7,81745	7,81745	8,09794
Localiza	8,69651	8,41602	8,69651	8,69651	8,41602	8,41602	8,41602
Log-in	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,79026
Lojas Americ	7,58382	7,58382	7,30333	7,30333	7,58382	7,30333	7,30333
Lojas Marisa	8,82555	8,42446	8,70495	8,42446	8,42446	8,42446	7,76238
Lojas Renner	7,43586	7,15537	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745
M.Diasbranco	7,43586	8,09794	7,81745	8,09794	7,81745	7,81745	8,09794
Magnesita	6,79026	7,29245	7,29245	6,50977	6,50977	6,50977	7,29245
Marcopolo	8,21854	7,15537	7,15537	7,81745	7,81745	7,81745	7,15537
Marfrig	8,11384	8,11384	8,11384	8,11384	8,11384	8,61603	7,83335
Mills	8,02151	8,52370	7,74102	7,74102	7,74102	8,02151	7,74102
MRV	8,45929	8,45929	8,17880	8,45929	9,24198	8,17880	8,17880
Multiplus	7,43586	7,81745	8,09794	8,09794	8,09794	8,09794	8,09794
Natura	9,10433	8,82383	9,10433	9,10433	9,10433	9,10433	8,82383
Odontoprev	8,26822	8,64981	8,64981	7,86712	7,86712	7,86712	7,86712
Oi	8,21854	7,93805	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,43586
P.Açúcar-Cbd	7,43586	7,43586	8,09794	8,09794	8,09794	8,88063	8,09794

“continua”

APÊNDICE F “conclusão”

Paranapanema	8,21854	7,81745	7,81745	7,15537	8,09794	7,81745	8,09794
Petrobras	8,09794	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745
Petrório	8,25028	7,96979	7,30771	6,80551	7,18711	7,18711	6,52502
Portobello	6,79026	6,79026	7,29245	6,50977	6,79026	6,79026	7,29245
Positivo Tec	7,66982	8,83410	8,05141	8,05141	8,05141	7,66982	7,38933
Profarma	7,57295	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Prumo	7,43586	7,81745	8,09794	8,09794	8,88063	8,60013	7,15537
RaiaDrogasil	8,07814	8,45973	8,45973	7,79764	7,79764	7,79764	8,07814
Randon Part	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,43586	7,15537	7,15537
Renova	7,57295	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026
Rodobensimob	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,79026	7,57295
Rossi Resid	7,47709	7,47709	8,92186	8,13917	8,13917	7,19659	7,19659
Rumo S.A.	8,23563	7,45295	7,45295	7,45295	8,11503	7,83454	7,83454
Sabesp	8,88063	8,09794	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745
Sanepar	8,21854	7,93805	8,21854	7,93805	8,21854	7,93805	7,43586
Santos Brp	7,43586	7,15537	7,43586	7,15537	7,15537	7,15537	7,15537
São Martinho	7,46666	7,18616	7,18616	7,18616	7,18616	7,18616	7,84825
Saraiva Livr	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Schulz	6,79026	6,50977	6,79026	6,50977	6,50977	6,79026	6,79026
Sid Nacional	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745	7,43586
SLC Agrícola	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,79026	6,79026
Springs	7,57295	6,50977	7,57295	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Suzano Papel	8,70648	8,42599	8,70648	8,42599	8,42599	8,70648	8,70648
Tecnisa	9,21052	8,14735	8,42784	8,42784	8,14735	8,42784	8,42784
Tegma	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Telef Brasil	8,09794	8,09794	8,09794	8,09794	8,09794	7,81745	7,81745
Tereos	7,57295	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977
Terra Santa	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977	6,50977
Tim Part S/A	7,43586	7,81745	7,81745	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745
Totvs	7,43586	7,43586	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745
Tran Paulist	8,09794	8,09794	7,81745	8,09794	8,09794	7,81745	8,88063
Triunfo Part	7,50043	7,21994	7,50043	7,21994	7,50043	7,21994	7,21994
Tupy	6,79026	6,50977	6,79026	6,79026	6,79026	6,79026	6,50977
Unipar	6,79026	6,79026	6,50977	6,79026	6,50977	6,50977	6,50977
Usiminas	8,09794	7,81745	8,09794	7,81745	7,81745	7,81745	7,81745
Vale	7,43586	7,43586	7,15537	7,43586	7,93805	7,15537	7,15537
Valid	7,43586	7,15537	7,15537	7,43586	7,15537	7,43586	7,43586
Weg	7,46020	7,17971	7,17971	7,17971	7,17971	7,17971	7,17971
Whirlpool	7,43586	7,15537	7,93805	7,15537	7,43586	7,93805	7,15537
Wilson Sons	6,50977	6,79026	7,29245	6,79026	7,17186	7,17186	6,50977

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE G – Índice Composição do Conselho de Administração nos anos de 2010 a
2016

Composição do Conselho de Administração							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	2,20355	2,34356	2,34356	3,07434	1,95729	2,43879	4,54878
Ambev S/A	1,58691	1,58691	1,72691	3,55309	4,03700	2,91995	2,91995
Arteris	4,55901	4,45913	4,78065	7,39382	3,66360	4,66691	4,45913
B2W Digital	3,88229	5,30785	4,19080	4,19080	4,19080	5,37047	5,30785
Bradespar	4,23801	4,09800	2,98095	2,98095	4,98488	4,23801	4,39851
Braslagro	2,98095	4,45913	4,37071	4,33324	4,33324	4,49374	4,49374
Braskem	6,25831	6,03667	5,99568	4,13175	6,25831	6,25831	6,52095
BRF	5,79785	9,47998	6,86682	7,04622	6,91490	6,67866	6,11994
CCR S/A	6,14457	5,12929	6,14457	6,25831	6,25831	6,25831	5,51144
Celesc	5,49198	6,60903	6,60903	9,22220	9,22220	6,38680	5,75104
Cemig	7,34430	6,93158	6,93158	6,93158	6,94090	6,94090	5,90512
Cesp	4,24988	4,66691	5,41379	4,66691	5,76713	6,14457	6,14457
Cia Hering	3,59066	4,50136	4,50136	4,50136	3,38431	3,38431	3,80805
Coelce	5,12489	4,15229	5,65885	5,52753	4,51802	4,63969	4,29949
Comgás	4,59862	5,71567	6,83916	4,96879	3,85174	5,12929	5,12929
Contax	4,65802	6,22884	4,09800	4,45913	5,10149	5,51177	5,91216
Copasa	5,78738	5,94788	4,83083	5,78738	5,30588	5,30588	5,30588
Copel	5,77129	6,51816	5,36473	9,45233	6,51816	6,51816	6,19717
Cosan	2,85880	5,93679	4,38342	4,81973	5,64201	5,84837	5,10149
Cosan Ltd	3,04525	5,09890	3,62447	3,62447	1,77663	4,96758	4,30231
CPFL Energia	2,30365	4,16758	5,64201	5,64201	5,64201	5,64201	5,84837
Csu Cardsyst	2,49245	3,72170	3,72170	3,35915	7,44674	4,54468	3,07025
Cyrela Realt	1,89181	1,70352	1,70352	3,83642	5,31086	5,24823	5,04188
Dasa	4,46453	4,46898	4,46898	5,21585	4,18008	5,29252	4,28527
Direcional	1,01080	2,41675	2,12785	2,99454	5,43325	4,31620	5,43325
Dufry AG	4,99136	5,36153	4,44231	4,02230	4,16874	4,00825	5,87217
Duratex	3,52675	5,39067	5,39067	5,48253	5,48253	5,39067	5,45216
Ecorodovias	2,97160	4,08865	4,92695	5,24823	5,24823	4,27362	5,39067
Eletróbrás	5,18991	6,03667	5,87617	6,03667	5,75622	5,87617	5,93679
Eletropaulo	5,39770	6,14457	6,14457	6,14457	6,14457	5,87617	5,74993
Embraer	5,05097	7,44747	10,00000	6,91490	6,91490	7,04622	7,04622
Energias BR	1,70352	5,24823	6,29791	5,18086	5,31086	5,24823	5,24823
Eneva	3,64971	5,87031	5,18991	4,20286	3,89118	5,28979	5,51144
Engie Brasil	3,85174	6,03667	6,19717	6,19717	6,51816	6,03667	6,03667
Equatorial	3,25366	4,00053	4,00053	5,11758	4,73132	5,84837	5,10149
Estacio Part	7,71466	7,71466	8,46153	8,87425	8,97083	9,63332	9,49331

“continua”

APÊNDICE G “continuação”

Eternit	7,36342	8,06775	8,06775	9,08060	5,76310	8,46153	8,74644
Eucatex	2,70094	3,15151	0,56002	3,95800	1,36651	1,36651	0,56002
Even	2,74935	1,77782	3,81268	3,00619	2,86311	5,21585	4,46898
Eztec	3,34748	3,44693	3,52264	4,82025	3,46001	4,57707	4,57707
Fer Heringer	1,67728	4,99101	4,99101	3,87396	3,87396	4,23509	5,35214
Ferbasa	1,67728	1,67728	1,92354	2,20355	2,20355	2,06355	2,93434
Fibria	3,91322	6,03667	6,03667	6,03667	5,87617	6,03667	6,03667
Fleury	4,27362	5,48253	4,36548	5,39067	5,13029	5,48253	3,61860
Gafisa	9,61283	6,25279	6,25279	4,80987	5,92692	5,01622	5,92692
Gerdau	4,17274	4,91961	6,03667	6,03667	4,91961	5,77715	4,54347
Gerdau Met	5,39770	6,25831	6,25831	6,25831	6,03667	5,77715	5,27102
Grendene	3,07298	2,76242	2,76242	2,76242	2,76242	2,76242	2,76242
Guararapes	1,56783	2,37432	0,52648	0,52648	0,52648	0,52648	0,52648
Helbor	3,73375	3,97693	0,56002	3,56422	0,97273	2,50250	0,97273
Hypermarcas	4,18008	4,48330	4,48330	4,52570	6,38963	5,31642	6,28902
Inds Romi	4,09800	4,82025	4,95581	5,43724	3,79492	4,71950	5,37047
Iochp-Maxion	5,24880	4,94344	3,71921	5,64275	5,55103	5,77129	4,49374
JBS	3,77437	5,64275	5,64275	6,11735	5,93679	6,03667	5,28979
JHSF Part	3,90451	3,15233	2,81083	2,50027	5,09176	5,09176	5,51177
JSL	2,72173	2,33547	4,25901	4,25901	5,73344	5,73344	3,86952
Kepler Weber	4,57707	5,19613	3,66637	4,37071	3,25366	4,37071	4,37071
Klabin S/A	5,13952	5,88640	5,76602	5,98936	5,88640	6,10048	6,83126
Le Lis Blanc	3,49300	2,37595	3,49300	3,73375	6,74552	5,60679	8,21996
Light S/A	6,38963	6,14457	6,38963	6,25831	6,25831	6,25831	6,28902
Localiza	3,32986	3,27011	3,27011	5,49142	3,62749	4,37437	4,74454
Log-in	5,43325	4,98657	5,27547	4,62989	8,74644	4,27809	4,08993
Lojas Americ	3,67799	3,95800	4,63969	4,57707	4,52496	5,43566	5,43566
Lojas Marisa	3,15233	1,29969	2,50860	2,50860	3,89118	4,22378	4,28527
Lojas Renner	5,27102	6,46744	6,65903	6,65903	6,47847	6,83959	5,36516
M.Diasbranco	2,70564	2,70564	1,58859	1,58859	4,18008	4,22378	4,22378
Magnesita	4,54878	4,68878	5,39770	5,10149	5,03027	5,27102	5,30785
Marcopolo	5,30785	5,30785	5,30785	4,39716	6,26108	4,39716	3,89604
Marfrig	4,64291	3,52586	3,52586	3,52586	6,29791	5,77129	5,83104
Mills	3,56422	5,03027	3,98444	5,30785	5,27102	5,27102	5,75252
MRV	3,43964	3,43964	2,11623	5,84645	5,21141	5,45459	5,45459
Multiplus	2,45148	3,89118	4,69767	7,50830	3,17795	4,29500	4,22378
Natura	3,73697	3,49623	3,91624	5,23017	5,49142	5,87217	3,65086
Odontoprev	4,98657	5,18991	4,17274	4,17274	5,77129	5,93179	5,93179
Oi	5,71567	6,27569	6,69570	6,69570	6,55570	5,85567	5,10880
P.Açúcar-Cbd	6,82841	5,71135	6,94090	6,73756	6,51816	5,71446	4,96758

“continua”

APÊNDICE G “conclusão”

Paranapanema	6,05473	4,73132	5,84837	5,10149	5,10149	2,19804	3,31509
Petrobras	6,35766	6,43347	6,43347	6,43347	6,43347	6,86682	5,71567
Petrorio	3,16937	3,69457	3,64599	8,54008	5,51177	5,56437	5,56437
Portobello	3,95800	4,78342	4,88000	4,82025	4,88000	3,76295	4,57707
Positivo Tec	3,80377	3,61286	3,85361	7,86140	3,56745	3,56745	2,08005
Profarma	1,11705	0,00000	0,80649	2,88654	7,23452	4,36097	2,76242
Prumo	4,80430	4,96480	5,83104	7,31083	4,18008	4,18008	4,18452
RaiaDrogasil	5,20100	5,45029	5,45029	5,45029	4,33324	4,33324	4,33324
Randon Part	4,42486	4,42486	4,17451	3,30781	4,42486	3,67799	2,56094
Renova	2,74935	3,08955	4,18452	4,54565	4,70772	4,29500	4,80430
Rodobensimob	5,55103	5,51177	5,51177	4,39716	4,39716	5,75252	5,75252
Rossi Resid	4,80562	5,10149	4,25578	4,98657	4,98657	4,99101	4,71100
Rumo S.A.	5,74993	6,09772	6,09772	6,09772	7,03720	6,49681	4,69364
Sabesp	6,28902	6,43347	6,35766	6,29791	6,35766	6,43347	5,91216
Sanepar	4,23801	4,23801	4,23801	3,85174	7,74245	4,96879	5,74993
Santos Brp	4,71950	5,45029	6,19717	6,19717	6,19717	5,35214	5,51177
São Martinho	3,82340	2,24081	4,08865	3,77809	4,89514	3,77809	4,89514
Saraiva Livr	3,89118	4,62676	3,44929	3,73819	3,42319	4,54024	5,02174
Schulz	2,06355	2,20355	1,08650	1,08650	2,20355	2,34356	2,20355
Sid Nacional	5,24823	4,50136	4,50136	4,76917	4,48916	4,48916	4,70772
SLC Agricola	4,18008	3,06303	4,98657	4,98657	3,86952	5,27547	5,56437
Springs	2,89628	1,88343	3,40557	3,40557	4,88000	3,76295	4,88000
Suzano Papel	6,35766	5,24061	5,24061	6,35766	5,24061	6,51816	5,77129
Tecnisa	3,07025	2,93638	3,81268	3,81712	5,29156	5,76861	4,83358
Tegma	3,17373	2,86317	2,86317	2,86317	3,98022	3,59395	3,59395
Telef Brasil	6,39492	6,21436	6,04426	5,50387	5,62424	7,09868	7,09868
Tereos	3,32227	5,28979	5,10149	5,30785	5,56437	5,27547	4,99101
Terra Santa	4,62989	5,64275	4,98657	3,51284	4,98657	5,03027	5,27547
Tim Part S/A	6,51816	6,19717	5,84837	6,03667	6,03667	6,28902	6,14457
Totvs	3,43234	3,43234	3,64599	5,12043	4,92510	5,44630	4,64380
Tran Paulist	5,12929	6,00012	4,17274	5,18991	5,18991	3,35435	5,18991
Triunfo Part	5,18991	5,10149	4,73132	4,08895	4,08895	5,20600	5,18991
Tupy	4,40877	4,40877	3,29172	5,18991	3,97471	5,51177	5,27102
Unipar	3,67799	3,53798	2,14092	3,39798	3,25797	3,25797	4,68878
Usiminas	5,87617	5,71567	5,85567	5,85567	5,71567	6,57792	5,90539
Vale	6,12700	6,12700	5,99568	5,99568	5,85567	6,12700	6,12700
Valid	2,70885	3,97693	4,18329	4,18329	2,85988	4,98978	3,66637
Weg	4,37071	4,37071	4,63969	3,70320	5,53030	5,04637	4,57707
Whirlpool	3,33836	3,81986	3,81986	3,33836	1,25706	1,11705	1,69929
Wilson Sons	3,35786	3,35786	2,97160	3,71847	2,97160	3,98303	3,90451

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE H – Índice Incentivo aos Administradores nos anos de 2010 a 2016

Índice Incentivo aos Administradores							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	3,66655	3,62547	3,49752	4,14343	4,13835	4,05519	3,93633
Ambev S/A	8,35483	7,76806	7,70155	6,78546	7,35851	6,68121	6,51538
Arteris	3,41163	3,36049	3,32672	3,31320	3,14257	3,07218	3,05856
B2W Digital	4,00281	3,74301	3,39914	3,26999	3,26253	3,22938	3,14575
Bradespar	2,19802	0,22614	0,21717	0,17173	2,12765	2,12467	2,08782
Brasilagro	3,89636	3,87148	3,85235	3,82507	3,12130	2,14670	2,12430
Braskem	5,01513	4,75828	4,62005	5,47086	5,34216	5,28603	5,20732
BRF	7,46989	7,96523	6,31736	4,04837	6,12650	4,90628	4,57718
CCR S/A	3,14370	3,02340	2,88005	4,78688	4,74988	4,65220	3,62951
Celesc	1,23394	1,17907	1,15870	1,14640	1,14630	1,03351	1,00441
Cemig	3,29374	3,28939	3,24593	3,11709	2,92149	0,95140	2,89756
Cesp	3,02052	3,01781	2,99493	2,99209	2,99184	2,06207	2,97224
Cia Hering	4,10855	4,78655	3,43856	4,07928	3,41136	4,00036	3,95498
Coelce	2,41383	2,32459	2,30485	2,27030	2,23255	2,21705	2,20488
Comgás	2,98826	2,86720	2,73532	3,25928	2,39699	2,35982	2,31043
Contax	5,11212	3,29163	3,09714	3,02427	2,98740	2,94445	3,62011
Copasa	3,13789	3,13245	3,10517	3,10061	3,09603	3,08970	3,03052
Copel	0,45762	0,38404	0,96264	0,30649	0,30075	0,29990	0,27162
Cosan	5,73099	5,60408	5,57212	3,59988	5,25322	3,17027	3,89517
Cosan Ltd	3,00783	1,46129	1,35378	2,68949	0,77047	1,42243	1,38337
CPFL Energia	4,59078	4,12169	4,11405	4,07257	4,06003	2,87745	2,08891
Csu Cardsyst	3,12198	3,76639	3,75532	3,73946	3,73464	3,71911	3,70804
Cyrela Realt	4,06964	3,46139	4,05776	4,03444	3,27171	3,23463	3,21930
Dasa	4,60536	4,44153	4,39937	4,37711	3,29719	4,19029	4,18766
Direcional	3,90946	3,86087	3,80921	3,76348	3,06891	2,99793	2,98749
Dufry AG	7,75655	7,01602	5,70756	5,45987	5,15781	5,07342	4,70437
Duratex	5,22854	5,17562	5,11166	5,08104	5,00080	4,97569	4,92131
Ecorodovias	6,24073	6,05852	6,01593	5,68862	5,66276	5,59015	4,83614
Eletróbrás	0,96660	0,93125	0,91255	3,77998	3,10685	3,10192	3,04941
Eletropaulo	3,78646	3,12830	3,12047	3,07750	3,06017	2,99914	2,99537
Embraer	5,76059	5,00827	4,78934	5,64018	5,37315	5,29830	5,15347
Energias BR	2,86062	3,77413	2,81683	2,78726	2,74587	2,73610	2,73061
Eneva	4,60084	5,38808	4,36954	4,18043	3,97058	1,37456	4,09695
Engie Brasil	2,78986	2,70467	2,68807	2,61693	2,56306	2,49817	2,48870
Equatorial	4,56142	4,52989	4,28683	4,15962	3,22684	4,02028	4,00961
Estacio Part	5,64589	5,59765	5,21709	4,13770	5,03908	4,06917	4,06024
Eternit	4,35011	4,32883	4,96757	4,28704	4,21279	4,18361	4,17886

“continua”

APÊNDICE H “continuação”

Eucatex	3,20024	3,19006	3,18803	3,17528	0,20868	0,19237	0,19237
Even	0,90847	3,66069	3,63994	3,63427	0,59581	3,31043	3,23188
Eztec	3,55177	4,35305	3,36106	4,19337	4,05852	4,03230	4,00144
Fer Heringer	3,18963	3,13770	3,12239	3,10399	3,09953	2,15171	3,04629
Ferbasa	3,64142	3,46890	3,43537	3,41228	3,25620	3,21968	3,18545
Fibria	5,28660	4,65849	4,26767	4,65224	4,58726	4,46687	3,37320
Fleury	4,79251	3,85709	3,19700	4,72436	3,79007	3,78002	3,76787
Gafisa	5,10049	5,06539	4,92963	4,04780	4,69810	4,67289	3,90531
Gerdau	4,06243	4,05555	4,03277	3,80956	3,72550	3,68090	3,63965
Gerdau Met	3,00281	2,98650	2,98432	2,98149	2,97798	3,62759	3,60254
Grendene	3,13061	3,78879	3,09725	3,06713	3,71150	3,69252	3,68033
Guararapes	0,19542	0,18649	0,18644	0,17546	0,15974	0,15485	0,14259
Helbor	4,10446	4,09160	4,08015	4,06997	4,03702	3,11234	3,99727
Hypermarcas	5,33368	4,72121	4,54023	4,31944	3,98721	3,01204	3,81492
Inds Romi	3,17147	3,10858	2,15722	2,15404	2,15276	3,06042	3,05496
Iochp-Maxion	4,10446	1,98566	3,90074	3,88581	1,89281	3,82116	3,77800
JBS	4,98722	4,96824	4,83366	4,83144	4,82800	4,09819	1,81346
JHSF Part	3,18965	3,14454	3,14064	3,13723	3,02477	2,96830	3,87518
JSL	4,14205	4,10134	4,04116	4,03364	3,31170	3,97179	3,20782
Kepler Weber	3,13803	3,11021	3,10256	2,11181	2,11125	2,10745	2,06816
Klabins S/A	4,50653	4,46159	4,37157	3,99401	3,05137	3,93058	2,91559
Le Lis Blanc	4,52339	4,17583	4,13485	4,11932	3,17189	3,15432	3,01178
Light S/A	2,86400	2,86400	3,49825	3,43695	3,22237	3,19135	2,50222
Localiza	5,95227	5,85714	5,84894	5,61189	5,36411	5,33361	4,06242
Log-in	4,74225	4,68732	4,66972	4,65901	4,64786	3,95265	4,61320
Lojas Americ	5,31835	5,09794	5,00625	4,15170	3,96207	2,92660	2,65307
Lojas Marisa	3,84696	3,81795	3,81394	3,80048	3,79155	3,73028	3,65196
Lojas Renner	5,90608	5,77203	5,54805	5,47472	5,24227	5,19492	5,12992
M.Diasbranco	3,59752	3,49776	3,45750	3,40502	3,39087	3,36467	0,35852
Magnesita	4,31363	4,29454	4,27682	3,54084	3,41155	3,26922	3,93224
Marcopolo	4,54498	4,51610	4,48415	4,45108	4,43162	4,39646	4,37403
Marfrig	5,32914	5,31027	5,28769	4,18427	4,11854	4,04420	3,86033
Mills	4,00211	4,91611	3,95164	4,81365	4,79412	4,75163	4,73159
MRV	3,63285	3,55098	3,49058	4,27069	4,86820	3,24848	3,21196
Multiplus	4,89426	4,88319	4,88094	5,48139	5,47103	3,84816	2,96063
Natura	5,87229	5,64139	5,27324	5,20660	5,17630	5,07067	3,99962
Odontoprev	4,05389	4,01004	3,95170	3,94103	3,84630	3,82604	3,81547
Oi	4,92162	4,44837	4,44570	2,11976	2,09624	3,68328	3,01622
P.Açúcar-Cbd	8,20792	7,86719	7,47018	6,78663	6,60985	7,11517	7,09181

“continua”

APÊNDICE H “conclusão”

Paranapanema	4,08479	4,02439	2,44691	3,94497	3,02024	2,95528	2,92002
Petrobras	1,34104	3,29487	4,15152	4,06458	4,05188	4,00449	3,85988
Petrorio	5,08372	4,89394	4,14783	3,92069	3,83024	3,07595	1,02250
Portobello	3,23148	2,28920	2,27248	3,17977	3,06540	2,97660	0,08609
Positivo Tec	3,30907	3,22999	3,17366	3,16143	3,15629	3,15099	3,13537
Profarma	3,10161	3,05197	3,03363	3,01159	3,00823	2,99039	2,98139
Prumo	4,79933	3,72559	3,68544	3,53308	4,44440	4,38999	4,33571
RaiaDrogasil	4,95329	4,46912	4,25716	4,11250	3,95442	3,95142	3,12976
Randon Part	3,32848	3,32390	3,31432	0,42140	3,22555	3,20490	0,30792
Renova	4,95229	3,29776	3,93221	3,78213	3,72030	3,71234	3,05139
Rodobensimob	4,18913	4,17078	4,04457	4,03267	3,97812	3,95606	3,02465
Rossi Resid	4,81688	4,14966	4,11179	4,06358	3,14196	3,08099	3,03040
Rumo S.A.	4,35849	4,31980	3,89369	3,88493	5,06894	4,01208	3,71121
Sabesp	2,12150	2,11472	2,10932	2,10789	2,10422	2,09683	3,00904
Sanepar	3,28815	3,23691	3,19543	3,16626	3,10745	3,08023	3,00608
Santos Brp	4,85830	4,16276	4,14220	4,01595	3,95773	4,62610	3,67072
São Martinho	4,40422	4,28772	3,45947	3,43142	4,05527	2,44507	2,39037
Saraiva Livr	4,24866	3,29969	4,21372	4,15321	4,04710	3,10357	3,01231
Schulz	3,15777	3,15458	3,14745	3,12556	3,10724	3,08947	3,04211
Sid Nacional	5,08916	3,64694	3,19196	3,03963	3,00453	2,95729	2,71519
SLC Agricola	3,98065	3,89004	3,11612	3,08628	3,08623	3,07980	3,02664
Springs	2,98363	2,94328	2,94074	2,92749	0,93802	0,93741	0,93676
Suzano Papel	6,18198	5,28427	5,94641	5,85701	5,82859	5,73310	5,64283
Tecnisa	4,85997	4,59146	4,34765	4,10602	4,09662	4,07536	4,98142
Tegma	4,82818	4,74949	4,74918	4,70340	4,69604	3,77119	3,04727
Telef Brasil	7,80322	7,29896	5,89659	5,88393	4,17211	4,93898	5,50879
Tereos	0,00000	3,02456	2,98875	2,97063	2,96047	0,02016	0,00018
Terra Santa	3,10118	3,06275	3,06221	3,05335	1,09319	3,04886	1,07727
Tim Part S/A	4,29839	4,17219	4,14171	4,06655	4,00256	3,98364	2,13517
Totvs	5,42477	5,32049	5,12586	4,36859	4,91000	4,89734	4,77023
Tran Paulist	3,86102	3,79081	3,78238	2,85849	2,84990	3,74778	2,82017
Triunfo Part	4,27124	4,26392	4,23867	4,16995	4,11923	4,08167	4,07249
Tupy	3,48766	3,42842	2,38425	3,30251	2,22265	2,17154	2,15683
Unipar	2,46786	2,43455	2,40811	3,16871	3,09251	0,15191	0,14504
Usiminas	4,75571	4,65293	4,34339	4,33040	4,23468	3,17965	4,03656
Vale	10,00000	6,78714	6,38788	6,14914	5,65185	5,20948	5,17362
Valid	4,20475	4,19930	4,19825	4,18944	4,12520	4,09641	0,92298
Weg	4,01723	3,99224	3,98441	3,98151	3,95210	3,94445	3,00370
Whirlpool	4,35508	4,26126	4,26020	4,23473	4,23408	4,17146	4,02565
Wilson Sons	4,90890	4,70049	5,36860	5,06507	4,95690	4,62501	4,61189

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE I – Índice Direito dos Acionistas nos anos de 2010 a 2016

Índice Direito dos Acionistas							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	2,84495	4,75734	2,85013	4,75929	2,85846	4,84040	2,86244
Ambev S/A	8,19100	8,30545	8,46098	5,95518	10,00000	9,85346	9,55501
Arteris	1,91329	1,93946	1,95210	4,78041	4,78324	4,73960	4,75205
B2W Digital	4,99663	4,99531	4,99375	4,99372	4,99372	4,99372	4,99372
Bradespar	4,81183	4,86979	4,88413	4,83996	4,87122	4,81296	2,82853
Brasilagro	4,99372	4,99372	4,99372	6,89624	4,99523	6,89624	6,91700
Braskem	6,89627	7,06735	5,11778	4,99373	7,02033	7,02032	7,41046
BRF	5,03315	5,12282	5,10691	5,14275	5,18057	7,12507	7,19897
CCR S/A	4,95030	4,93868	5,00846	5,07299	5,09954	5,00911	5,06054
Celesc	2,83901	2,84356	2,84846	2,82853	2,84234	4,76862	4,73848
Cemig	7,36694	7,42014	7,34601	8,08022	7,90445	7,10120	7,06986
Cesp	6,90515	6,93683	6,99433	6,96426	7,11445	7,30286	6,94286
Cia Hering	4,74505	4,76175	4,79494	4,78467	4,76857	4,76759	4,77326
Coelce	1,95730	1,98813	4,80203	4,78608	4,75081	2,83928	2,84707
Comgás	2,01040	2,01676	1,95292	0,00000	1,97302	2,06221	2,25498
Contax	1,92543	1,92692	1,92917	4,74717	4,75731	4,73105	4,73291
Copasa	1,95680	4,78074	4,76732	4,77079	4,76514	4,73164	4,74550
Copel	6,94740	6,99947	6,95407	7,04848	4,23988	6,97539	6,99120
Cosan	4,88380	4,78074	4,78063	4,81383	4,94067	4,89843	5,22004
Cosan Ltd	2,82853	4,78074	4,81692	4,76315	4,89325	4,90005	3,19928
CPFL Energia	7,26687	7,21553	7,25832	7,11217	7,15789	4,99506	6,95588
Csu Cardsyst	0,00059	2,83236	2,83018	2,83046	2,82854	2,82934	2,83011
Cyrela Realt	6,94743	6,93293	6,92668	6,94997	6,94016	6,93664	6,92369
Dasa	2,83453	2,83540	2,83789	2,83380	2,83660	2,83356	4,73687
Direcional	1,90736	4,74141	4,74178	4,74569	4,75499	4,74833	2,83883
Dufry AG	2,16519	2,16519	4,99372	2,16519	4,99372	4,99372	4,99372
Duratex	2,85479	2,86956	2,86004	2,87785	2,88247	2,86303	2,85568
Ecorodovias	4,80275	4,80664	4,78528	4,84305	4,93655	4,79586	4,76876
Eletróbrás	5,80277	6,03936	8,17844	6,07202	5,20347	4,99965	4,99521
Eletropaulo	7,24799	7,20303	7,05280	6,90862	6,91391	4,99372	6,90701
Embraer	2,23744	6,97431	6,92741	6,93605	6,95538	6,94317	6,92192
Energias BR	4,82405	4,85689	4,86693	4,87222	4,83603	4,81239	4,87576
Eneva	4,99372	4,99372	4,99372	4,99422	4,99372	4,99372	4,99372
Engie Brasil	7,03419	7,15422	7,26199	7,31115	7,17454	7,07751	7,19582
Equatorial	6,91585	6,96481	6,91693	6,91175	6,89780	6,94427	6,96327
Estacio Part	5,01333	6,96481	6,91693	6,91175	6,89780	6,94427	6,96327
Eternit	4,73890	4,74091	4,73534	4,73775	4,74598	4,75708	2,96624

“continua”

APÊNDICE I “continuação”

Eucatex	2,84690	4,75202	2,84639	2,84635	2,84635	4,74368	1,90429
Even	4,76654	4,79805	4,73176	4,73351	4,73105	4,78230	4,75710
Eztec	2,83618	4,74648	4,74485	4,74675	4,74834	4,74648	4,74066
Fer Heringer	2,83848	2,84342	2,84863	2,84907	2,86434	2,87039	2,86853
Ferbasa	4,74550	4,77257	4,76340	4,73105	4,73105	4,73105	2,82853
Fibria	4,99602	6,90399	4,99966	4,99907	5,00183	6,90996	6,90365
Fleury	2,82853	2,89645	4,73105	4,73105	4,73105	5,28383	4,80990
Gafisa	5,00311	6,89624	4,99372	5,01535	6,94771	4,99789	6,99517
Gerdau	5,00676	6,92167	6,89624	6,89624	6,93485	6,89624	6,90079
Gerdau Met	4,99317	4,87278	4,86567	4,84094	4,84819	4,82324	2,85065
Grendene	4,96201	4,87082	4,85749	4,82942	4,83568	4,79851	4,74427
Guararapes	1,92945	1,94973	1,97342	1,97835	1,96327	1,96956	1,94980
Helbor	2,83012	4,73877	4,73964	4,75057	4,73106	4,73105	4,73105
Hypermarcas	4,99949	6,90959	5,01197	6,92285	5,02718	5,01948	6,90045
Inds Romi	4,73105	4,75361	2,82853	2,85481	4,73105	1,90252	4,81240
Iochp-Maxion	6,90484	6,90524	4,06794	6,89638	6,89656	6,89679	6,89686
JBS	4,99897	6,91305	5,01598	6,91094	6,93149	6,91828	5,01909
JHSF Part	6,89624	6,89624	6,89624	6,94009	6,95283	5,43585	5,42541
JSL	6,92607	6,90139	6,96463	6,91683	6,90267	4,99372	6,89624
Kepler Weber	4,75818	4,73673	4,73163	4,73200	4,73190	4,73105	4,78476
Klabin S/A	6,89624	6,89624	6,89624	6,90102	6,90284	6,90546	6,89693
Le Lis Blanc	1,94808	4,78432	4,80182	4,80853	4,81651	2,92581	2,94370
Light S/A	6,89900	6,89624	6,89881	6,89881	6,90476	6,89698	6,89631
Localiza	7,10094	7,01701	5,10313	6,96313	6,99014	5,02367	6,90939
Log-in	2,83751	2,84902	2,85045	2,90975	2,85434	2,86437	2,86442
Lojas Americ	0,00001	0,00001	0,00001	0,11967	0,12859	0,11379	2,01878
Lojas Marisa	4,74420	4,75361	4,75580	4,76187	4,76634	4,76530	2,85860
Lojas Renner	6,93369	6,95583	6,96137	6,96366	6,93617	6,94230	6,95812
M.Diasbranco	4,75068	2,85104	2,85019	2,85800	2,85871	2,87848	2,86401
Magnesita	4,99372	4,99614	6,89624	6,89624	6,89624	4,99372	4,99372
Marcopolo	4,74985	4,76949	4,77406	2,86354	4,76242	4,75342	4,76153
Marfrig	5,01929	5,00966	6,90007	4,99372	4,99372	4,99372	4,99372
Mills	4,99771	5,00003	4,99935	5,00448	5,00575	4,99933	4,99372
MRV	6,91747	6,91861	6,94270	6,92849	6,93244	6,94026	6,93640
Multiplus	4,73852	2,84997	4,83714	4,78898	4,80911	4,84204	4,86513
Natura	4,89756	4,92739	3,04844	4,95140	3,02323	3,00498	4,76274
Odontoprev	4,77264	4,75313	4,78444	4,77789	4,78687	4,78856	4,77887
Oi	2,16554	4,18667	4,68679	7,22571	4,99505	5,00854	5,00345
P.Açúcar-Cbd	6,93521	6,94346	6,94421	7,01283	6,96264	5,10541	6,89727

“continua”

APÊNDICE I “conclusão”

Paranapanema	2,83143	4,74621	2,82853	2,82853	2,82856	2,82853	4,73105
Petrobras	7,41683	9,63951	5,65993	3,65175	4,41331	2,23288	2,22670
Petrório	0,00000	2,82853	2,82853	0,00000	2,82853	2,82853	2,83177
Portobello	2,82853	4,73105	4,73105	4,73492	4,73874	4,74254	4,73315
Positivo Tec	4,74392	4,73679	2,82853	4,73299	4,73205	4,73254	2,82853
Profarma	4,73327	2,82965	4,73224	4,73276	4,73153	2,82853	2,82853
Prumo	4,99372	4,99372	4,99372	4,99372	4,99372	4,99372	4,99372
RaiaDrogasil	6,90428	6,90676	6,90501	6,90379	6,90693	6,92745	6,93570
Randon Part	4,73198	2,83697	2,83867	2,84295	2,85377	2,84497	2,83137
Renova	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	4,73105
Rodobensimob	4,73274	4,73543	4,73523	4,74452	4,73748	4,73523	4,73362
Rossi Resid	4,74438	4,75243	4,75181	2,83293	2,82853	2,82853	2,82853
Rumo S.A.	4,99543	5,00824	6,90952	6,91048	4,99559	4,99410	2,16539
Sabesp	6,99878	4,99372	6,89624	6,89624	6,89624	6,89624	6,89624
Sanepar	1,90252	1,91151	1,93122	4,78401	4,76450	4,78028	4,78956
Santos Brp	4,74464	4,77301	4,78188	4,78108	4,76163	4,74509	2,82962
São Martinho	4,73576	4,74002	4,73883	4,74033	4,73877	4,74214	4,74853
Saraiva Livr	2,83386	2,83353	2,83493	2,83488	2,83425	2,83394	4,73105
Schulz	0,00812	1,90663	1,90490	0,00313	0,00283	0,00368	0,00190
Sid Nacional	4,46941	4,54549	4,37649	4,49507	4,17708	4,20922	2,16521
SLC Agrícola	6,89806	6,90025	6,91216	6,90016	6,90607	6,90341	6,91122
Springs	4,73444	2,82864	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853
Suzano Papel	6,96033	6,93594	5,01514	5,01945	6,92768	6,96571	5,07091
Tecnisa	6,90299	6,90847	6,91036	4,99372	6,91787	6,90573	6,90359
Tegma	2,84461	2,84551	2,84452	2,84397	2,83290	2,82981	2,82853
Telef Brasil	4,56184	5,45431	4,96696	5,23501	4,69740	5,01449	4,83117
Tereos	2,85375	2,83084	2,84165	4,74469	4,74211	2,83908	2,82955
Terra Santa	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853	2,82853
Tim Part S/A	4,11949	7,02141	7,03092	7,08538	7,11137	6,98901	7,01471
Totvs	4,74875	4,75375	2,85410	2,86447	2,86919	2,87337	4,76743
Tran Paulist	7,08970	7,13179	7,03277	6,89625	7,00533	6,99015	6,92447
Triunfo Part	4,73801	4,73810	4,74575	4,74718	2,82853	4,74804	4,73105
Tupy	1,91925	1,91923	1,92427	4,73835	2,84150	2,85606	2,85026
Unipar	2,82927	2,82879	4,73166	4,73288	4,73503	4,73588	4,73718
Usiminas	7,04952	5,08943	5,01794	5,02095	5,03304	5,00383	4,99372
Vale	6,36752	8,88650	8,00142	7,40416	7,54244	6,29918	5,46455
Valid	6,90326	6,89933	6,91920	6,90510	6,90486	6,90408	6,90250
Weg	6,98345	6,97334	6,97819	6,99712	7,01450	7,03004	7,03180
Whirlpool	0,16313	1,96679	1,98889	2,04651	2,18857	1,95630	0,00058
Wilson Sons	4,73736	1,90717	4,73570	4,73646	4,73851	4,73903	4,74030

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE J – Índice Governança Corporativa nos anos 2010 a 2016

Índice Governança Corporativa							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	5,92032	6,49430	5,87658	6,71925	5,50903	6,06667	6,43952
Ambev S/A	7,39869	7,19131	7,20011	0,00000	7,93789	7,70458	7,00434
Arteris	5,91886	5,50805	5,61971	7,84109	5,86125	6,46724	6,05675
B2W Digital	5,98935	6,64299	6,02080	5,96620	6,08176	6,52675	6,38294
Bradespar	6,35008	5,55020	4,90851	4,88944	6,62194	6,29587	5,79179
Brasilagro	5,87485	6,45032	5,88798	5,66214	5,09766	5,44327	5,50817
Braskem	8,26520	8,42023	6,63125	6,44740	7,60011	7,58031	1,12003
BRF	7,06870	8,92033	7,09365	6,20663	6,99426	7,10396	6,97285
CCR S/A	6,25297	6,29527	6,41825	7,16151	7,38913	7,10960	6,70181
Celesc	4,45234	5,56588	5,18690	6,47672	6,47733	6,01661	5,74138
Cemig	8,32193	7,24579	7,46418	7,43026	7,70950	7,37656	6,92402
Cesp	7,36295	7,66780	7,75252	7,66729	7,78311	7,45193	7,77822
Cia Hering	5,18049	6,65286	5,57887	5,80844	4,85695	4,67349	5,05797
Coelce	6,14330	5,31115	7,09146	7,00951	6,81055	6,22130	6,38608
Comgás	5,27770	5,62223	6,70332	5,86513	5,28618	6,00568	6,02781
Contax	6,44860	5,79072	5,72629	6,15618	6,35402	6,70728	6,02161
Copasa	5,66840	6,51015	5,76064	6,36051	5,86788	6,10217	5,91746
Copel	6,50201	6,32298	6,01642	7,74723	6,16195	6,29168	6,11495
Cosan	6,47965	7,71067	7,45012	6,56023	7,75189	7,06165	7,07007
Cosan Ltd	5,56301	6,92341	6,28755	6,48696	5,38253	6,59458	5,50180
CPFL Energia	6,01059	6,07821	7,29721	6,62365	7,24460	5,54518	5,67016
Csu Cardsyst	3,86501	4,62272	5,26220	5,24752	7,18578	5,46092	4,80748
Cyrela Realt	5,85103	5,55020	6,35326	6,98900	6,99283	6,81869	6,86843
Dasa	5,71971	5,70154	5,66492	5,24140	5,40404	5,82187	6,77460
Direcional	3,80414	5,08081	5,62487	5,37275	6,22452	5,76249	5,77741
Dufry AG	7,01498	6,68755	6,11269	5,95168	5,68383	5,61721	6,11043
Duratex	5,43830	6,15772	6,14482	6,09783	6,03225	6,01916	5,97035
Ecorodovias	7,65353	7,60543	7,76823	7,61585	7,33698	6,66641	7,25904
Eletróbrás	5,34823	5,46137	6,21079	7,12513	6,77148	6,75100	6,81767
Eletropaulo	7,86867	7,50826	7,49511	7,46999	7,46425	6,78560	7,59301
Embraer	5,81373	7,32067	8,34574	7,28578	7,21062	7,27069	7,48472
Energias BR	5,72295	6,69099	6,56243	6,15145	6,05809	6,31289	6,07651
Eneva	6,56809	7,61315	6,71936	5,39005	5,15457	4,31686	5,34454
Engie Brasil	6,16907	7,66047	6,88353	7,10067	7,00126	6,71988	6,72472
Equatorial	6,76914	6,84062	6,21160	7,55046	5,31989	6,32067	6,48440
Estacio Part	8,11641	8,54566	8,77838	8,04741	8,34242	8,01476	8,23235
Eternit	8,08617	8,50018	8,09271	8,41361	6,44853	7,82672	7,75849

“continua”

APÊNDICE J “continuação”

Eucatex	5,04859	5,85060	3,75796	5,29385	3,09726	3,65783	2,18940
Even	3,99369	4,70077	5,49353	4,91414	3,22269	5,83303	5,72006
Eztec	5,39420	5,98243	6,84885	7,04416	6,20974	6,82842	6,90359
Fer Heringer	4,43338	6,07646	6,07142	5,42545	5,18610	4,75711	5,74217
Ferbasa	5,97893	6,30475	6,24727	6,27797	6,46231	6,40911	5,64552
Fibria	5,88363	7,20547	6,26098	6,36509	6,25844	6,62514	6,27049
Fleury	6,51526	5,86062	6,16244	6,96196	6,28109	6,01717	5,05645
Gafisa	8,72934	7,55377	6,65985	5,86595	7,08255	5,96598	6,57770
Gerdau	6,53263	6,97301	7,62325	7,54454	7,12171	7,52968	7,04407
Gerdau Met	6,89942	6,73403	6,72701	6,68658	6,92137	7,20054	6,65537
Grendene	6,12916	6,15474	5,65318	5,64267	6,12710	5,85195	5,84383
Guararapes	3,42211	3,84693	3,17178	3,16825	2,92283	2,92154	2,91585
Helbor	5,73391	6,98525	4,41779	6,14784	4,84645	5,14623	4,64217
Hypermarcas	8,05978	8,21915	7,54459	7,02853	7,68778	6,75024	7,82138
Inds Romi	5,13023	5,59431	4,61153	4,86417	4,27824	4,51895	5,38001
Iochp-Maxion	7,61494	6,48373	5,82192	6,92183	6,20671	7,04891	6,10076
JBS	6,07418	7,51424	6,62913	7,54653	7,17624	6,97007	6,30541
JHSF Part	6,83263	6,54348	5,92911	5,70816	7,19094	6,21268	6,61667
JSL	6,52999	5,91167	6,94335	6,86721	7,27586	6,98354	6,34703
Kepler Weber	5,82215	6,04757	5,11335	5,02528	4,34804	4,94668	4,89351
Klabin S/A	7,88352	7,94983	7,61631	7,54648	7,19530	7,74210	7,41418
Le Lis Blanc	4,54248	4,39927	5,02921	5,01216	5,89323	4,48687	5,74519
Light S/A	6,79698	6,79713	7,02196	6,71645	6,89542	6,92890	7,02598
Localiza	7,18128	6,92482	6,57649	7,76083	6,58655	6,08418	6,73123
Log-in	5,79332	5,38006	5,54881	5,02619	6,79315	4,63004	4,93293
Lojas Americ	5,51878	5,73703	5,76894	5,62450	5,07380	5,01227	5,50244
Lojas Marisa	7,39189	5,61489	6,48621	6,13039	6,75391	6,80383	6,13266
Lojas Renner	7,12195	7,10122	7,56325	7,24704	6,99118	7,09345	6,46028
M.Diasbranco	5,35072	5,00062	4,10802	4,32889	5,36849	5,33171	4,41854
Magnesita	6,19073	6,50443	7,31641	6,42458	6,41171	5,95630	6,80736
Marcopolo	8,10804	7,24056	7,22318	6,34816	7,62063	6,91171	6,53311
Marfrig	6,67843	6,08657	6,52748	5,40691	6,75504	6,95615	6,39517
Mills	6,40998	7,35429	5,88357	6,96151	6,98654	7,17223	7,15794
MRV	6,95776	6,93614	5,94623	8,28820	8,53119	7,14217	7,16082
Multiplus	6,70870	6,39838	7,62826	9,08121	6,84565	6,93765	6,62487
Natura	7,67271	7,22767	6,82718	7,93300	7,52527	7,63206	6,74223
Odontoprev	7,51555	7,45907	6,79959	6,13421	6,97652	7,09095	7,08656
Oi	7,36460	7,61407	6,84198	6,45531	5,02695	5,34647	5,24675
P.Açúcar-Cbd	10,00000	9,22619	9,97371	9,84773	9,90025	9,62670	9,44936

“continua”

APÊNDICE J “conclusão”

Paranapanema	5,82250	5,01576	4,55109	4,68070	4,83615	3,17794	4,60616
Petrobras	6,38530	7,64023	6,91478	6,29770	6,34576	6,38099	5,78107
Petrório	4,68643	5,36157	4,94092	6,06347	5,35845	5,24753	4,20869
Portobello	5,39751	6,08613	6,42217	6,12100	6,21036	5,53980	5,44270
Positivo Tec	6,48902	6,54588	5,45854	8,03491	6,00092	5,99922	5,27612
Profarma	5,54587	3,46170	4,34861	5,48015	7,34055	5,40216	4,56546
Prumo	5,65003	5,51584	6,17666	7,86626	7,29084	7,14639	6,06401
RaiaDrogasil	7,99677	7,46373	7,57845	7,24283	6,54902	6,52568	6,49845
Randon Part	6,92258	6,08763	5,89807	4,33713	6,29599	5,97357	4,30455
Renova	6,30487	5,29067	6,02755	6,15943	6,21617	5,94377	6,51888
Rodobensimob	6,76391	6,55516	6,55110	5,81276	5,75127	6,86880	7,16998
Rossi Resid	6,80580	6,57037	7,44343	6,02382	5,46786	5,16624	5,24506
Rumo S.A.	7,09372	6,44101	6,65868	6,65320	6,93638	5,99762	4,13353
Sabesp	7,56338	6,43646	7,01807	6,80128	6,77743	6,76067	7,18907
Sanepar	6,38166	6,12538	6,35095	6,21869	8,77500	7,21361	7,53056
Santos Brp	7,84818	7,36339	7,68075	7,40214	7,37550	7,76545	6,32660
São Martinho	6,55553	5,49683	5,91290	5,68496	6,51037	5,32578	6,20067
Saraiva Livr	5,73645	5,91761	5,59918	5,72890	5,41716	5,66979	6,44148
Schulz	5,05765	5,40618	5,00287	4,18701	4,82004	5,07208	4,83946
Sid Nacional	6,80109	5,97676	5,80463	5,53695	5,52754	5,51310	5,20208
SLC Agrícola	6,64028	5,96897	6,46412	6,45277	5,80595	6,87745	7,01032
Springs	6,37263	4,39710	5,88489	4,88371	4,76531	4,12558	4,76486
Suzano Papel	9,79125	8,42952	8,65891	9,02836	8,94858	9,86534	9,23721
Tecnisa	8,34870	6,73995	7,53520	6,93715	7,98922	8,45711	8,50474
Tegma	5,92788	5,62447	5,68198	5,64301	6,27916	5,34159	4,97341
Telef Brasil	8,63019	8,65505	8,09167	7,98455	7,37977	8,14855	8,35475
Tereos	4,98638	6,23857	5,94921	6,62011	6,85809	4,77101	4,66836
Terra Santa	4,79587	4,93537	4,91484	3,79363	3,80524	4,52860	3,90749
Tim Part S/A	7,33433	7,66490	7,58002	7,78697	7,52591	7,58894	6,88583
Totvs	5,82960	5,74871	5,33748	5,45908	5,51233	5,69079	5,83216
Tran Paulist	6,53029	6,60161	5,70421	6,21867	6,22318	5,49744	6,83073
Triunfo Part	7,10906	6,85645	6,48984	5,90643	5,66537	6,62405	6,54905
Tupy	4,99229	4,73722	3,96091	5,89461	4,51222	5,19775	4,79667
Unipar	5,46772	5,61012	5,25221	6,45528	6,08047	5,01308	5,14506
Usiminas	7,75176	7,13166	7,23943	6,99658	7,22218	7,23624	7,43702
Vale	8,97997	8,02106	7,51130	7,60473	7,81274	7,00832	6,98829
Valid	5,45380	5,83353	5,99852	6,22481	5,25638	6,63668	4,71186
Weg	7,38212	7,13486	7,22171	6,66781	7,48063	7,27975	6,94861
Whirlpool	4,90684	5,44922	6,07400	5,19359	4,73541	5,06265	4,17284
Wilson Sons	6,17597	5,51016	6,28784	5,85523	5,77456	6,30323	6,23857

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE K – Classificação das empresas no Índice de Estrutura de Propriedade e Controle

<i>Estrutura de Propriedade Controle</i>							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	25°	27°	23°	23°	24°	24°	46°
Ambev S/A	11°	13°	11°	36°	35°	35°	34°
Arteris	47°	61°	47°	26°	28°	27°	70°
B2W Digital	66°	62°	45°	44°	60°	47°	37°
Bradespar	23°	14°	12°	11°	11°	12°	14°
Brasilagro	82°	92°	89°	89°	78°	72°	67°
Braskem	5°	5°	53°	51°	50°	50°	47°
BRF	113°	115°	114°	114°	113°	110°	110°
CCR S/A	59°	56°	55°	55°	54°	57°	52°
Celesc	71°	68°	74°	74°	74°	65°	61°
Cemig	49°	46°	43°	46°	43°	44°	55°
Cesp	4°	4°	4°	4°	4°	4°	4°
Cia Hering	110°	109°	109°	104°	109°	112°	112°
Coelce	7°	6°	6°	6°	6°	6°	6°
Comgás	50°	47°	10°	10°	10°	10°	9°
Contax	30°	20°	16°	39°	44°	38°	94°
Copasa	91°	86°	91°	88°	89°	87°	82°
Copel	56°	53°	52°	49°	48°	49°	43°
Cosan	43°	40°	38°	37°	38°	37°	36°
Cosan Ltd	85°	77°	77°	76°	76°	75°	73°
CPFL Energia	58°	78°	84°	82°	82°	84°	92°
Csu Cardsyst	104°	114°	72°	68°	66°	81°	83°
Cyrela Realt	89°	90°	90°	83°	85°	80°	84°
Dasa	114°	104°	106°	112°	73°	73°	19°
Direcional	68°	80°	75°	78°	77°	76°	77°
Dufry AG	98°	97°	104°	110°	108°	108°	109°
Duratex	87°	81°	81°	81°	84°	82°	78°
Ecorodovias	20°	23°	27°	35°	40°	34°	32°
Eletróbrás	78°	73°	71°	18°	19°	22°	22°
Eletropaulo	9°	10°	9°	9°	9°	9°	13°
Embraer	109°	113°	113°	111°	107°	107°	104°
Energias BR	39°	60°	64°	64°	56°	59°	54°
Eneva	26°	30°	66°	98°	106°	116°	116°
Engie Brasil	40°	38°	36°	33°	33°	31°	31°
Equatorial	57°	54°	93°	96°	116°	109°	107°
Estacio Part	97°	98°	115°	113°	110°	113°	114°
Eternit	107°	108°	108°	106°	103°	103°	100°
Eucatex	41°	39°	37°	52°	52°	54°	58°
Even	95°	94°	97°	103°	102°	99°	99°
Eztec	38°	37°	34°	31°	41°	41°	29°
Fer Heringer	33°	33°	30°	28°	30°	56°	51°
Ferbasa	1°	1°	1°	2°	2°	3°	2°
Fibria	96°	95°	94°	92°	91°	90°	89°
Fleury	31°	67°	69°	70°	68°	88°	105°
Gafisa	99°	99°	102°	101°	100°	101°	98°
Gerdau	15°	15°	13°	12°	12°	13°	11°

“continua”

APÊNDICE K “continuação”

Gerdau Met	19°	22°	18°	21°	22°	11°	10°
Grendene	22°	24°	20°	16°	18°	23°	23°
Guararapes	18°	19°	15°	14°	17°	18°	17°
Helbor	64°	65°	58°	56°	59°	53°	48°
Hypermarcas	67°	72°	76°	75°	75°	74°	74°
Inds Romi	106°	103°	101°	97°	97°	95°	93°
Iochp-Maxion	86°	88°	88°	90°	90°	89°	88°
JBS	74°	85°	87°	84°	87°	85°	80°
JHSF Part	16°	18°	24°	22°	23°	39°	38°
JSL	37°	36°	35°	42°	37°	32°	26°
Kepler Weber	94°	96°	96°	94°	92°	93°	91°
Klabin S/A	27°	29°	26°	24°	26°	29°	28°
Le Lis Blanc	112°	110°	111°	115°	114°	114°	113°
Light S/A	76°	70°	70°	69°	67°	67°	62°
Localiza	93°	93°	92°	91°	94°	94°	90°
Log-in	108°	111°	110°	107°	112°	102°	108°
Lojas Americ	77°	52°	51°	38°	39°	36°	33°
Lojas Marisa	28°	28°	25°	32°	36°	40°	39°
Lojas Renner	105°	107°	107°	109°	111°	111°	111°
M.Diasbranco	84°	79°	79°	79°	80°	77°	75°
Magnesita	75°	76°	73°	73°	69°	69°	69°
Marcopolo	29°	31°	28°	27°	29°	25°	24°
Marfrig	81°	74°	83°	87°	88°	91°	85°
Mills	79°	91°	80°	80°	81°	79°	81°
MRV	88°	82°	82°	86°	83°	83°	79°
Multiplus	24°	25°	21°	19°	20°	21°	21°
Natura	48°	45°	42°	43°	42°	42°	45°
Odontoprev	62°	58°	57°	63°	65°	63°	59°
Oi	10°	11°	46°	45°	95°	100°	102°
P.Acucar-Cbd	2°	2°	3°	1°	1°	1°	1°
Paranapanema	116°	116°	116°	116°	115°	115°	115°
Petrobras	52°	55°	54°	54°	53°	60°	56°
Petrório	100°	100°	103°	100°	99°	98°	97°
Portobello	73°	66°	62°	66°	70°	70°	71°
Positivo Tec	32°	26°	22°	20°	21°	20°	20°
Proforma	53°	50°	60°	60°	71°	71°	68°
Prumo	111°	105°	100°	65°	62°	45°	72°
RaiaDrogasil	83°	87°	78°	77°	79°	78°	76°
Randon Part	14°	17°	14°	13°	15°	16°	12°
Renova	21°	16°	19°	17°	14°	17°	16°
Rodobensimob	70°	71°	68°	71°	72°	68°	63°
Rossi Resid	80°	83°	85°	93°	96°	92°	87°
Rumo S.A.	92°	89°	95°	95°	93°	96°	95°
Sabesp	65°	63°	59°	57°	58°	62°	65°
Sanepar	44°	41°	39°	40°	16°	15°	5°
Santos Brp	8°	8°	8°	8°	8°	8°	35°
São Martinho	45°	48°	48°	47°	46°	46°	42°
Saraiva Livr	51°	49°	49°	48°	45°	48°	44°
Schulz	3°	3°	2°	3°	3°	2°	7°
Sid Nacional	72°	69°	67°	67°	57°	61°	57°

“continua”

APÊNDICE K “conclusão”

SLC Agrícola	63°	59°	63°	62°	64°	58°	53°
Springs	35°	35°	40°	53°	51°	52°	49°
Suzano Papel	6°	9°	5°	5°	5°	5°	3°
Tecnisa	60°	75°	65°	61°	49°	43°	66°
Tegma	36°	42°	33°	34°	34°	33°	40°
Telef Brasil	13°	7°	7°	7°	7°	7°	8°
Tereos	12°	12°	29°	25°	27°	26°	25°
Terra Santa	101°	101°	98°	105°	105°	105°	106°
Tim Part S/A	17°	34°	32°	30°	31°	28°	27°
Totvs	103°	106°	105°	102°	101°	104°	101°
Tran Paulist	102°	102°	99°	99°	98°	97°	96°
Triunfo Part	42°	43°	44°	72°	63°	66°	64°
Tupy	90°	84°	86°	85°	86°	86°	86°
Unipar	34°	21°	17°	15°	25°	19°	18°
Usiminas	61°	32°	31°	29°	13°	14°	15°
Vale	54°	51°	50°	50°	47°	51°	41°
Valid	115°	112°	112°	108°	104°	106°	103°
Weg	46°	44°	41°	41°	32°	30°	30°
Whirlpool	69°	64°	61°	58°	61°	64°	60°
Wilson Sons	55°	57°	56°	59°	55°	55°	50°

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE L – Classificação das empresas no Índice Divulgação e Transparência das Informações

<i>Divulgação e transparência da informação</i>							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	40°	34°	34°	33°	31°	56°	26°
Ambev S/A	89°	75°	79°	116°	77°	23°	71°
Arteris	83°	85°	86°	79°	84°	84°	86°
B2W Digital	70°	61°	53°	56°	25°	59°	75°
Bradespar	84°	86°	87°	80°	69°	78°	81°
Brasilagro	45°	54°	98°	99°	99°	103°	103°
Braskem	92°	66°	83°	64°	87°	87°	116°
BRF	15°	33°	32°	31°	29°	21°	25°
CCR S/A	91°	49°	52°	48°	27°	37°	37°
Celesc	90°	31°	62°	49°	58°	19°	34°
Cemig	26°	79°	65°	59°	32°	5°	32°
Cesp	85°	87°	88°	81°	85°	85°	87°
Cia Hering	41°	8°	55°	52°	60°	58°	47°
Coelce	79°	80°	66°	60°	67°	77°	57°
Comgás	34°	44°	45°	29°	48°	44°	41°
Contax	111°	111°	102°	103°	97°	93°	89°
Copasa	72°	63°	63°	57°	80°	61°	77°
Copel	35°	46°	49°	45°	6°	31°	35°
Cosan	43°	52°	17°	12°	11°	13°	27°
Cosan Ltd	2°	1°	1°	1°	1°	1°	1°
CPFL Energia	77°	77°	36°	72°	34°	75°	79°
Csu Cardsyst	48°	103°	107°	106°	100°	104°	104°
Cyrela Realt	37°	32°	7°	7°	28°	54°	23°
Dasa	23°	37°	35°	55°	44°	76°	80°
Direcional	96°	91°	57°	86°	104°	94°	90°
Dufry AG	3°	10°	18°	2°	12°	14°	10°
Duratex	51°	39°	38°	35°	35°	26°	63°
Ecorodovias	7°	22°	22°	20°	40°	38°	19°
Eletróbrás	68°	59°	29°	40°	55°	51°	43°
Eletropaulo	86°	88°	89°	82°	86°	86°	46°
Embraer	21°	29°	47°	43°	43°	40°	20°
Energias BR	9°	25°	41°	25°	42°	18°	33°
Eneva	66°	48°	51°	47°	53°	49°	54°
Engie Brasil	60°	16°	81°	62°	79°	82°	84°
Equatorial	71°	62°	61°	4°	26°	36°	18°
Estacio Part	29°	21°	6°	19°	20°	33°	17°
Eternit	1°	2°	8°	5°	7°	9°	7°
Eucatex	105°	104°	108°	107°	93°	91°	96°
Even	80°	81°	67°	61°	68°	20°	15°

“continua”

APÊNDICE L “continuação”

Eztec	52°	70°	16°	67°	72°	65°	64°
Fer Heringer	98°	96°	94°	90°	105°	108°	107°
Ferbasa	95°	69°	106°	105°	91°	89°	95°
Fibria	57°	20°	40°	37°	39°	72°	69°
Fleury	16°	40°	12°	14°	36°	27°	12°
Gafisa	18°	18°	39°	15°	38°	29°	66°
Gerdau	58°	74°	78°	71°	64°	73°	70°
Gerdau Met	87°	89°	90°	83°	70°	79°	82°
Grendene	106°	105°	109°	108°	94°	100°	100°
Guararapes	99°	97°	95°	91°	106°	109°	108°
Helbor	93°	55°	104°	94°	90°	99°	99°
Hypermarcas	4°	3°	2°	13°	4°	3°	2°
Inds Romi	100°	98°	96°	92°	107°	110°	109°
Iochp-Maxion	13°	4°	5°	18°	18°	16°	51°
JBS	61°	27°	43°	27°	50°	46°	4°
JHSF Part	107°	106°	110°	109°	95°	101°	101°
JSL	73°	64°	64°	58°	65°	60°	76°
Kepler Weber	101°	99°	99°	100°	108°	111°	110°
Klabin S/A	75°	67°	85°	78°	81°	62°	55°
Le Lis Blanc	113°	114°	114°	113°	98°	102°	102°
Light S/A	67°	51°	69°	76°	54°	50°	22°
Localiza	12°	15°	11°	6°	10°	12°	9°
Log-in	102°	100°	100°	101°	109°	112°	93°
Lojas Americ	44°	53°	72°	66°	62°	64°	60°
Lojas Marisa	10°	14°	10°	11°	9°	11°	48°
Lojas Renner	76°	76°	31°	42°	57°	53°	45°
M.Diasbranco	62°	28°	44°	28°	51°	47°	21°
Magnesita	94°	68°	74°	97°	103°	107°	62°
Marcopolo	27°	83°	80°	50°	45°	41°	74°
Marfrig	28°	19°	21°	17°	17°	7°	31°
Mills	39°	9°	56°	53°	61°	22°	49°
MRV	14°	12°	20°	8°	2°	15°	11°
Multiplus	63°	41°	24°	22°	24°	17°	14°
Natura	6°	6°	3°	3°	3°	2°	5°
Odontoprev	17°	7°	13°	36°	37°	28°	28°
Oi	24°	38°	68°	75°	78°	81°	58°
P.Acucar-Cbd	59°	58°	26°	24°	23°	4°	13°
Paranapanema	25°	50°	54°	74°	19°	32°	16°
Petrobras	32°	30°	48°	44°	46°	42°	39°
Petrorio	19°	35°	71°	85°	73°	68°	94°
Portobello	97°	93°	75°	98°	92°	90°	61°
Positivo Tec	42°	5°	33°	32°	30°	57°	59°
Proforma	50°	113°	113°	112°	102°	106°	106°

“continua”

APÊNDICE L “conclusão”

Prumo	64°	42°	25°	23°	5°	8°	72°
RaiaDrogasil	38°	11°	14°	51°	59°	55°	24°
Randon Part	88°	90°	91°	84°	71°	80°	83°
Renova	46°	94°	92°	88°	88°	88°	88°
Rodobensimob	114°	115°	115°	114°	115°	97°	50°
Rossi Resid	54°	56°	4°	16°	15°	67°	67°
Rumo S.A.	20°	57°	60°	54°	16°	30°	30°
Sabesp	8°	24°	27°	38°	41°	39°	38°
Sanepar	22°	36°	19°	34°	13°	24°	52°
Santos Brp	81°	82°	70°	77°	82°	83°	85°
São Martinho	55°	72°	76°	69°	74°	69°	29°
Saraiva Livr	108°	107°	111°	110°	112°	115°	113°
Schulz	112°	112°	103°	104°	114°	96°	92°
Sid Nacional	36°	47°	50°	46°	49°	45°	53°
SLC Agrícola	109°	108°	112°	111°	113°	95°	91°
Springs	49°	109°	58°	96°	101°	105°	105°
Suzano Papel	11°	13°	9°	10°	8°	6°	6°
Tecnisa	5°	17°	15°	9°	14°	10°	8°
Tegma	116°	116°	116°	115°	116°	116°	114°
Telef Brasil	30°	23°	23°	21°	21°	34°	36°
Tereos	47°	95°	93°	89°	89°	98°	98°
Terra Santa	103°	101°	101°	102°	110°	113°	111°
Tim Part S/A	65°	45°	46°	30°	52°	48°	42°
Totvs	69°	60°	30°	41°	56°	52°	44°
Tran Paulist	31°	26°	42°	26°	22°	35°	3°
Triunfo Part	53°	71°	59°	68°	63°	66°	65°
Tupy	110°	110°	97°	93°	96°	92°	97°
Unipar	104°	102°	105°	95°	111°	114°	112°
Usiminas	33°	43°	28°	39°	47°	43°	40°
Vale	74°	65°	82°	63°	33°	74°	78°
Valid	82°	84°	84°	65°	83°	63°	56°
Weg	56°	73°	77°	70°	75°	70°	68°
Whirlpool	78°	78°	37°	73°	66°	25°	73°
Wilson Sons	115°	92°	73°	87°	76°	71°	115°

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE M – Classificação das empresas no Índice Composição do Conselho de Administração

<i>Composição do Conselho de Administração</i>							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	107°	106°	104°	104°	111°	110°	79°
Ambev S/A	113°	114°	109°	96°	87°	107°	107°
Arteris	48°	68°	54°	8°	96°	74°	84°
B2W Digital	66°	42°	70°	78°	81°	50°	48°
Bradespar	56°	76°	98°	107°	66°	91°	85°
Brasilagro	94°	69°	65°	75°	80°	79°	82°
Braskem	12°	21°	26°	81°	24°	18°	7°
BRF	17°	1°	6°	10°	9°	8°	14°
CCR S/A	13°	48°	20°	21°	23°	17°	38°
Celesc	23°	6°	10°	2°	1°	14°	30°
Cemig	4°	5°	5°	11°	8°	5°	23°
Cesp	55°	62°	38°	65°	35°	19°	12°
Cia Hering	76°	65°	60°	70°	101°	104°	99°
Coelce	36°	75°	33°	38°	75°	75°	89°
Comgás	46°	31°	7°	59°	94°	64°	58°
Contax	43°	14°	76°	71°	61°	43°	21°
Copasa	18°	26°	53°	35°	52°	53°	50°
Copel	19°	7°	41°	1°	13°	10°	10°
Cosan	97°	27°	64°	62°	41°	30°	60°
Cosan Ltd	93°	51°	90°	94°	112°	72°	88°
CPFL Energia	106°	74°	35°	37°	40°	40°	25°
Csu Cardsyst	104°	84°	85°	101°	5°	77°	105°
Cyrela Realt	109°	112°	110°	87°	51°	61°	62°
Dasa	50°	67°	62°	49°	83°	54°	90°
Direcional	116°	103°	106°	106°	49°	86°	43°
Dufry AG	38°	40°	63°	83°	85°	96°	24°
Duratex	78°	39°	40°	41°	48°	49°	41°
Ecorodovias	95°	77°	51°	47°	55°	90°	44°
Eletróbrás	32°	22°	27°	29°	37°	27°	17°
Eletropaulo	25°	18°	19°	24°	26°	26°	31°
Embraer	37°	4°	1°	12°	10°	4°	5°
Energias BR	110°	44°	14°	52°	50°	60°	55°
Eneva	75°	29°	45°	77°	90°	55°	39°
Engie Brasil	67°	24°	17°	22°	15°	22°	15°
Equatorial	87°	78°	78°	54°	72°	31°	61°
Estacio Part	2°	3°	2°	4°	2°	1°	1°
Eternit	3°	2°	3°	3°	36°	2°	2°
Eucatex	103°	96°	115°	84°	113°	114°	115°
Even	98°	111°	84°	105°	106°	62°	83°
Eztec	83°	90°	92°	61°	99°	76°	77°
Fer Heringer	111°	53°	47°	85°	92°	92°	47°
Ferbasa	112°	113°	108°	113°	109°	113°	106°
Fibria	63°	23°	23°	27°	32°	24°	16°
Fleury	54°	36°	66°	44°	59°	45°	102°
Gafisa	1°	13°	16°	63°	30°	68°	19°
Gerdaul	60°	57°	24°	28°	68°	33°	80°

“continua”

APÊNDICE M “continuação”

Gerdau Met	26°	12°	15°	20°	27°	32°	53°
Grendene	91°	101°	102°	110°	108°	108°	109°
Guararapes	114°	105°	116°	116°	116°	116°	116°
Helbor	72°	79°	114°	95°	115°	109°	114°
Hypermarcas	58°	66°	61°	69°	18°	52°	9°
Inds Romi	61°	58°	50°	43°	95°	73°	45°
Iochp-Maxion	29°	56°	86°	36°	44°	35°	81°
JBS	70°	34°	34°	25°	29°	23°	51°
JHSF Part	64°	95°	101°	112°	62°	65°	37°
JSL	100°	107°	67°	76°	38°	38°	98°
Kepler Weber	47°	46°	87°	74°	103°	83°	86°
Klabin S/A	34°	28°	32°	32°	31°	21°	6°
Le Lis Blanc	79°	104°	93°	91°	11°	41°	3°
Light S/A	8°	17°	12°	19°	22°	16°	8°
Localiza	85°	94°	97°	40°	97°	82°	70°
Log-in	24°	54°	43°	66°	3°	89°	95°
Lojas Americ	73°	81°	58°	67°	74°	48°	42°
Lojas Marisa	90°	115°	103°	111°	91°	94°	91°
Lojas Renner	28°	8°	9°	15°	16°	7°	46°
M.Diasbranco	102°	102°	111°	114°	84°	93°	93°
Magnesita	49°	61°	39°	56°	63°	59°	49°
Marcopolo	27°	41°	42°	73°	21°	81°	97°
Marfrig	44°	88°	91°	97°	20°	34°	26°
Mills	77°	52°	79°	46°	54°	58°	29°
MRV	80°	91°	107°	34°	57°	46°	40°
Multiplus	105°	82°	56°	7°	104°	88°	92°
Natura	71°	89°	80°	48°	47°	28°	101°
Odontoprev	39°	47°	75°	80°	34°	25°	18°
Oi	21°	11°	8°	14°	12°	29°	59°
P.Acucar-Cbd	5°	32°	4°	13°	14°	39°	65°
Paranapanema	15°	60°	30°	55°	60°	112°	104°
Petrobras	9°	9°	11°	16°	17°	6°	33°
Petrorio	89°	85°	88°	5°	46°	42°	34°
Portobello	62°	59°	52°	60°	70°	99°	78°
Positivo Tec	69°	86°	81°	6°	98°	103°	112°
Proforma	115°	116°	113°	108°	6°	84°	108°
Prumo	41°	55°	31°	9°	82°	95°	94°
RaiaDrogasil	31°	37°	37°	42°	79°	85°	87°
Randon Part	51°	70°	73°	103°	77°	101°	110°
Renova	99°	97°	71°	68°	73°	87°	69°
Rodobensimob	22°	35°	36°	72°	78°	37°	28°
Rossi Resid	40°	50°	68°	58°	64°	69°	71°
Rumo S.A.	20°	20°	21°	26°	7°	12°	73°
Sabesp	11°	10°	13°	18°	19°	13°	20°
Sanepar	57°	73°	69°	86°	4°	71°	32°
Santos Brp	42°	38°	18°	23°	25°	51°	36°
São Martinho	68°	108°	77°	89°	69°	98°	66°
Saraiva Livr	65°	63°	94°	90°	100°	78°	63°
Schulz	108°	109°	112°	115°	110°	111°	111°
Sid Nacional	30°	64°	59°	64°	76°	80°	72°

“continua”

APÊNDICE M “conclusão”

SLC Agricola	59°	98°	49°	57°	93°	57°	35°
Springs	96°	110°	95°	99°	71°	100°	67°
Suzano Papel	10°	45°	44°	17°	56°	11°	27°
Tecnisa	92°	99°	83°	88°	53°	36°	68°
Tegma	88°	100°	100°	109°	88°	102°	103°
Telef Brasil	7°	15°	22°	39°	42°	3°	4°
Tereos	86°	43°	46°	45°	43°	56°	64°
Terra Santa	45°	33°	48°	98°	65°	67°	52°
Tim Part S/A	6°	16°	29°	30°	28°	15°	11°
Totvs	81°	92°	89°	53°	67°	47°	75°
Tran Paulist	35°	25°	74°	50°	58°	105°	57°
Triunfo Part	33°	49°	55°	82°	86°	63°	56°
Tupy	52°	71°	96°	51°	89°	44°	54°
Unipar	74°	87°	105°	100°	102°	106°	74°
Usiminas	16°	30°	28°	33°	39°	9°	22°
Vale	14°	19°	25°	31°	33°	20°	13°
Valid	101°	80°	72°	79°	107°	70°	100°
Weg	53°	72°	57°	93°	45°	66°	76°
Whirlpool	84°	83°	82°	102°	114°	115°	113°
Wilson Sons	82°	93°	99°	92°	105°	97°	96°

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE N – Classificação das empresas no Índice Incentivo aos Administradores/Agentes

<i>Incentivo aos administradores/agentes</i>							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	74°	73°	69°	39°	34°	32°	33°
Ambev S/A	2°	3°	1°	2°	1°	2°	2°
Arteris	80°	79°	77°	78°	74°	81°	62°
B2W Digital	66°	69°	75°	80°	67°	64°	59°
Bradespar	108°	115°	115°	116°	104°	103°	100°
Braslagro	70°	61°	61°	63°	76°	102°	98°
Braskem	25°	26°	26°	11°	10°	7°	5°
BRF	6°	1°	4°	50°	3°	14°	17°
CCR S/A	91°	99°	100°	18°	23°	18°	50°
Celesc	111°	112°	112°	112°	109°	109°	106°
Cemig	83°	85°	79°	89°	96°	110°	86°
Cesp	98°	100°	96°	99°	92°	106°	82°
Cia Hering	58°	25°	73°	44°	62°	38°	32°
Coelce	107°	107°	107°	107°	101°	99°	95°
Comgás	101°	103°	102°	81°	100°	98°	94°
Contax	21°	84°	93°	97°	93°	92°	51°
Copasa	93°	92°	90°	91°	81°	75°	69°
Copel	114°	114°	113°	114°	114°	112°	111°
Cosan	13°	11°	10°	71°	11°	69°	36°
Cosan Ltd	99°	111°	111°	105°	112°	107°	103°
CPFL Energia	42°	53°	48°	45°	39°	94°	99°
Csu Cardsyst	95°	68°	65°	69°	57°	53°	45°
Cyrela Realt	62°	77°	51°	52°	66°	63°	55°
Dasa	40°	39°	30°	24°	65°	24°	20°
Direcional	69°	62°	63°	68°	84°	86°	80°
Dufry AG	5°	5°	9°	12°	14°	10°	14°
Duratex	20°	17°	17°	14°	17°	12°	10°
Ecorodovias	7°	7°	5°	6°	5°	4°	11°
Eletróbrás	112°	113°	114°	67°	79°	74°	65°
Eletropaulo	73°	93°	88°	93°	86°	85°	79°
Embraer	12°	20°	23°	7°	8°	6°	7°
Energias BR	104°	67°	101°	104°	98°	95°	88°
Eneva	41°	13°	32°	34°	48°	108°	22°
Engie Brasil	105°	105°	103°	106°	99°	96°	92°
Equatorial	43°	34°	35°	36°	69°	35°	28°
Estacio Part	14°	12°	15°	40°	16°	31°	25°
Eternit	50°	41°	19°	28°	32°	25°	21°
Eucatex	86°	88°	83°	83°	115°	113°	112°

“continua”

APÊNDICE N “continuação”

Even	113°	71°	67°	70°	113°	60°	54°
Eztec	78°	40°	76°	31°	40°	34°	29°
Fer Heringer	88°	91°	87°	90°	80°	101°	67°
Ferbasa	75°	76°	74°	76°	68°	65°	58°
Fibria	19°	31°	37°	22°	27°	21°	53°
Fleury	37°	63°	80°	19°	56°	49°	43°
Gafisa	22°	19°	20°	51°	24°	17°	35°
Gerdau	63°	56°	54°	64°	58°	57°	49°
Gerdau Met	100°	101°	98°	100°	94°	58°	52°
Grendene	94°	66°	92°	94°	60°	55°	46°
Guararapes	115°	116°	116°	115°	116°	114°	114°
Helbor	60°	55°	50°	46°	44°	72°	31°
Hypermarcas	16°	28°	27°	27°	46°	84°	41°
Inds Romi	89°	95°	109°	108°	103°	82°	63°
Iochp-Maxion	59°	110°	59°	61°	108°	48°	42°
JBS	26°	21°	22°	16°	21°	27°	102°
JHSF Part	87°	90°	86°	87°	88°	89°	37°
JSL	57°	54°	53°	53°	64°	40°	57°
Kepler Weber	92°	94°	91°	110°	105°	104°	101°
Klabin S/A	46°	37°	31°	56°	87°	45°	85°
Le Lis Blanc	45°	48°	47°	41°	72°	70°	75°
Light S/A	103°	104°	68°	74°	71°	67°	91°
Localiza	9°	8°	8°	8°	9°	5°	24°
Log-in	39°	30°	25°	21°	26°	42°	15°
Lojas Americ	18°	18°	18°	38°	49°	93°	90°
Lojas Marisa	72°	64°	62°	65°	55°	52°	48°
Lojas Renner	10°	9°	11°	10°	12°	9°	8°
M.Diasbranco	77°	75°	72°	77°	63°	59°	109°
Magnesita	51°	43°	36°	72°	61°	61°	34°
Marcopolo	44°	35°	28°	23°	29°	22°	18°
Marfrig	17°	15°	13°	33°	37°	33°	38°
Mills	67°	22°	57°	17°	22°	16°	13°
MRV	76°	74°	70°	29°	20°	62°	56°
Multiplus	31°	24°	21°	9°	7°	46°	83°
Natura	11°	10°	14°	13°	13°	11°	30°
Odontoprev	64°	58°	56°	59°	53°	47°	40°
Oi	29°	38°	29°	109°	107°	56°	73°
P.Acucar-Cbd	3°	2°	2°	1°	2°	1°	1°
Paranapanema	61°	57°	104°	58°	89°	91°	84°
Petrobras	110°	83°	43°	48°	42°	37°	39°
Petrorio	24°	23°	44°	60°	54°	80°	105°
Portobello	85°	108°	108°	82°	85°	88°	115°
Positivo Tec	82°	87°	84°	86°	73°	71°	60°

“continua”

APÊNDICE N “conclusão”

Proforma	96°	97°	95°	98°	90°	87°	81°
Prumo	36°	70°	66°	73°	28°	23°	19°
RaiaDrogasil	27°	36°	39°	42°	51°	43°	61°
Randon Part	81°	80°	78°	113°	70°	66°	110°
Renova	28°	82°	58°	66°	59°	54°	64°
Rodobensimob	56°	50°	52°	54°	47°	41°	72°
Rossi Resid	35°	52°	49°	49°	75°	77°	70°
Rumo S.A.	48°	42°	60°	62°	15°	36°	44°
Sabesp	109°	109°	110°	111°	106°	105°	76°
Sanepar	84°	86°	81°	85°	77°	78°	77°
Santos Brp	33°	51°	45°	55°	50°	19°	47°
São Martinho	47°	44°	71°	75°	41°	97°	93°
Saraiva Livr	54°	81°	41°	37°	43°	73°	74°
Schulz	90°	89°	85°	88°	78°	76°	68°
Sid Nacional	23°	72°	82°	96°	91°	90°	89°
SLC Agricola	68°	60°	89°	92°	83°	79°	71°
Springs	102°	102°	99°	102°	111°	111°	107°
Suzano Papel	8°	16°	6°	5°	4°	3°	3°
Tecnisa	32°	33°	33°	43°	38°	30°	9°
Tegma	34°	27°	24°	20°	25°	50°	66°
Telef Brasil	4°	4°	7°	4°	33°	13°	4°
Tereos	116°	98°	97°	101°	95°	116°	116°
Terra Santa	97°	96°	94°	95°	110°	83°	104°
Tim Part S/A	52°	49°	46°	47°	45°	39°	97°
Totvs	15°	14°	16°	25°	19°	15°	12°
Tran Paulist	71°	65°	64°	103°	97°	51°	87°
Triunfo Part	53°	45°	40°	35°	36°	29°	23°
Tupy	79°	78°	106°	79°	102°	100°	96°
Unipar	106°	106°	105°	84°	82°	115°	113°
Usiminas	38°	32°	34°	26°	30°	68°	26°
Vale	1°	6°	3°	3°	6°	8°	6°
Valid	55°	47°	42°	32°	35°	28°	108°
Weg	65°	59°	55°	57°	52°	44°	78°
Whirlpool	49°	46°	38°	30°	31°	26°	27°
Wilson Sons	30°	29°	12°	15°	18°	20°	16°

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE O – Classificação das empresas no Índice Direito dos Acionistas

Direito dos acionistas							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	83°	66°	91°	69°	95°	56°	88°
Ambev S/A	1°	3°	1°	36°	1°	1°	1°
Arteris	109°	110°	111°	64°	60°	77°	65°
B2W Digital	40°	45°	44°	49°	47°	50°	48°
Bradespar	53°	54°	51°	55°	53°	58°	100°
Braslagro	43°	47°	46°	34°	43°	29°	20°
Braskem	27°	9°	34°	46°	8°	7°	2°
BRF	32°	39°	35°	38°	36°	3°	3°
CCR S/A	49°	50°	41°	39°	37°	37°	39°
Celesc	85°	92°	93°	105°	99°	65°	71°
Cemig	3°	4°	4°	1°	2°	4°	5°
Cesp	20°	19°	10°	10°	6°	2°	14°
Cia Hering	62°	65°	59°	61°	61°	66°	59°
Coelce	103°	107°	57°	60°	69°	97°	93°
Comgás	102°	106°	110°	116°	113°	111°	108°
Contax	107°	111°	113°	72°	67°	83°	76°
Copasa	104°	61°	65°	66°	63°	82°	67°
Copel	14°	12°	14°	7°	88°	10°	9°
Cosan	51°	59°	63°	57°	50°	54°	37°
Cosan Ltd	94°	60°	56°	67°	52°	53°	82°
CPFL Energia	4°	5°	6°	5°	5°	43°	13°
Csu Cardsyst	114°	97°	100°	104°	105°	102°	97°
Cyrela Realt	13°	21°	18°	13°	16°	17°	18°
Dasa	89°	95°	98°	102°	101°	100°	73°
Direcional	110°	75°	71°	74°	68°	70°	94°
Dufry AG	101°	105°	49°	110°	49°	52°	50°
Duratex	80°	87°	87°	92°	91°	94°	90°
Ecorodovias	54°	56°	60°	53°	51°	61°	60°
Eletróbrás	31°	37°	2°	35°	35°	40°	42°
Eletropaulo	5°	6°	7°	23°	23°	45°	23°
Embraer	99°	13°	17°	15°	13°	14°	19°
Energias BR	52°	55°	52°	52°	55°	59°	51°
Eneva	44°	48°	47°	45°	45°	48°	46°
Engie Brasil	9°	7°	5°	3°	4°	5°	4°
Equatorial	19°	15°	20°	19°	30°	12°	10°
Estacio Part	34°	16°	21°	20°	31°	13°	11°
Eternit	67°	76°	75°	79°	71°	68°	83°
Eucatex	82°	72°	94°	98°	98°	74°	114°
Even	56°	57°	78°	82°	82°	63°	64°
Eztec	88°	73°	70°	73°	70°	72°	69°

“continua”

APÊNDICE O “continuação”

Fer Heringer	86°	93°	92°	97°	93°	92°	85°
Ferbasa	61°	63°	66°	87°	83°	86°	102°
Fibria	41°	29°	42°	44°	41°	20°	24°
Fleury	95°	86°	82°	88°	84°	32°	55°
Gafisa	36°	36°	45°	42°	15°	42°	8°
Gerdau	35°	22°	28°	31°	18°	27°	27°
Gerdau Met	47°	52°	53°	54°	54°	57°	91°
Grendene	48°	53°	54°	56°	56°	60°	68°
Guararapes	106°	109°	109°	112°	114°	112°	113°
Helbor	92°	78°	72°	70°	81°	85°	78°
Hypermarcas	37°	25°	40°	17°	39°	35°	28°
Inds Romi	76°	69°	101°	96°	85°	114°	54°
Iochp-Maxion	21°	28°	85°	29°	32°	26°	31°
JBS	38°	24°	38°	21°	20°	19°	40°
JHSF Part	29°	35°	30°	14°	14°	31°	36°
JSL	17°	30°	12°	18°	29°	46°	34°
Kepler Weber	57°	81°	80°	86°	79°	84°	57°
Klabin S/A	28°	34°	29°	26°	28°	22°	30°
Le Lis Blanc	105°	58°	58°	58°	57°	89°	84°
Light S/A	25°	33°	27°	28°	27°	25°	32°
Localiza	6°	11°	36°	12°	11°	34°	22°
Log-in	87°	90°	89°	91°	96°	93°	86°
Lojas Americ	115°	116°	116°	113°	115°	115°	112°
Lojas Marisa	65°	68°	67°	68°	62°	67°	89°
Lojas Renner	16°	17°	13°	11°	17°	15°	12°
M.Diasbranco	58°	88°	90°	95°	94°	90°	87°
Magnesita	45°	44°	31°	32°	33°	47°	45°
Marcopolo	59°	64°	64°	94°	65°	69°	63°
Marfrig	33°	41°	26°	48°	46°	49°	47°
Mills	39°	43°	43°	43°	40°	41°	44°
MRV	18°	23°	16°	16°	19°	16°	15°
Multiplus	68°	89°	55°	59°	58°	55°	52°
Natura	50°	51°	86°	51°	90°	88°	62°
Odontoprev	55°	70°	61°	65°	59°	62°	58°
Oi	100°	85°	83°	4°	44°	38°	41°
P.Acucar-Cbd	15°	18°	15°	8°	12°	33°	29°
Paranapanema	91°	74°	102°	106°	104°	104°	80°
Petrobras	2°	1°	33°	90°	87°	110°	109°
Petrório	116°	104°	107°	115°	111°	109°	95°
Portobello	96°	83°	81°	81°	74°	75°	75°
Positivo Tec	66°	80°	103°	83°	78°	81°	101°
Proforma	73°	99°	77°	85°	80°	103°	104°
Prumo	46°	49°	48°	50°	48°	51°	49°

“continua”

APÊNDICE O “conclusão”

RaiaDrogasil	22°	27°	25°	25°	24°	18°	16°
Randon Part	75°	94°	97°	100°	97°	96°	96°
Renova	97°	102°	105°	108°	109°	107°	81°
Rodobensimob	74°	82°	76°	76°	76°	80°	74°
Rossi Resid	64°	71°	68°	103°	107°	105°	105°
Rumo S.A.	42°	42°	24°	22°	42°	44°	110°
Sabesp	10°	46°	32°	33°	34°	28°	33°
Sanepar	111°	113°	112°	62°	64°	64°	56°
Santos Brp	63°	62°	62°	63°	66°	73°	98°
São Martinho	71°	77°	73°	77°	73°	76°	66°
Saraiva Livr	90°	96°	99°	101°	102°	99°	79°
Schulz	113°	115°	115°	114°	116°	116°	115°
Sid Nacional	78°	84°	84°	89°	89°	87°	111°
SLC Agrícola	26°	31°	22°	27°	25°	24°	21°
Springs	72°	101°	104°	107°	108°	106°	106°
Suzano Papel	12°	20°	39°	41°	21°	11°	38°
Tecnisa	24°	26°	23°	47°	22°	21°	25°
Tegma	84°	91°	95°	99°	103°	101°	103°
Telef Brasil	77°	38°	50°	37°	86°	36°	53°
Tereos	81°	98°	96°	75°	72°	98°	99°
Terra Santa	98°	103°	106°	109°	110°	108°	107°
Tim Part S/A	79°	10°	9°	6°	7°	9°	7°
Totvs	60°	67°	88°	93°	92°	91°	61°
Tran Paulist	7°	8°	8°	30°	10°	8°	17°
Triunfo Part	69°	79°	69°	71°	106°	71°	77°
Tupy	108°	112°	114°	78°	100°	95°	92°
Unipar	93°	100°	79°	84°	77°	79°	72°
Usiminas	8°	40°	37°	40°	38°	39°	43°
Vale	30°	2°	3°	2°	3°	30°	35°
Valid	23°	32°	19°	24°	26°	23°	26°
Weg	11°	14°	11°	9°	9°	6°	6°
Whirlpool	112°	108°	108°	111°	112°	113°	116°
Wilson Sons	70°	114°	74°	80°	75°	78°	70°

Fonte: elaborado pela autora

APÊNDICE P – Classificação das empresas no Índice de Governança Corporativa

<i>Índice de governança corporativa</i>							
Empresa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alpargatas	74°	56°	82°	42°	89°	67°	51°
Ambev S/A	23°	31°	28°	116°	7°	9°	24°
Arteris	75°	97°	93°	11°	81°	55°	67°
B2W Digital	71°	48°	71°	76°	74°	53°	54°
Bradespar	61°	94°	108°	107°	52°	61°	74°
Braslagro	77°	58°	79°	88°	101°	90°	83°
Braskem	8°	7°	45°	55°	14°	12°	116°
BRF	33°	2°	29°	65°	36°	25°	26°
CCR S/A	63°	64°	55°	28°	19°	24°	39°
Celesc	111°	92°	102°	51°	56°	70°	79°
Cemig	7°	27°	20°	23°	11°	15°	28°
Cesp	27°	12°	8°	15°	9°	14°	7°
Cia Hering	101°	47°	95°	84°	104°	107°	94°
Coelce	67°	104°	30°	33°	46°	63°	53°
Comgás	100°	88°	42°	81°	97°	71°	68°
Contax	56°	83°	87°	67°	60°	47°	69°
Copasa	88°	54°	86°	58°	80°	65°	71°
Copel	53°	62°	72°	14°	72°	62°	62°
Cosan	55°	11°	21°	49°	10°	28°	20°
Cosan Ltd	90°	39°	59°	50°	93°	52°	85°
CPFL Energia	70°	72°	24°	47°	26°	85°	81°
Csu Cardsyst	114°	112°	100°	100°	31°	89°	100°
Cyrela Realt	78°	93°	56°	35°	37°	40°	31°
Dasa	87°	86°	90°	101°	92°	80°	35°
Direcional	115°	106°	92°	98°	66°	81°	76°
Dufry AG	34°	46°	67°	77°	85°	84°	63°
Duratex	95°	66°	66°	73°	77°	68°	70°
Ecorodovias	19°	18°	7°	16°	23°	48°	14°
Eletróbrás	99°	99°	63°	29°	49°	44°	33°
Eletropaulo	15°	21°	19°	22°	18°	42°	9°
Embraer	82°	26°	4°	25°	28°	17°	11°
Energias BR	86°	45°	48°	68°	76°	59°	65°
Eneva	47°	17°	41°	97°	100°	112°	88°
Engie Brasil	66°	14°	35°	30°	35°	46°	38°
Equatorial	42°	41°	62°	18°	96°	58°	48°
Estacio Part	9°	4°	2°	6°	5°	5°	5°
Eternit	11°	5°	5°	4°	58°	6°	8°
Eucatex	104°	81°	115°	99°	115°	114°	115°
Even	113°	111°	97°	106°	114°	79°	80°
Eztec	97°	75°	36°	31°	70°	39°	29°

“continua”

APÊNDICE P “continuação”

Fer Heringer	112°	73°	69°	95°	99°	106°	78°
Ferbasa	72°	63°	61°	61°	57°	56°	82°
Fibria	76°	30°	60°	57°	65°	50°	58°
Fleury	52°	80°	65°	36°	63°	69°	95°
Gafisa	4°	19°	43°	80°	34°	75°	43°
Gerdau	49°	36°	11°	21°	33°	13°	21°
Gerdau Met	37°	44°	40°	44°	42°	20°	40°
Grendene	68°	67°	91°	90°	73°	78°	72°
Guararapes	116°	115°	116°	115°	116°	116°	114°
Helbor	85°	35°	111°	69°	105°	99°	105°
Hypermarcas	12°	8°	16°	32°	12°	45°	6°
Inds Romi	102°	91°	109°	109°	112°	110°	87°
Iochp-Maxion	20°	57°	83°	39°	71°	29°	64°
JBS	69°	20°	46°	19°	32°	32°	57°
JHSF Part	38°	53°	76°	86°	30°	64°	42°
JSL	51°	79°	33°	40°	25°	31°	55°
Kepler Weber	81°	74°	103°	104°	111°	104°	98°
Klabin S/A	14°	10°	12°	20°	29°	8°	13°
Le Lis Blanc	110°	113°	104°	105°	79°	111°	77°
Light S/A	41°	42°	31°	43°	43°	35°	22°
Localiza	29°	38°	47°	13°	53°	66°	37°
Log-in	83°	102°	96°	103°	47°	108°	97°
Lojas Americ	92°	85°	85°	91°	102°	103°	84°
Lojas Marisa	24°	89°	52°	71°	51°	41°	61°
Lojas Renner	30°	34°	15°	26°	38°	26°	49°
M.Diasbranco	98°	108°	113°	112°	94°	94°	108°
Magnesita	64°	55°	23°	56°	59°	76°	34°
Marcopolo	10°	28°	26°	59°	13°	36°	45°
Marfrig	45°	70°	50°	96°	50°	33°	52°
Mills	57°	25°	81°	37°	39°	21°	18°
MRV	35°	37°	75°	5°	4°	23°	17°
Multiplus	44°	61°	10°	2°	45°	34°	41°
Natura	18°	29°	38°	9°	16°	10°	36°
Odontoprev	22°	23°	39°	70°	40°	27°	19°
Oi	26°	16°	37°	52°	103°	92°	90°
P.Acucar-Cbd	1°	1°	1°	1°	1°	2°	1°
Paranapanema	80°	107°	110°	110°	106°	115°	106°
Petrobras	58°	15°	34°	60°	61°	57°	75°
Petrório	109°	103°	106°	74°	95°	96°	110°
Portobello	96°	71°	54°	72°	69°	86°	86°
Positivo Tec	54°	52°	98°	7°	78°	72°	89°
Proforma	91°	116°	112°	93°	22°	91°	107°
Prumo	89°	95°	64°	10°	24°	22°	66°

“continua”

APÊNDICE P “conclusão”

RaiaDrogasil	13°	22°	14°	27°	54°	54°	47°
Randon Part	36°	69°	78°	111°	62°	74°	109°
Renova	62°	105°	70°	66°	68°	77°	46°
Rodobensimob	43°	51°	49°	83°	84°	38°	16°
Rossi Resid	39°	50°	22°	75°	90°	98°	91°
Rumo S.A.	32°	59°	44°	46°	41°	73°	112°
Sabesp	21°	60°	32°	41°	48°	43°	15°
Sanepar	59°	68°	57°	63°	3°	19°	10°
Santos Brp	16°	24°	9°	24°	21°	7°	56°
São Martinho	48°	98°	77°	87°	55°	95°	60°
Saraiva Livr	84°	78°	94°	85°	91°	83°	50°
Schulz	103°	101°	105°	113°	107°	100°	99°
Sid Nacional	40°	76°	84°	92°	87°	87°	92°
SLC Agrícola	46°	77°	53°	54°	82°	37°	23°
Springs	60°	114°	80°	108°	108°	113°	102°
Suzano Papel	2°	6°	3°	3°	2°	1°	2°
Tecnisa	6°	43°	17°	38°	6°	3°	3°
Tegma	73°	87°	89°	89°	64°	93°	96°
Telef Brasil	5°	3°	6°	8°	20°	4°	4°
Tereos	106°	65°	74°	48°	44°	105°	104°
Terra Santa	108°	109°	107°	114°	113°	109°	113°
Tim Part S/A	28°	13°	13°	12°	15°	11°	30°
Totvs	79°	84°	99°	94°	88°	82°	73°
Tran Paulist	50°	49°	88°	64°	67°	88°	32°
Triunfo Part	31°	40°	51°	78°	86°	51°	44°
Tupy	105°	110°	114°	79°	110°	97°	101°
Unipar	93°	90°	101°	53°	75°	102°	93°
Usiminas	17°	33°	25°	34°	27°	18°	12°
Vale	3°	9°	18°	17°	8°	30°	25°
Valid	94°	82°	73°	62°	98°	49°	103°
Weg	25°	32°	27°	45°	17°	16°	27°
Whirlpool	107°	100°	68°	102°	109°	101°	111°
Wilson Sons	65°	96°	58°	82°	83°	60°	59°

Fonte: elaborado pela autora