

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

MARIANA HAEFLIGER DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO SOBRE A ADESÃO A PRÁTICAS
VOLUNTÁRIAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

São Leopoldo

2014

MARIANA HAEFLIGER DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO SOBRE A ADESÃO A PRÁTICAS
VOLUNTÁRIAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientadora: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan

Coorientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

São Leopoldo

2014

S586g

Silva, Mariana Haefliger da

Governança corporativa: um estudo sobre a adesão a práticas voluntárias no mercado de capitais brasileiro / Mariana Haefliger da Silva. – 2015.

84 f. ; 30cm.

Dissertação (mestrado em Ciências Contábeis) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2015.

Orientadora: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan;
Coorientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt.

1. Governança corporativa. 2. Práticas voluntárias. 3. Nível de adesão. 4. Mercado de capitais. I. Título. II. Macagnan, Clea Beatriz. III. Decourt, Roberto Frota.

CDU 658.012.43

MARIANA HAEFLIGER DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO SOBRE A ADESÃO A PRÁTICAS
VOLUNTÁRIAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovada em

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Marcelle Colares Oliveira – UFC

Prof. Dr. João Zani – UNISINOS

Prof. Dr. Carlos Alberto Diehl – UNISINOS

AGRADECIMENTOS

À Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan pelo tempo dedicado a me orientar.

Ao professor Dr. Roberto Frota Decourt que, mesmo distante, me deu seu apoio, orientação e soube me ouvir nos momentos em que mais precisei.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNISINOS, em especial ao Prof. Dr. Adolfo Vanti, Prof. Dr. Cristiano Machado Costa, Prof. Dr. Ernani Ott e Prof. Dr. João Zani: muito obrigada pelo apoio e ensinamentos ao longo desta caminhada.

Aos meus colegas de trabalho, que participaram deste processo indiretamente e me ajudaram tanto no trabalho quanto no mestrado.

Não poderia deixar de agradecer aos meus colegas de mestrado, em especial ao Bruno e ao Luiz Alberto. Nesses dois anos eles foram como irmãos para mim e souberam compreender minhas angústias, me deram força para superar todos os obstáculos e parece que sempre tinham o conselho certo na hora certa.

Às minhas amigas que sempre acreditaram em mim: Carina, Caroline, Cassiana, Lidiane e Noele. Em especial a Carolina Cesa Boschetti que sempre me apoiou e me recebeu de braços abertos, oferecendo estadia e me ouvindo nas noites de sexta-feira.

Também devo agradecer a Tanise Brandão Bussmann pela disponibilidade e paciência para me ensinar.

E claro, à minha família que soube compreender a minha ausência e, mesmo sem entender bem o que eu sentia e vivenciava, soube me apoiar nos momentos mais difíceis.

RESUMO

O objetivo desta dissertação foi identificar as empresas que apresentam maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa. A adoção de um sistema de governança corporativa poderia contribuir para a redução dos conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários, controlando a expropriação dos primeiros pelos últimos e garantindo-lhes o retorno esperado. A partir das recomendações do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) construiu-se um conjunto de 17 indicadores de práticas voluntárias de governança corporativa. A pesquisa contempla as empresas listadas na BM&FBOVESPA e que participaram do Índice Brasil Amplo (IBrA) no terceiro quadrimestre de 2014, totalizando 130 empresas. Como fonte de coleta das evidências utilizou-se os formulários de referência e as páginas eletrônicas das empresas, assim como a página eletrônica da BM&FBOVESPA, resultando num total de 2210 observações. A análise se deu mediante a aplicação da técnica de análise de componentes principais (PCA), a qual permitiu a criação de um índice de governança corporativa voluntária: *IGCV_g*. Considerando o critério de análise utilizado, os resultados indicam que as empresas listadas nos segmentos com governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA, em especial aquelas listadas no Novo Mercado, apresentam maiores níveis de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa.

Palavras-chave: Governança corporativa. Práticas voluntárias. Nível de adesão.

ABSTRACT

The aim of this work was to identify the companies with greater adherence level of voluntary corporate governance practices. The adoption of a corporate governance system could help to reduce agency conflicts between minority and majority shareholders, controlling the expropriation of the first by the last, guaranteeing their expected return. Considering the recommendations of Code of Best Practice for Corporate Governance of the Brazilian Institute of Corporate Governance it was developed a set of 17 indicators of voluntary corporate governance practices. The research focuses on companies listed on the BM&FBOVESPA that participated in the Brazil Broad Index (IBrA) in the third quarter of 2014, totaling 130 companies. The sources of collection of evidence was the reference forms and web pages of companies, as well as the website of BM & FBOVESPA, resulting in a total of 2210 observations. They were analyzed by applying the principal component analysis technique (PCA), which allowed the creation of a voluntary corporate governance index: IGCVg. Considering the analysis criteria used, the results indicate that companies listed in the segments with differentiated corporate governance of BM&FBOVESPA, in particular those listed in the Novo Mercado, present greater adherence levels of voluntary corporate governance practices.

Keywords: Corporate governance. Voluntary practices. Adherence level.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Total de negociações da BM&FBOVESPA nos últimos cinco anos	13
Tabela 2 – Classificação setorial das empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2014	26
Tabela 3 – Empresas listadas na BM&FBOVESPA: classificação econômica e segmento de listagem	30
Tabela 4 – Estatísticas descritivas	49
Tabela 5 - Matriz de correlação.....	54
Tabela 6 – Autovalores dos componentes principais gerados a partir da matriz de covariância para o índice $IGCV_g$	56
Tabela 7 – Autovetores dos componentes principais gerados a partir da matriz de covariância para o índice $IGCV_g$	58
Tabela 8 – Ranking $IGCV_g$: empresas listadas até a décima posição.....	59

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Índices de governança	24
Quadro 2 – Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA.....	27
Quadro 3 - Empresas por segmento de listagem.....	29
Quadro 4 – Estudos que relacionam governança corporativa a outros fatores.....	32
Quadro 5 – Apresentação e justificativa dos indicadores de governança corporativa voluntária.....	40
Quadro 6 – Descrição dos indicadores de práticas voluntárias de governança corporativa e fontes de coleta das evidências.....	43

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de empresas que atendem a esses indicadores.....	53
--	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA	11
1.2 OBJETIVO.....	12
1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO	12
1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO E ESTRUTURA DA PESQUISA.....	14
2 REVISÃO DE LITERATURA	15
2.1 TEORIA DE AGÊNCIA.....	15
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	18
2.3 CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	25
2.4 ESTUDOS RELACIONADOS.....	31
2.4.1 A governança corporativa e sua relação com demais fatores	31
2.4.2 A qualidade da governança corporativa e seus determinantes	34
3 METODOLOGIA	39
3.1 POPULAÇÃO	39
3.2 CONSTRUÇÃO DOS INDICADORES	40
3.3 FONTES E FORMA DE COLETA DAS EVIDÊNCIAS	43
3.4 TÉCNICA DE ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS.....	45
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS	49
4.1 ANÁLISES DESCRITIVA E CORRELACIONAL	49
4.2 ANÁLISE DE COMPONENTES PRINCIPAIS	55
4.2.1 Índice de Governança Corporativa Voluntária Geral – <i>IGCV_g</i>	56
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	62
APÊNDICE A – COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO	72
APÊNDICE B – PERÍODO DE COLETA DAS EVIDÊNCIAS	74
APÊNDICE C – RANKING PELA QUANTIDADE DE INDICADORES ATENDIDOS ..	77
APÊNDICE D – RANKING GERAL DO ÍNDICE <i>IGCV_G</i>	81

1 INTRODUÇÃO

Em dezembro de 1992 é publicado o *Cadbury Report*, que passa a ser considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa no mundo. Esse relatório surge devido à preocupação dos participantes do *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* em relação à confiança dos relatórios financeiros emitidos pelas empresas e a capacidade dos auditores de garantir a fidedignidade dessas informações (*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992). Após a criação do mesmo, em diversos países surgiram iniciativas relacionadas à governança corporativa, com criação de códigos e definição de padrões mais rígidos de regulamentação do mercado de capitais. (IBGC, 2013). De uma maneira geral, a governança corporativa busca reduzir a problemática advinda da assimetria informacional e a possibilidade de emergência de conflitos de interesses entre agente – administrador da organização – e principal – proprietário do capital que estrutura a organização – o que seria definido como problema de agência.

O mercado de capitais brasileiro caracteriza-se por empresas listadas com: alta concentração de propriedade, controle nas mãos de poucos acionistas e pela falta de uma legislação adequada para proteção dos interesses dos investidores minoritários, o que estabelece condições para configuração de problemas de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários. (SILVEIRA; DIAS JR., 2010; PINTO; LEAL, 2013). Partindo do pressuposto da existência de assimetria de informação na relação entre proprietários majoritários e minoritários, como também da possibilidade de existência de conflitos de interesses entre essas partes, estabelecer-se-ia a relevância da configuração do sistema de governança corporativa nas empresas listadas no mercado brasileiro.

Silveira, Leal, Barros e Carvalhal-da-Silva (2009) verificaram que em mercados com concentração de propriedade a decisão de aprimorar as práticas de governança é afetada pelo tipo de acionista controlador. Também verificaram que empresas com maiores concentrações de propriedade estão negativamente relacionadas à adoção voluntária de práticas de governança. Portanto, esta dissertação tem como tema o estudo sobre práticas voluntárias de governança corporativa no contexto brasileiro.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

A existência de problemas entre grupos de acionistas podem resultar na destruição de valor das empresas. Esses problemas podem ser reduzidos por meio da adoção de boas práticas de governança corporativa. (SILVEIRA; DIAS JR., 2010). Em vista disso, a BM&FBOVESPA instituiu, em dezembro do ano 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa que objetivam melhorar a avaliação das organizações que aderem a um desses segmentos da bolsa. (BM&FBOVESPA, 2013). Para as empresas listarem-se precisam ajustar-se as exigências normativas da BM&FBOVESPA a um dos níveis em que se propõe ofertar suas ações. Assim, cada segmento de governança corporativa estabelecido pela BM&FBOVESPA, formado por normas diferenciadas, resulta em diferentes indicadores que representam o nível de governança exigido.

Além dos níveis diferenciados de governança corporativa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) criaram códigos de governança corporativa com recomendações de melhores práticas, sendo o último o mais amplo. Silveira e Saito (2008) destacam que os códigos de melhores práticas têm sido instrumentos úteis de orientação aos participantes do mercado em relação às práticas de governança corporativa. Porém, devido a sua natureza voluntária, apenas algumas empresas adotam suas recomendações e, dentre aquelas que adotam, nem todas divulgam o nível de *compliance* com essas recomendações.

A revisão de literatura apresentada neste estudo evidencia que não é comum a análise em separado do que se caracteriza como práticas voluntárias e obrigatórias. A análise da adoção de práticas voluntárias possibilita identificar as empresas que apresentam maior disposição em proteger os interesses dos acionistas e reduzir os conflitos de interesses por meio da utilização de sistemas de governança corporativa mais completos do que a lei exige. Considerando os fatos apresentados, origina-se a seguinte questão de pesquisa do estudo: Quais empresas apresentam maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa?

No próximo item é apresentado o objetivo geral desenvolvido para responder a questão de pesquisa apresentada.

1.2 OBJETIVO

A pesquisa tem como objetivo geral identificar as empresas que apresentam maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa.

1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO

A partir da revisão de literatura sobre o tema governança corporativa verificou-se que, de uma maneira geral, os estudos identificados buscam relacionar a governança corporativa a fatores como desempenho, valor das ações, nível de evidenciação voluntária, verificando a sua influência sobre esses fatores. (COLES; MCWILLIAMS; SEN, 2001; SILVEIRA, 2004; ARDAY; VÁZQUEZ, 2005; LIU; LU, 2007; SILVEIRA; BARROS, 2008; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; BISTROVA; LACE, 2012; SARKAR; SARKAR; SEN, 2012). A maioria dos estudos analisa a governança corporativa como um todo, não fazendo distinção entre voluntária e compulsória.

Considerando os estudos que tratam da governança corporativa voluntária, foi identificado o estudo de Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) que têm por objetivo verificar se o desempenho das empresas alemãs de capital aberto também é explicado pelas diferenças na qualidade da governança corporativa. Esta dissertação aproxima-se da pesquisa de Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) por analisar a governança corporativa voluntária, mas diferencia-se por ter como objeto as empresas brasileiras e, conseqüentemente, uma legislação diferente, o que reflete nos indicadores a serem utilizados.

A pesquisa de Silveira, Leal, Barros e Carvalhal-da-Silva (2009) também utiliza as práticas voluntárias de governança corporativa para avaliar a evolução e os determinantes da governança corporativa no Brasil, no período de 1998 a 2004. Porém, esta dissertação diferencia-se da pesquisa apresentada por seu objetivo e por utilizar como período base o exercício de 2014.

Brandão e Crisóstomo (2014) construíram um índice de governança corporativa a partir de 28 indicadores de práticas voluntárias para verificar a relação da governança corporativa com a estrutura de propriedade. Novamente, esta pesquisa se aproxima da pesquisa realizada por Brandão e Crisóstomo pela análise das práticas voluntárias, porém diferencia-se pelos indicadores e objetivo.

A identificação de empresas que apresentam maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa pode apontar padrões de comportamento das empresas no mercado de capitais brasileiro. Apesar de apresentar um volume de negociações bastante inferior ao mercado americano, o mercado de capitais brasileiro está em crescimento, conforme demonstrado na tabela 1.

Tabela 1 – Total de negociações da BM&FBOVESPA nos últimos cinco anos

Ano	2009	2010	2011	2012	2013
Volume (R\$ milhões)	1.300.558	1.602.696	1.616.420	1.783.683	1.839.601
Nº de negócios	81.757.927	106.418.437	141.229.649	191.973.773	220.550.852

Fonte: Dados do Mercado (BM&FBOVESPA, 2014).

O crescimento e as características do mercado brasileiro destacam a importância de se buscar melhores práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, de se estudá-la. Esta pesquisa contribui para avanços no âmbito acadêmico na medida em que busca ampliar a pesquisa sobre governança corporativa voluntária no contexto brasileiro. É importante destacar que a governança corporativa voluntária pode se alterar ao passar dos anos na medida em que se alteram as normas e leis. Assim, práticas que antes eram consideradas voluntárias, atualmente podem estar caracterizadas como compulsórias como, por exemplo, a adoção de padrões internacionais de contabilização que até 2009 poderia ser considerada uma prática voluntária e, a partir de 2010, essa prática passou a ser obrigatória para as empresas brasileiras de capital aberto.

Este estudo também poderá servir de parâmetro para o mercado de capitais, gerando informações sobre as empresas participantes do mercado acionário brasileiro, em relação à governança corporativa voluntária, auxiliando na tomada de decisões dos investidores e administradores, contribuindo com todos os agentes de governança. Ademais, atingindo-se o objetivo desta pesquisa, pode-se incentivar o aprimoramento das normas e leis que regem o mercado acionário brasileiro em relação a proteção dos interesses dos acionistas e resolução de conflitos societários, assim como dos códigos de governança corporativa criados por organizações não regulatórias.

1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO E ESTRUTURA DA PESQUISA

Esta pesquisa está delimitada ao estudo dos indicadores construídos, desconsiderando aqueles que não se caracterizam como voluntários pois não é objetivo deste estudo verificar o nível de *compliance* legal ou normativo das empresas.

Ademais, destaca-se que as fontes de coleta limitam-se aos formulários de referência e páginas eletrônicas das empresas, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e BM&FBOVESPA, desconsiderando outras possíveis fontes de informações. Dessa forma, não foi verificado se as empresas analisadas adotam outras práticas voluntárias de governança corporativa além daquelas evidenciadas.

A delimitação da pesquisa também se dá pelo período analisado, sendo que períodos anteriores ou posteriores aos da realização da coleta de dados foram desconsiderados. Outra delimitação é que não foram analisados os possíveis reflexos da maior adesão a práticas voluntárias de governança corporativa.

O presente estudo está dividido em cinco capítulos, sendo o primeiro esta introdução. No segundo capítulo é apresentada a revisão de literatura que dá suporte para o desenvolvimento da pesquisa proposta. No terceiro capítulo apresenta-se a metodologia utilizada para o desenvolvimento do estudo, seguido pelo quarto capítulo no qual são apresentadas as evidências, suas análises e resultados obtidos. Após, apresentam-se as considerações finais da pesquisa. E, por último, as referências utilizadas e os apêndices.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo apresenta-se a revisão de literatura teórica e os estudos relacionados que fundamentam a análise das evidências coletadas por esta pesquisa. O conteúdo deste capítulo foi dividido nos seguintes itens: teoria de agência, governança corporativa, caracterização do mercados de capitais e estudos relacionados.

2.1 TEORIA DE AGÊNCIA

A partir da criação de organizações caracterizadas como sociedades anônimas, surge a separação entre a propriedade e o controle. Ao mesmo tempo, se estabelece a possibilidade de maior número de proprietários e a delegação da condução das decisões de gestão ao cargo dos gestores não proprietários. Dessa forma, o poder decisório e controle das atividades sobre a empresa passam a ser funções exercidas pelo agente que decide e atua em nome do principal, este que passa a figurar como proprietário passivo da empresa. (BERLE; MEANS, 1932).

Esta nova configuração de organização possibilita o surgimento dos problemas de agência. As relações de agência têm em sua base um contrato, no qual o principal contrata um agente para que ele execute algumas funções em seu nome, delegando determinado poder de decisão ao agente. (JENSEN; MECKLING, 1976). O problema de agência, por sua vez, pressupõe três aspectos, a saber: diferente disposição para assumir riscos, a existência de assimetria de informação entre agente e principal e a possibilidade de emergência de conflitos de interesses. (MACAGNAN, 2007). O primeiro aspecto reconheceria que o agente pode estar disposto a assumir riscos maiores que o principal, em busca de ganhos superiores àqueles esperados. Porém, ao assumir riscos maiores poderão obter-se ganhos ou perdas superiores àqueles esperados de investimentos mais seguros, pondo em risco a propriedade do principal.

O problema da assimetria de informação surge a partir de diferenças no nível de informação disponível entre duas partes de uma relação contratual. Isso porque possibilita a aquele que possui maior, ou melhor, informação fazer uso desta condição em benefício próprio e com isso obtenha maiores ganhos que os demais. (AKERLOF, 1970). A informação ou o conhecimento configura-se como uma

mercadoria. Como outras mercadorias, tem um custo de produção e um custo de distribuição. Logo, não é distribuída para todos, concentrando-se entre aqueles que podem beneficiar-se mais com isso. (ARROW, 1963). Se existe a possibilidade da obtenção de vantagens por parte daquele que possui informação privilegiada, de uma forma mais específica, a assimetria de informação possibilita o surgimento de dois problemas: de seleção adversa e risco moral.

A seleção adversa ocorre antes da realização de um contrato. Akerlof (1970) ilustra o problema quando se refere à relação entre comprador e vendedor de carros. O comprador com nível de informação menor que o vendedor para avaliar um carro atribuiria um valor médio de mercado ao mesmo. Uma possível solução para o problema de seleção adversa seria a evidenciação voluntária de informações que permitisse ao comprador avaliar melhor o que está sendo adquirido. No mercado de capitais, a divulgação voluntária de informações poderia resultar numa melhor avaliação das empresas por parte dos investidores, reduzindo a seleção adversa condicionada pelo último. (MACAGNAN, 2007).

Já o risco moral surge após a realização de um contrato. Isso porque há uma assimetria de informação em relação ao comportamento das partes envolvidas que impede o monitoramento das ações de uma parte sobre a outra. (ARROW, 1993). Arrow (1963) exemplifica a possibilidade de ocorrência de risco moral no cenário dos planos de saúde, em que o médico pode prescrever medicamentos mais caros para os pacientes, gerando custos desnecessários aos planos. Nas empresas a figura do médico pode ser substituída pela figura do administrador, que detém o poder de decisão em nome dos acionistas. Esse, por sua vez, pode tomar decisões que sejam contrárias aos interesses dos acionistas, mas que lhe são convenientes. Healy e Palepu (2001) destacam que numa aquisição de participação no capital de uma empresa, os administradores podem usar esses recursos para adquirir privilégios para si ou tomar decisões de investimento ou operacionais que são prejudiciais aos interesses dos acionistas.

Esse tipo de situação configuraria o surgimento do terceiro aspecto: conflito de interesse. Jensen e Meckling (1976) afirmam que se principal e agente objetivam a maximização de seus interesses, o agente poderá agir em benefício próprio em detrimento do principal, possibilitando a ocorrência de conflitos de interesses.

Para Jensen e Meckling (1976), há formas de limitar as divergências em relação aos interesses do principal, mas é quase impossível não incorrer em custos

para criar essas limitações. Ozanne, Hogan e Colman (2001) destacam que quando os custos de monitoramento são insignificantes ou fixos os problemas de agência podem ser eliminados. Porém, se os custos de monitoramento são altos, o problema de agência torna-se mais difícil de ser controlado. Esse cenário gera um incentivo para que o agente descumpra seu contrato, pois se não for detectado ele poderá obter os retornos esperados sem incorrer em custos contratuais. Jensen e Meckling (1976) definem esses custos como custos de agência e os classificam em três categorias:

1. Custos de monitoramento das atividades dos executivos pelos acionistas;
2. Gastos gerados pelos executivos para demonstrar que suas ações não estão ferindo os interesses dos acionistas;
3. Perdas residuais decorrentes das decisões tomadas pelos executivos que não maximizam os lucros do principal tanto quanto outras poderiam tê-lo feito.

Healy e Palepu (2001) destacam mecanismos para redução dos problemas de agência. Entre eles se encontrariam a possibilidade de estabelecer contratos ótimos entre administradores e investidores, os acordos de remuneração e contratos de dívida. Estes contratos, frequentemente, obrigam os administradores a divulgar informações relevantes que permitem aos acionistas monitorar o cumprimento dos acordos contratuais e avaliar se os mesmos gerenciaram os recursos da empresa de acordo com os interesses dos acionistas. Um segundo mecanismo para redução dos problemas de agência é o conselho de administração, cuja função é monitorar e disciplinar a gestão em nome dos acionistas. Por fim, os intermediários de informação, como os analistas financeiros e agências de *rating*, que participam na produção de informações privadas para descobrir qualquer uso indevido dos recursos pelos gestores.

No Brasil, o principal conflito de interesses pode ocorrer entre acionistas majoritários e minoritários. (DAMI, 2006). Nesse contexto, uma forma de reduzir o conflito de agência entre o controlador e os acionistas minoritários é melhorar o ambiente legal, dificultando a expropriação dos acionistas minoritários. Conforme o potencial de expropriação dos acionistas minoritários diminui, reduz o valor do controle, que pode ser uma parte significativamente grande da riqueza total dos acionistas controladores. (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

Além dos mecanismos legais ou de mercado, algumas empresas também podem adotar medidas voluntárias para redução dos problemas de agência. Entre

as medidas voluntárias encontrar-se-ia a criação de um sistema de governança corporativa de qualidade, que maximize o capital próprio, assim como a riqueza das demais partes interessadas. Empresas com sistema de governança corporativa de alta qualidade poderiam, em longo prazo, estabelecer relações de maior confiança entre os acionistas e a gestão da empresa. (BISTROVA; LACE, 2012). Portanto, o próximo tema abordado neste referencial será a governança corporativa.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Iniciativas para criação de sistemas de governança corporativa emergiram a partir de escândalos no mercado corporativo. Esses escândalos apontavam falhas nas empresas, gerando desconfianças em relação às demonstrações financeiras divulgadas por essas empresas e em relação ao trabalho realizado pelos auditores internos. (*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992). Esses fatos deram origem a iniciativas em diversos países em busca de práticas que melhorassem a confiança dos investidores nas empresas e que protegessem melhor os interesses dos acionistas, direcionando para a criação de sistemas de governança corporativa.

Uma empresa que se encontra estruturada com sistema de governança corporativa poderia configurar-se como um aspecto diferenciador para quem deseja investir na mesma. (BISTROVA; LACE, 2012). O Relatório *Cadbury* (1992), considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa, admite que empresas com padrões elevados de governança corporativa têm maior propensão de adquirir a confiança dos investidores e, conseqüentemente, apoio ao desenvolvimento de seus negócios. Este relatório também estabelece que a essência de qualquer sistema de boa governança corporativa encontra-se na livre condução das empresas, exercendo essa liberdade dentro de um quadro de responsabilização efetiva.

A definição de governança corporativa apresentada pela OECD retrata-a como sendo um conjunto de regras e práticas que regem a relação entre administradores e acionistas e demais *stakeholders*. (OECD, 2013). A BM&FBOVESPA (2010) define governança corporativa como um sistema de gerenciamento das sociedades, decorrente da relação entre acionistas, conselho de administração, conselho fiscal e outros.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) definem que boas práticas de governança corporativa são um conjunto de regras societárias mais rígidas que as existentes na atual legislação brasileira, tendo em vista que essas nem sempre satisfazem às necessidades dos investidores, principalmente em termos de transparência.

O IBGC (2013) estabelece que

a boa governança proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.

De uma maneira geral, a governança corporativa tem seus padrões definidos com base em alguns princípios. O Relatório *Cadbury* defende três princípios: abertura, integridade e responsabilidade. (*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992).

O princípio da abertura está relacionado à divulgação de informações pelas empresas, de maneira que a mesma possa passar maior confiança ao mercado sem afetar a sua competitividade. O princípio da integridade consiste na honestidade e completude dos relatórios das empresas, que são reflexo da integridade das pessoas que os preparam e os apresentam. (*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992).

O princípio da responsabilidade pressupõe que os conselhos de administração e os acionistas devem desempenhar seus papéis na tomada de decisão de maneira responsável. O conselho de administração exerce esse papel disponibilizando informações de qualidade aos acionistas, e esses, por sua vez, exercem o seu papel por meio de sua vontade de assumir suas responsabilidades como proprietários. (*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992). O comitê defende ainda que a adoção dos princípios e práticas de governança corporativa apresentados nesse código pode contribuir com a eficiência dos mercados de capitais e aumentar a confiança nos conselhos de administração, auditores e relatórios financeiros.

No intuito de melhorar a proteção aos investidores, o governo dos Estados Unidos promulgou a lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) em 2002. Nesta lei são definidos padrões para melhorias na precisão e confiabilidade das divulgações das empresas, em consonância com as leis que regem o mercado de valores mobiliários. (SOX,

2002). A SOX não apresenta ou define princípios de governança corporativa, mas cria regras mais rígidas que contribuem para uma melhor governança corporativa.

A OECD publicou em 2004 os princípios de governança corporativa defendidos pela organização. O primeiro deles diz respeito à necessidade de se assegurar uma estrutura eficaz de governança corporativa por meio do desenvolvimento de uma base legal, regulatória e institucional adequada que transmita confiança aos participantes do mercado no estabelecimento de suas relações contratuais.

Em seguida é apresentado o princípio que está relacionado à proteção dos direitos dos acionistas. Este princípio defende que a estrutura de governança corporativa deve assegurar os direitos de propriedade dos acionistas e facilitar aos mesmos o exercício dos direitos às informações sobre a empresa, assim como o direito de influenciar a empresa, em especial, nas assembleias gerais de acionistas por meio do voto, entre outros.

O terceiro princípio define que a estrutura de governança corporativa deve garantir o tratamento equitativo dos acionistas. Os conselhos de administração, administradores e acionistas controladores podem realizar atividades que podem priorizar seus próprios interesses em detrimento dos acionistas não controladores. Para fazer valer os direitos dos acionistas minoritários, deve ser-lhes dada a oportunidade de obter reparação quando violados seus direitos por meio de processos judiciais e administrativos contra aqueles que os lesaram. (OECD, 2004).

Outro princípio apresentado pela OECD (2004) define que as contribuições das partes interessadas são um recurso valioso para o estabelecimento de empresas competitivas e rentáveis. Dessa forma, a estrutura de governança corporativa deve reconhecer os direitos das partes interessadas, gerando riqueza, empregos e a sustentabilidade das empresas por meio do incentivo à cooperação ativa entre empresas e suas partes interessadas. (OECD, 2004).

O penúltimo princípio trata da divulgação e transparência. Este princípio prevê que deve haver divulgação oportuna e precisa sobre todos os fatos relevantes relacionados à empresa, promovendo transparência e permitindo aos acionistas que exerçam seus direitos de propriedade. As empresas devem fornecer informação regular, confiável e comparável, a acionistas e potenciais investidores de modo a permitir que os mesmos avaliem a eficácia da gestão e tomem decisões fundamentadas. (OECD, 2004). A OECD (2004) afirma que um bom regime de

divulgação pode contribuir para atração de capital e manutenção da confiança da empresa nos mercados de capitais, reduzindo o custo de capital, melhorando a alocação dos recursos e melhorando o funcionamento dos mercados.

Por fim, é apresentado o princípio que aborda as responsabilidades do conselho de administração. Esse princípio defende que o conselho de administração deve realizar o monitoramento do desempenho gerencial, obter retornos adequados aos acionistas, assim como evitar conflitos de interesses. O conselho de administração também tem a função de definir a estratégia corporativa e prestar contas com a empresa e os acionistas, atuando em prol dos interesses destes. (OECD, 2004). De acordo com a OECD (2004), os princípios descritos objetivam contribuir com os governos para avaliação e melhoria da estrutura legal, institucional e regulamentar para a governança corporativa, fornecendo orientações e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e outros agentes de governança corporativa.

O IBGC (2009) declara que os princípios de governança corporativa contribuem para a redução dos conflitos de interesses, preservando e otimizando o valor da organização, atraindo recursos para as empresas e garantindo sua sustentabilidade. Os princípios básicos de governança corporativa defendidos pelo IBGC são: transparência, equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (*compliance*). Assim como o IBGC, a CVM se apoia nesses quatro princípios.

O princípio da transparência não engloba apenas a divulgação de informações obrigatórias, também se devem considerar as informações que são de interesse das partes relacionadas, mesmo que não sejam obrigadas a serem divulgadas. O IBGC completa que também devem ser divulgadas informações utilizadas gerencialmente e que contribuem para a criação de valor da empresa. (IBGC, 2009). A CVM (2014) reconhece a diretoria de Relações com Investidores e o Formulário de Referência como ferramentas que contribuem para a transparência das empresas no Brasil, apresentando informações que permitem uma melhor compreensão das ações e atividades desenvolvidas pela empresa.

Considerando-se o princípio da transparência, pode-se analisar o papel desempenhado pelo conselho de administração na ampliação da evidenciação das empresas examinando-se algumas práticas de boa governança: a nomeação de diretores independentes, a formação de um comitê de auditoria, a separação das

funções de *Chief Executive Officer* (CEO) e presidente do conselho, a participação de membros do conselho no capital da empresa, a criação de planos de opções de ações como forma de remuneração dos administradores e o tamanho do conselho. (ARCAÿ; VÁZQUEZ, 2005).

Já o princípio da equidade, ou *fairness*, diz respeito ao tratamento igualitário dos *stakeholders*, não sendo aceitas atitudes ou políticas que discriminem os mesmos. A CVM (2014) defende que todos os sócios e demais *stakeholders* devem receber tratamento justo, atendendo ao princípio da equidade. A comissão complementa que o tratamento equitativo desconsidera questões como forma de controle e característica do controlador, tanto em relação ao fornecimento de informações, essenciais para a tomada de decisões, quanto em relação aos benefícios disponibilizados aos *stakeholders*.

O princípio da prestação de contas, também conhecido como *accountability*, refere-se a prestação de contas em relação à atuação dos sócios, administradores, conselheiros de administração e demais agentes de governança. Para que o princípio de *accountability* seja atendido, esses agentes devem responder pelos seus atos, e assumir as consequências decorrentes desses atos e omissões. (IBGC, 2009; CVM, 2014).

Por fim, a responsabilidade corporativa (*compliance*) está relacionada à preocupação que os agentes de governança devem ter para garantir a sustentabilidade e longevidade das empresas, levando em conta questões sociais e ambientais para realização dos negócios. (IBGC, 2009; CVM, 2014). De acordo com a CVM (2014), para que o princípio da responsabilidade corporativa seja atendido, as decisões dos administradores devem buscar assegurar a continuidade da empresa, a preservação do seu valor e dos benefícios dos *stakeholders*.

O IBGC (2013) afirma que a governança corporativa objetiva criar mecanismos eficientes que assegurem que o comportamento dos executivos esteja de acordo com os interesses dos acionistas. A pesquisa de Shleifer e Vishny (1997) admite que os mecanismos de governança corporativa são instituições econômicas e legais que podem ser alteradas através do processo político. Os autores consideram que os mecanismos de governança corporativa contribuem para a minimização dos custos, que muitas vezes têm origem nas pressões decorrentes da concorrência de mercado. Sendo assim, a concorrência contribui para a adoção desses mecanismos.

A governança corporativa possui mecanismos internos e externos. Entre os mecanismos internos encontram-se: a estrutura de propriedade da empresa, o conselho de administração, o auditor independente, o comitê de auditoria, entre outros. Dentro de mecanismos externos estariam o mercado de aquisição de controle corporativo e a concorrência no mercado de produtos. Estes mecanismos desempenhariam um papel importante no aperfeiçoamento dos sistemas de governança corporativa. (SARKAR; SARKAR; SEN, 2012).

Um sistema de boa governança corporativa é dotado de mecanismos que direcionam os administradores a tomar decisões que protejam os interesses dos acionistas. Porém, em países onde os acionistas majoritários detêm o controle das empresas, a governança corporativa tem função de proteger os acionistas minoritários da expropriação pelos controladores. (CARVALHO, 2002). Silveira e Dias Jr. (2010) encontraram evidências de potencial perda de valor corporativo devido a conflitos entre os grupos de acionistas controladores e minoritários, levando a uma percepção maior de risco e redução do preço da ação. Os autores reforçam a necessidade de adoção de boas práticas de governança corporativa, a fim de evitar a destruição de valor das empresas resultantes de problemas entre os diferentes grupos de acionistas.

Um sistema de boa governança corporativa é aquele em que se adotam boas práticas de governança corporativa. Por sua vez, boas práticas de governança corporativa pressupõem que os princípios da transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa sejam respeitados. (IBGC, 2013). Empresas em mercados emergentes, que apresentam uma estrutura de propriedade concentrada, têm baixa motivação para divulgar as informações aos *outsiders*, pois suas normas relacionadas à governança corporativa tendem a ser menos rigorosas do que nos mercados desenvolvidos. Muitas vezes são apenas recomendações impostas pelas bolsas de valores locais. (BISTROVA; LACE, 2012).

A BM&FBOVESPA, além de recomendações de boas práticas de governança corporativa, também apresenta segmentos de governança corporativa diferenciada. Após a criação desses segmentos, foram feitas alterações nas regras em relação a vedações a disposições estatutárias, vedação a acumulação de cargos, obrigações do conselho de administração e divulgação de informações adicionais, conforme apresentado no quadro 2. A alteração mais recente está relacionada às características das ações emitidas no segmento Bovespa Mais que, anteriormente,

permitia a existência de preferenciais, mas somente ações ordinárias podiam ser emitidas e negociadas. A partir de 23 de maio de 2014, esse segmento passou a permitir a existência somente de ações ordinárias, assim como é para o Novo Mercado que é considerado o segmento com melhor nível de governança. (BM&FBOVESPA, 2014). Com isso, percebe-se que há uma preocupação em melhorar os padrões já adotados.

Além dos segmentos de listagem com governança corporativa diferenciada, a BM&FBOVESPA também desenvolveu índices de governança, sendo eles: Índice Governança Corporativa Diferenciada (IGC), Índice Governança Corporativa *Trade* (IGCT), Índice Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC – NM) e Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG). As empresas que atendem aos critérios de inclusão de cada índice estão sujeitas a serem incluídas nas carteiras teóricas dos mesmos. No quadro 1 são apresentadas as principais características dos índices.

Quadro 1 - Índices de governança

Índices	IGC	IGCT	IGC-NM	ITAG
Objetivo	Indicador do desempenho médio das cotações dos ativos das empresas participantes do índice			
Tipo de índice	Índice de retorno total			
Ativos elegíveis	Ações e units de ações	Ações e units de ações	Ações	Ações e units de ações
Empresas sujeitas a inclusão	Listadas no Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2	Listadas no Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2	Listadas no Novo Mercado	<i>Tag along</i> superior ao exigido legalmente

Fonte: BM&FBOVESPA (2014).

Pode-se perceber que os índices IGC e IGCT são muito semelhantes, diferenciando-se pelo fato do IGCT considerar critérios de liquidez para inclusão das empresas no índice. Outra característica identificada é que, dentre os índices de governança, somente o ITAG considera as empresas listadas no segmento Tradicional.

Devido ao caráter voluntário de adoção de boas práticas de governança corporativa, a avaliação da qualidade da mesma nas empresas listadas no mercado brasileiro é um desafio para os *outsiders*. No período de 2004 a 2007, houve um excelente desempenho do mercado de ações no Brasil e o crescimento das *Initial*

Public Offerings (IPOs), porém a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas listadas, incluindo as práticas de empresas listadas no Novo Mercado, não foi testada. (SILVEIRA; SAITO, 2009). Silva e Leal (2005) afirmam em seu estudo que menos de 4% das empresas brasileiras adotavam boas práticas de governança corporativa na época, e que empresas com melhor governança corporativa apresentavam um retorno sobre os ativos significativamente maior que as demais.

Dando sequência ao referencial desenvolvido, o tópico a seguir apresenta a revisão dos estudos relacionados.

2.3 CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

No início do século XX, a estrutura de capital das empresas brasileiras era pouco desenvolvida se comparada à realidade atual, além de apresentarem uma administração, predominantemente, realizada pelos seus respectivos proprietários. Com a ampliação dos negócios, estabeleceu-se a necessidade das empresas buscarem formas de financiar esse crescimento, o que estimulou a abertura de capital e oferta de ações no mercado de capitais. (VIEIRA; MENDES, 2006).

O mercado acionário brasileiro caracteriza-se por empresas listadas com concentração de capital e controle, assim como os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Mesmo que a abertura econômica e as privatizações ocorridas no Brasil, na década de 90, tenham ocasionado mudanças na identidade dos controladores, sua estrutura de propriedade permanece concentrada, em geral, nas mãos de grupos familiares e investidores estrangeiros. Também, a concentração de propriedade no Brasil é reforçada pelo uso de estruturas piramidais e emissões de ações preferenciais e ordinárias, favorecendo a emergência de conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. (DAMI, 2006). Apesar de ter havido um aumento na dispersão acionária das empresas listadas no Brasil, o controle ainda é concentrado. (STERNBERG; LEAL; BORTOLON, 2010; PINTO; LEAL, 2013).

Atualmente, a BM&FBOVESPA conta com 523 empresas listadas, as quais negociam ações, debêntures, títulos de renda fixa, commodities, entre outros papéis. A BM&FBOVESPA classifica essas empresas por setor de atuação, conforme apresentado na tabela 2.

Tabela 2 – Classificação setorial das empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2014

Setor Econômico	Quantidade de Empresas
Financeiros e Outros	144
Utilidade Pública	76
Construção e Transporte	71
Consumo Cíclico	68
Consumo Não cíclico	44
Materiais Básicos	39
Bens Industriais	34
Não Classificados	20
Tecnologia da Informação	10
Telecomunicações	10
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	7
Total Geral	523

Fonte: BM&FBOVESPA, 2014.

O setor *Financeiro e Outros* é o que apresenta a maior quantidade de empresas listadas, seguido pelo setor *Utilidade Pública*, os quais totalizam 144 e 76 empresas, respectivamente, representando 42%. No setor *Financeiro e Outros* se encontram, por exemplo, as corretoras de seguros, os bancos, os fundos de pensão e as securitizadoras de recebíveis. No setor *Utilidade Pública* estão classificadas as empresas que atuam no segmento de água e saneamento, gás e energia elétrica. O setor *Petróleo, Gás e Biocombustíveis* é composto por apenas sete empresas, configurando-se como a categoria que reúne o menor número de empresas. O que não significa dizer menos importante, uma vez que neste setor encontra-se a empresa Petrobrás que, conforme os dados obtidos na Economática®, caracteriza-se como a terceira maior empresa em termos de ativo total.

Dentre as empresas listadas na bolsa de valores brasileira, encontram-se empresas nacionais e estrangeiras. A abertura do mercado nacional, assim como permitiu a entrada de investidores estrangeiros, também possibilitou que empresas brasileiras listassem suas ações em outros mercados de capitais com maior expressão, como o mercado americano. Com isso, as empresas passaram a ter que atender a padrões mais rígidos de transparência, evidenciação e normativas contábeis, os quais são características de boas práticas de governança corporativa. (CVM, 2014).

Em busca de melhorias nas práticas de governança corporativa e crescimento do mercado acionário, a BM&FBOVESPA criou os segmentos de listagem com governança corporativa diferenciada. Esses segmentos definem padrões mais elevados de governança corporativa e foram criados de maneira a permitir que as empresas se enquadrassem de acordo com o seu perfil. (BM&FBOVESPA, 2014). Nesse grupo encontram-se os segmentos Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. No quadro 2 apresenta-se as práticas de governança corporativa obrigatórias a cada segmento, as quais são aplicáveis àquelas empresas que optam por listarem-se nos mesmos. O quadro também contempla as exigências referentes ao segmento Tradicional, o qual não é considerado como um segmento de listagem com governança corporativa diferenciada.

Quadro 2 – Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA

(continua)

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	

(conclusão)

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório				Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)		
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento			Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório			Facultativo	

Fonte: BM&FBOVESPA (2014).

O segmento Bovespa Mais, por exemplo, objetiva alavancar o crescimento das empresas de pequeno e médio porte por meio do mercado de capitais. Nesse segmento a adequação das empresas ocorre de forma gradual, ao mesmo tempo em que as tornam visíveis para os investidores. Já o Novo Mercado caracteriza-se como um segmento para as empresas que optam por adotar voluntariamente padrões de governança corporativa superiores àqueles exigidos legalmente. (BM&FBOVESPA, 2014).

As adesões a esses segmentos se deram a partir de 2001 para o Nível 1, e em 2002 para o Nível 2 e Novo Mercado. Inicialmente, apenas duas empresas aderiram ao Novo Mercado, sendo a CCR S.A., por meio de *Initial Public Offering* (IPO), e a SABESP. A partir de 2004, o número de adesões aumentou, principalmente por IPO, totalizando nove adesões (BM&FBOVESPA). No quadro 3 é apresentado um resumo evidenciando a quantidade de empresas listadas em cada segmento de listagem no período de 2014.

Quadro 3 - Empresas por segmento de listagem

Segmento de Listagem	Quantidade de Empresas
Tradicional	253
Novo Mercado	132
Balcão, DR2 e DR3	76
Nível 1	31
Nível 2	22
Bovespa Mais	9
Total Geral	523

Fonte: BM&FBOVESPA, 2014.

Do total de empresas listadas, 76 estão nos segmentos de negociação de balcão ou de certificados de depósito, de acordo com a listagem apresentada na página eletrônica da BM&FBOVESPA. Com base no quadro anterior, verifica-se que a maior parte, 253 empresas, está listada no segmento Tradicional, seguido pelo Novo Mercado com 132 empresas. O segmento com menor número de empresas é o Bovespa Mais, com nove empresas. O total de empresas listadas em um dos segmentos com governança corporativa diferenciada é 194, correspondendo a 37% do total de 523 empresas listadas no mercado de capitais brasileiro.

Analisando as empresas conforme sua classificação econômica e segmento de listagem, têm-se a composição do mercado de capitais brasileiro apresentado na tabela 3. Das empresas classificadas no setor *Financeiros e Outros*, 47,92% delas encontram-se listadas no segmento Tradicional. Dentre as empresas do setor Utilidade Pública, 53,94% delas também se encontram listadas no segmento Tradicional.

Em relação à listagem no Novo Mercado, o setor de *Construção e Transporte* é o que apresenta o maior número de empresas listadas, representando 23,48% das 132 empresas. Os setores de *Consumo Cíclico e Não Cíclico* encontram-se em segundo lugar, com 23 empresas cada.

Tabela 3 – Empresas listadas na BM&FBOVESPA: classificação econômica e segmento de listagem

Setor Econômico	Bovespa Mais	DR2	DR3	Mercado Balcão	N1	N2	Novo Mercado	Tradicional	Total Geral
Bens industriais	1	-	-	-	3	3	10	17	34
Construção e transporte	-	1	2	6	-	2	31	29	71
Consumo Cíclico	-	-	1	2	2	3	23	37	68
Consumo não cíclico	2	-	3	-	1	-	23	15	44
Financeiros e outros	-	-	3	38	8	8	18	69	144
Materiais básicos	1	-	-	1	9	1	8	19	39
Não classificados	1	1	1	3	-	-	-	14	20
Petróleo, gás e biocombustíveis	-	1	-	-	-	-	4	2	7
Tecnologia da informação	2	-	-	1	-	-	5	2	10
Telecomunicações	-	-	-	-	1	-	1	8	10
Utilidade pública	2	-	-	12	7	5	9	41	76
Total Geral	9	3	10	63	31	22	132	253	523

Fonte: BM&FBOVESPA (2014).

Os segmentos de listagem de governança corporativa diferenciada, além de exigirem maior evidenciação também buscam maior proteção aos acionistas, especialmente aos minoritários. No passado, a baixa proteção legal aos acionistas minoritários e as incertezas relacionadas às aplicações financeiras conduziram a uma diminuição do interesse no mercado de capitais brasileiro, perdendo espaço para outros mercados. Isso porque o risco percebido pelos investidores passou a ser afetado pela falta de transparência por parte da gestão e pela carência de mecanismos de controle das companhias, aumentando os custos de capital das empresas (CMV, 2014).

La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) afirmam que quando há melhor proteção legal aos direitos dos acionistas, os investidores reconhecem que os retornos, como juros ou dividendos, serão maiores ao invés de ser expropriado pela empresa. Ao limitar a expropriação, os preços dos títulos buscados no mercado aumentam. Por sua vez, isso aumenta a credibilidade das empresas permitindo que mais empresários financiem seus investimentos externamente, levando à expansão dos mercados financeiros.

2.4 ESTUDOS RELACIONADOS

A revisão dos estudos relacionados foi realizada utilizando o Portal de Periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes), as bases de dados do Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT), *Ebsco*, *Scielo* e *ScienceDirect*, e a rede mundial por meio da ferramenta de busca *Google Acadêmico*. Nesta seção são contemplados artigos de periódicos, teses e dissertações, nacionais e internacionais, publicados no período de 2001 a 2014, os quais foram identificados buscando-se as palavras *indicadores*, *governança corporativa*, *voluntário*, *obrigatório*, *compulsório* e *índice*, combinados e individualmente, em todos os campos.

Esta seção foi subdividida em duas partes: na primeira são apresentados os estudos que relacionam a governança corporativa com fatores como desempenho, evidenciação, rentabilidade, entre outros; na segunda são apresentados os estudos que avaliam a qualidade da governança corporativa e seus determinantes.

2.4.1 A governança corporativa e sua relação com demais fatores

A partir da revisão de literatura foi possível identificar um interesse contínuo em pesquisas que buscam relacionar a governança corporativa com diversos fatores como: desempenho, valor das ações e nível de evidenciação. Essas pesquisas objetivam verificar se há relação entre esses fatores e a governança corporativa e se a adoção, ou não, de boas práticas de governança corporativa afeta positiva ou negativamente as empresas. No quadro 4 são apresentados alguns desses estudos.

Dentre as pesquisas que relacionam governança corporativa com evidenciação encontra-se o estudo de Ho e Wong (2001), no qual é testada a relação da governança corporativa com a extensão da evidenciação voluntária das empresas listadas em Hong Kong. Para testar essa relação foram utilizados os seguintes indicadores: a proporção de conselheiros independentes em relação ao total de conselheiros, a existência de um comitê de auditoria voluntariamente, a existência de personalidades dominantes (dualidade CEO/Presidente) e a proporção de familiares no conselho. Os resultados do estudo indicam que a existência de um comitê de auditoria afeta positivamente a extensão da evidenciação voluntária, enquanto a proporção de membros da família no conselho afeta negativamente.

Quadro 4 – Estudos que relacionam governança corporativa a outros fatores

Fator relacionado	Autor e ano
Desempenho, valor das ações e rentabilidade	<p>Coles, McWilliams e Sen (2001)</p> <p>Gompers, Ishii e Metrick (2003)</p> <p>Aguiar, Corrar e Batistella (2004)</p> <p>Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004)</p> <p>Silveira (2004)</p> <p>Silva e Leal (2005)</p> <p>Mashayekhi e Bazaz (2008)</p> <p>Bruno e Claessens (2010)</p> <p>Bistrova e Lace (2012)</p> <p>Fuenzalida <i>et al.</i> (2013)</p>
Estrutura de capital	Silveira, Perobelli e Barros (2008)
Evidenciação	<p>Ho e Wong (2001)</p> <p>Arcay e Vázquez (2005)</p> <p>Byard, Li e Weintrop (2006)</p> <p>Bassett, Koh e Tutticci (2007)</p> <p>Kelton e Yang (2008)</p>

Fonte: Elaboração própria.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) analisaram a relação entre o direito dos acionistas e o preço das ações. Para isso, os autores construíram um índice utilizando 24 indicadores de governança corporativa relacionados aos direitos dos acionistas. Os autores verificaram que as empresas listadas no mercado americano com maiores direitos aos acionistas apresentaram maior valor da empresa, lucros mais elevados, maior crescimento de vendas, custos de capital mais baixos e poucas aquisições corporativas.

Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) investigaram se as diferenças na qualidade da governança corporativa também ajudam a explicar o desempenho de empresas alemãs de capital aberto. Para a construção do *rating* de governança corporativa foi desenvolvida uma *survey* a partir do *German Corporate Governance Code* (GCGC), considerando apenas indicadores de governança que não eram exigidos legalmente na data da realização da pesquisa, e que se caracterizavam como práticas de mercado internacionais do ponto de vista do investidor. Por meio

deste estudo, os autores documentaram uma relação positiva entre os indicadores de governança corporativa e de avaliação da empresa.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) analisaram se as empresas que se adaptaram às regras do Nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA sofreram impactos significativos sobre a quantidade média, volume médio (em Reais) e preço médio das ações negociadas, comparando-se o período anterior com o posterior à migração. Os resultados demonstram que, para as empresas que compuseram a amostra, não houveram mudanças significativas nem na quantidade média nem no volume médio (em R\$) de ações negociadas. Além disso, não houve valorização significativa no preço médio dessas ações.

Silva e Leal (2005) investigaram a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e a avaliação de desempenho das empresas brasileiras listadas na bolsa. Para isso, construíram composto por 15 indicadores desenvolvidos a partir das recomendações e sugestões do IBGC, da CVM e da BM&FBOVESPA, abrangendo quatro categorias: divulgação, composição e funcionamento do conselho, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas. Os resultados apontaram a existência de alto grau de concentração de propriedade e controle. Também foi verificado que a emissão de ações sem direito a voto parece ser utilizada por grandes acionistas para manter o controle da empresa sem ter de possuir 50% do total do capital.

Ao investigar como o desempenho das empresas é afetado pela combinação dos níveis de práticas de governança corporativa e proteção legal dos investidores em diversos países, Bruno e Claessens (2010) identificaram que empresas que adotam conselhos independentes e uma estrutura de comitês apresentam melhor desempenho em qualquer ambiente legal.

A fim de avaliar a influência da qualidade da governança corporativa sobre o desempenho das ações das empresas da Europa Central e Oriental, Bistрова e Lace (2012) desenvolveram um modelo de avaliação de governança corporativa composto por quatro pilares: conselho de administração, equipe de gestão, relações com investidores e divulgação de informações. Os resultados do estudo comprovaram que há influência significativa da qualidade da governança corporativa sobre o retorno das ações e que um dos fatores mais influentes sobre o desempenho das ações é a qualidade da equipe de gestão e a divulgação de informações sobre a gestão da empresa. O estudo também demonstrou que as

empresas com boa qualidade de governança corporativa são capazes de oferecer menor risco.

Fuenzalida *et al.* (2013) buscaram identificar se boas práticas de governança corporativa geram retornos positivos na Bolsa de Valores de Lima. Para atingir o objetivo do estudo os autores analisaram se o anúncio de que uma empresa está no índice de boa governança corporativa aumenta o preço das ações e se empresas com boas práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho que as demais. Para identificar se as empresas adotavam boas práticas de governança corporativa foi utilizado o Índice de Boa Governança Corporativa da Bolsa de Valores de Lima. Por meio deste estudo, Fuenzalida *et al.* (2013) constataram que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa apresentaram melhores resultados que aquelas que adotam práticas ruins de governança corporativa.

Além de analisar as relações da governança corporativa com determinados fatores, outros estudos buscam analisar a qualidade da governança corporativa e seus determinantes. No próximo tópico são apresentados alguns estudos com esse enfoque.

2.4.2 A qualidade da governança corporativa e seus determinantes

Klapper e Love (2004) exploraram os determinantes da governança e construíram um índice para medir o nível de governança corporativa de 14 países emergentes. Os autores verificaram que a governança está correlacionada com a extensão da assimetria informacional e imperfeições contratuais que as empresas enfrentam. Além disso, a melhor governança corporativa está altamente correlacionada com melhor desempenho operacional e avaliação de mercado. Os resultados do estudo também evidenciaram que o nível global de governança está forte e positivamente relacionado às medidas de proteção dos investidores de cada país.

Em 2004, Silveira desenvolveu um estudo no qual investigou os fatores que contribuem para que algumas empresas apresentem maiores níveis de governança corporativa do que outras no Brasil. Para aferir o nível de governança corporativa foi construído um índice composto por 20 indicadores contemplando: acesso às informações, conteúdo das informações públicas, estrutura do conselho de

administração e, estrutura de propriedade e controle. Os principais resultados do estudo realizado por Silveira (2004) apontaram que a qualidade da governança corporativa é afetada pela estrutura de propriedade, evidenciando uma relação negativa entre a concentração de propriedade e a qualidade da governança corporativa.

Kitagawa (2007) realizou um estudo em que buscou identificar o nível de adesão de empresas listadas na América Latina aos princípios de governança corporativa recomendados pela *Organisation for Economic Co-Operation and Development* (OECD) aos países latino-americanos. A partir das recomendações da OECD contidas no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, o autor desenvolveu um padrão de indicadores de governança corporativa em forma de questionário, totalizando 49 questões. As questões contemplam os seguintes princípios: Direito dos Acionistas, Tratamento Equitativo, Relacionamento com *Stakeholders*, Evidenciação e Transparência, e Responsabilidades do Conselho de Administração. Os resultados apontaram que, dentre os países estudados (Brasil, México, Chile e Argentina), o Brasil é o que apresenta maior nível de adesão às recomendações da OECD.

Silveira e Barros (2008) investigaram os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança corporativa maior do que outras no contexto brasileiro. Para isso, mediram o nível de governança corporativa das empresas, considerando indicadores das seguintes categorias: acesso às informações, estrutura do conselho de administração, e estrutura de propriedade e controle. Os autores identificaram na literatura os seguintes determinantes a serem testados: oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, tamanho da empresa, emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs), adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, estrutura de propriedade, desempenho corporativo, setor de atividade, identidade do acionista controlador e índice de *payout*. Os resultados da pesquisa indicaram que quanto maior o poder do acionista controlador, pior a qualidade da governança corporativa. Outro resultado apresentado a ser considerado é de que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentaram, em média, melhor nível de governança.

Black, Carvalho e Gorga (2009) realizaram um estudo no Brasil, no qual apresentam o cenário das práticas de governança corporativa no início de 2005. Os

autores utilizaram uma *survey* enviada a todas as empresas listadas na bolsa de valores brasileira no período pesquisado. Dentre os principais achados destacaram-se a baixa independência do conselho, demonstrações financeiras inferiores a padrões mundiais e um alto nível de ações preferenciais.

Correia, Amaral e Louvet (2011) construíram um índice para medir a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras. Para construção deste índice, foram utilizados indicadores de controle dos problemas de agência: conselho de administração, estrutura de propriedade, incentivos, proteção dos minoritários e transparência. Os autores concluíram que a confiança do mercado está relacionada à qualidade da governança corporativa e que a boa governança corporativa possui valor para o mercado.

Sarkar, Sarkar e Sen (2012) construíram um índice de governança corporativa para 500 grandes empresas indianas listadas na bolsa no período de 2003 a 2008. A construção do índice foi embasada em quatro importantes indicadores de governança corporativa: o conselho de administração, a estrutura de propriedade, o comitê de auditoria e o auditor externo. Os autores verificaram que os mercados indianos tendem a pagar maiores taxas de retorno para as empresas que realizam reformas de governança.

Em 2012, Black, Carvalho e Gorga desenvolveram uma pesquisa na qual analisaram as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras no período de 2004 e compararam os resultados com outros países emergentes: Índia, Coréia e Rússia. Os resultados indicaram que características do país têm forte influência sobre os aspectos da governança corporativa que preveem o valor de mercado da empresa e, também, nas empresas em que ocorre essa associação. Os autores defendem que deve haver um padrão flexível de adoção da governança corporativa.

De Silva e Armstrong (2012) buscaram verificar o desempenho da governança corporativa nas universidades australianas. Para isso, foram utilizados indicadores internos e externos. Como indicadores internos foram utilizados o tamanho do conselho, a independência do conselho, o papel dos comitês permanentes, a atuação do conselho e a frequência de suas reuniões. Os resultados indicaram que as universidades australianas adotam práticas universais de governança corporativa.

A partir de uma extensa revisão e avaliação teórica de diversas fontes literárias e materiais de diversas organizações internacionais, Kocmanova e Simberova (2012) desenvolveram uma proposta de indicadores de desempenho de governança corporativa adequada à indústria manufatureira. Por meio de análise de *cluster* e, posteriormente, análise fatorial, os autores identificaram quatro categorias de medidas de governança corporativa: monitoramento e reporte, eficácia da governança corporativa, estrutura de governança corporativa, e *compliance*. Os autores consideram que a própria empresa deve selecionar seus principais indicadores de governança corporativa com base no seu significado para a empresa e do ponto de vista estratégico. Complementam ainda que a implantação desses indicadores pode ser difícil e que necessita a compreensão da aplicação e da implementação mais apropriada para a gestão interna desses indicadores-chave de desempenho.

Simberova, Kocmanova e Nemecek (2012) buscaram descobrir os principais indicadores para medir o desempenho da governança corporativa. Os autores selecionaram seus indicadores com base em códigos de conduta e governança corporativa, totalizando 26 indicadores, divididos em seis categorias: gestão, concentração de propriedade, membros do conselho, eficácia dos *stakeholders*, ativismo dos *stakeholders*, conduta e risco de corrupção litigiosa. Os autores concluíram que a identificação e listagem de indicadores são complexas e, para isso deve-se considerar diferenças culturais e mudanças ao longo do tempo na conscientização e melhores práticas.

Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) desenvolveram um índice de governança corporativa a partir das recomendações do IBGC para avaliar os determinantes das práticas de governança corporativa de 554 empresas não financeiras de capital aberto, listadas na CVM. Os autores identificaram um baixo nível de adesão às práticas pesquisadas. Também verificaram uma associação positiva de boas práticas de governança corporativa a variáveis como: tamanho, adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, nível de endividamento, entre outras.

De maneira geral, verifica-se uma tendência em utilizar a literatura existente como base para identificação dos indicadores para análise da governança corporativa. Também se verifica que ainda há poucos estudos que analisam de forma segregada a governança corporativa praticada de forma voluntária e

compulsória. A pesquisa de Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) apresentada anteriormente é uma que faz esta diferenciação.

Anand (2005) realiza uma pesquisa em que compara regimes de governança corporativa compulsórios com voluntários. Para a autora um regime de governança corporativa compulsório é aquele em que há uma exigência legal para se cumprir determinadas práticas, com definição de penalidades para aqueles que descumprirem o que tal lei determina. Já o regime de governança corporativa voluntário é definido como aquele no qual são adotadas práticas e padrões sem exigência legal ou penalidade no caso de não adoção. Essas práticas podem ser estabelecidas por códigos internos ou instituições.

Zadkovich (2007) analisou o regime de governança corporativa australiano e verificou que trata-se de um modelo híbrido, o qual possui requisitos obrigatórios e regras voluntárias que, quando não cumpridas, devem conter uma explicação para tal decisão. O autor destaca que o regime compulsório é inflexível e pode não ser adequado a todas as empresas, já o regime voluntário apresenta fragilidades de *compliance*.

Silveira, Leal, Barros e Carvalhal-da-Silva (2009) analisaram a evolução e os determinantes das práticas de governança corporativa no Brasil, no período de 1998 a 2004. Para isso construíram um índice de governança corporativa considerando a adoção de práticas voluntárias. Eles observaram que, ao longo do período analisado, a governança corporativa das empresas apresentou melhoras, porém ainda insatisfatória quando comparada a mercados mais evoluídos.

Brandão e Crisóstomo (2014) construíram um índice de governança corporativa a partir de 28 indicadores de práticas voluntárias para verificar a relação da governança corporativa com a estrutura de propriedade. Os achados apontaram que a concentração acionária é um dos fatores que influencia para uma governança corporativa de qualidade inferior.

3 METODOLOGIA

Nesta pesquisa buscou-se identificar as empresas que apresentam maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa, criando-se um índice de adesão voluntária. Nesse capítulo é apresentada a metodologia utilizada para atingimento do objetivo proposto para este estudo, sendo dividida em quatro partes: população estudada, construção dos indicadores, fonte e forma de coleta das evidências, e técnica de análise das evidências.

3.1 POPULAÇÃO

Os critérios utilizados para delimitar o grupo de empresas a ser estudado são os que seguem: a empresa está listada na BM&FBOVESPA no período de 2014 e negocia ações na bolsa. Logo, aquelas que negociam ações apenas no mercado de balcão organizado não foram contempladas. Dada a recomendação do IBGC (2009) que as empresas participantes do mercado acionário devem realizar esforços para preservar a liquidez dos títulos, foram consideradas todas as empresas que participam do Índice Brasil Amplo (IBrA), na data consultada. Este índice oferece uma visão ampla do mercado acionário, sendo composto por ações que atendem a critérios de liquidez e presença em pregões. (BM&FBOVESPA, 2014).

Para esta pesquisa foi utilizada a relação de ações por índice, disponibilizada pela BM&FBOVESPA para o período de setembro a dezembro de 2014. Nessa listagem são contemplados 139 ativos (ações ordinárias e preferenciais e *units* de ações) de 130 empresas. Não houve necessidade de exclusão de empresas uma vez que todas apresentaram os dados necessários para esta pesquisa. Dessa forma, têm-se um total de 130 empresas que compuseram o IBrA do terceiro quadrimestre do ano de 2014. No APÊNDICE A é apresentada a composição da população estudada. Com base nos dados da Economática® e da BM&FBOVESPA, o volume de negociações dessas empresas corresponde a 94,61% dos negócios no mercado a vista e 84,08% do total de negócios realizados na bolsa de valores brasileira até a data consultada, demonstrando a representatividade da população selecionada.

3.2 CONSTRUÇÃO DOS INDICADORES

Os indicadores foram construídos com base em recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa emitido pelo IBGC em 2009, o qual é considerado o principal código de governança corporativa no Brasil. (SILVEIRA; SAITO, 2008). Para isso, foram listadas todas as recomendações do código. As mesmas foram analisadas de modo a identificar quais eram obrigadas pela legislação ou exigidas pelas instruções e regulamentos emitidos pela CVM para que pudessem ser retiradas da seleção, uma vez que a adesão não seria voluntária.

Além de caracterizarem-se como práticas voluntárias, outro critério utilizado para definição dos indicadores é a acessibilidade aos dados necessários, ou seja, esses dados deveriam estar disponíveis para consulta nas fontes a serem utilizadas na pesquisa. Desta análise restaram 17 recomendações que formam a base para construção dos indicadores. O quadro 5 é um resumo dos indicadores utilizados na pesquisa juntamente com o racional para escolha dos mesmos.

Quadro 5 – Apresentação e justificativa dos indicadores de governança corporativa voluntária

(continua)

Indicador	Justificativa	Código do indicador
Estrutura de comitês	Empresas que apresentam comitês executivos, de nomeação, de governança corporativa, entre outros, devem ter um monitoramento da gestão mais efetivo e uma redução na assimetria informacional em relação a anúncios de lucros. (KANAGARETNAM; LOBO; WHALEN, 2007).	CA1
Separação das funções de CEO e presidente do conselho	O CEO que ocupa também o cargo de presidente do conselho de administração pode concentrar poderes de maneira a tomar decisões que beneficiem a ele mesmo em detrimento dos interesses dos acionistas. Dessa forma, a separação dessas funções tende a assegurar a independência do conselho, melhorando o processo de tomada de decisões. (SCHIEHLL; SANTOS, 2004).	CA2

(continuação)

Indicador	Justificativa	Código do indicador
Membros suplentes	Conselheiros suplentes podem não ter conhecimento suficiente das questões a serem discutidas pela organização uma vez que suas participações ocorrem em ausências eventuais de conselheiros efetivos. (IBGC, 2009).	CA3
Participação do CEO no conselho	Se os membros do conselho de administração estão ligados aos acionistas controladores, os primeiros poderão ser complacentes com os últimos, encobrendo possíveis comportamentos impróprios da gestão e dos acionistas controladores. Ainda, um conselho independente e eficaz age como monitor evitando ações dos gestores que possam expropriar os acionistas minoritários. (LOPES, 2009).	CA4
Independência do conselho		CA6
Tamanho do conselho	Conselhos maiores podem ajudar a solucionar questões mais complexas por apresentar uma maior diversificação de competências e experiências. Por outro lado, um conselho com muitos membros pode dificultar o processo decisório. (SCHIEHLL; SANTOS, 2004).	CA5
Prazo de mandato	A reeleição não deve ser automática e só deve ocorrer após a realização de uma avaliação formal do desempenho dos conselheiros. (SILVEIRA, 2004).	CA7
Conselho consultivo	Por meio do conselho consultivo os conselheiros independentes têm a possibilidade de contribuir com a empresa e melhorar a governança corporativa de forma gradual. (PRADO, 2010).	CA8
Códigos	O código de conduta é “uma declaração formal de valores e práticas corporativas”. (CARDOSO, 2003). Para fins desta pesquisa também são considerados os códigos de ética ou de combate a atos ilícitos.	CCI1
Divulgação do Relatório Anual	O relatório anual pode ser considerado um dos principais veículos de comunicação com os sócios para prestação de contas das atividades do conselho de administração, devendo conter informações que permitam a compreensão e avaliação das ações do conselho por parte daqueles que o utilizam. (PRADO, 2010).	CCI2
Adesão à Câmara de Arbitragem	No Brasil, os juízes não são obrigados a se especializarem em casos do mercado financeiro e de capitais, prejudicando a eficácia da CVM na resolução de conflitos. (SILVEIRA; SAITO, 2008). Portanto, a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado se apresenta como uma solução para resolução de conflitos societários.	CCI3

(conclusão)

Indicador	Justificativa	Código do indicador
Conselho Fiscal permanente	O conselho fiscal é um órgão independente do conselho de administração e da gestão que tem como atribuições melhorar a proteção dos acionistas e a divulgação de informações aos investidores. (PROCIANOY; DECOURT, 2012).	CF1
Prazo de convocação	As convocações para assembleias gerais com, no mínimo, 30 dias de antecedência, possibilitam que os sócios se preparem melhor para deliberar sobre os assuntos que serão tratados. (IBGC, 2009)	P1
Cláusulas vinculativas ou restritivas de voto	Os acordos de acionistas que se utilizam dessas cláusulas influenciam a governança dessas empresas uma vez que esses acordos podem ser utilizados como forma de aumentar o controle (SILVA, 2004).	P2
Cláusulas de indicação de diretores		P3
Uma ação – um voto	Uma alta proporção de ações preferenciais pode ser considerada um sinal negativo de governança corporativa, pois potencializa a concentração de propriedade e controle. (LOPES, 2009).	P4
<i>Tag along</i>	O <i>tag along</i> de 100% oportuniza aos pequenos investidores que vendam suas ações por um preço justo. Quando não há <i>tag along</i> de 100%, os acionistas minoritários podem ser expropriados uma vez que os acionistas controladores podem receber prêmios maiores pelas suas ações. (SIRQUEIRA, 2007).	P5

Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores foram classificados conforme tratamento dado pelo IBGC (2009) em quatro categorias, a saber: Conselho de Administração (CA), Conduta e Conflito de Interesses (CCI), Conselho Fiscal (CF) e Propriedade (P). A categoria Conselho Fiscal é composta por apenas um indicador, enquanto que a categoria Conselho de Administração apresenta o maior número de indicadores, totalizando oito.

Verifica-se que algumas recomendações se caracterizam como obrigatórias para as empresas que se encontram nos segmentos de listagem Novo Mercado, N2 e N1. Entretanto, estes segmentos foram caracterizados como voluntários uma vez que a adesão a eles é opcional, sinalizando uma prática voluntária de governança corporativa. A descrição dos indicadores juntamente com as fontes e forma de coleta das evidências são apresentadas no tópico seguinte.

3.3 FONTES E FORMA DE COLETA DAS EVIDÊNCIAS

Para coleta das evidências necessárias à realização do estudo foram utilizadas as seguintes fontes: as páginas eletrônicas e os formulários de referência das empresas selecionadas e a página eletrônica da BM&FBOVESPA.

As evidências coletadas referem-se aos indicadores de governança corporativa voluntária, ou seja, às práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas que não são exigidas por lei ou regulamentadas pela CVM.

No quadro 6 apresenta-se os indicadores construídos, suas definições e origem das evidências coletadas. Os indicadores foram padronizados de maneira que o sentido esperado para todos é positivo, ou seja, quanto maior o número de práticas adotadas, melhor a governança corporativa. Outra característica é que todas as evidências são representadas por variáveis dicotômicas, no sentido de adoção ou não da prática de governança.

Quadro 6 – Descrição dos indicadores de práticas voluntárias de governança corporativa e fontes de coleta das evidências

(continua)

Indicador		Definição	Fonte
Estrutura de comitês	CA1	Se a empresa apresentar estrutura de comitês assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Separação das funções de CEO e presidente do CA	CA2	Se as funções de presidente do CA e CEO forem exercidas por pessoas diferentes assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Membros suplentes	CA3	Se a empresa não apresentar suplentes dos membros efetivos do conselho de administração assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Participação do CEO no CA	CA4	Se o CEO não for membro efetivo do conselho de administração assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Tamanho do CA	CA5	Se a empresa possui um conselho de administração composto por 5 a 11 membros efetivos assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Independência do CA	CA6	Se o conselho é composto apenas por membros externos e/ou independentes assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Prazo de mandato	CA7	Se o prazo de mandato dos membros efetivos do conselho de administração for de até dois anos assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014

(conclusão)

Indicador		Definição	Fonte
Conselho consultivo	CA8	Se a empresa apresentar conselho consultivo assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Códigos	CCI1	Se a empresa apresentar código de conduta, código de ética ou código de combate a atos ilícitos assume valor (1), do contrário assume (0).	Página eletrônica das empresas
Divulgação do relatório anual	CCI2	Se a empresa divulgou o relatório anual de 2013 assume valor (1), do contrário assume (0).	Página eletrônica das empresas
Adesão à câmara de arbitragem	CCI3	Se a empresa aderiu à Câmara de Arbitragem assume valor (1), do contrário assume (0).	Página eletrônica da BM&FBOVESPA
Conselho fiscal permanente	CF1	Se o conselho fiscal for de caráter permanente assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Prazo de convocação	P1	Se a empresa convoca as AGs com, no mínimo, 30 dias de antecedência assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Cláusulas vinculativas ou restritivas de voto	P2	Na existência de acordos de acionistas, se não houver cláusulas que vinculem ou restrinjam o voto dos membros do conselho de administração assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Cláusulas de indicação de diretores	P3	Na existência de acordos de acionistas, se não houver cláusulas que tratem da indicação de diretores assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
Uma ação – um voto	P4	Se a empresa apresenta somente ações ordinárias assume valor (1), do contrário assume (0).	Formulário de referência 2014
<i>Tag along</i>	P5	Se a empresa participa do ITAG, ou seja, concede <i>tag along</i> aos acionistas além do que é exigido legalmente, assume valor (1), do contrário assume (0).	Página eletrônica da BM&FBOVESPA

Fonte: Elaboração própria.

Durante a coleta das evidências foram definidos alguns critérios para utilização das informações fornecidas pelas empresas. Em relação ao indicador *Códigos*, as empresas que não apresentavam um dos códigos especificados, mas divulgavam alguma política ou norma interna que regulamentava essas questões, o indicador foi assumido com valor (1). Para as empresas que não especificavam se o conselho fiscal era permanente ou não, ou que apresentavam o conselho fiscal como não permanente, mas o mesmo estava instalado a mais de cinco anos, o indicador também foi assumido com valor (1). E, por último, para as empresas que

não explicitavam o prazo de convocação das assembleias foi assumido valor (0), considerando que as mesmas atendem o prazo determinado pela legislação.

Conforme exposto no quadro anterior, as evidências foram coletadas nos formulários de referência de 2014 de cada empresa, disponibilizados nas suas páginas eletrônicas. Para os formulários de 2014 que não estavam disponíveis para *download* nas páginas eletrônicas das empresas, verificou-se na página eletrônica da BM&FBOVESPA se o formulário de referência de 2014 havia sido entregue. É importante destacar que não houve exclusão de empresas por informações faltantes, e a coleta foi realizada para as 130 empresas.

Para os indicadores que possuem como fonte de coleta a página eletrônica da BM&FBOVESPA foram utilizados dois documentos disponibilizados: *Empresas que aderiram à Câmara e Carteira Teórica do ITAG* para o quadrimestre de setembro a dezembro de 2014. As empresas que estavam listadas nestes documentos, assumiram valor (1).

O estudo é composto por uma população de 130 empresas, nas quais foram verificadas manualmente, nos formulários de referência e páginas eletrônicas, as práticas de governança corporativa voluntária adotadas, com base em 17 indicadores, totalizando 2210 observações. A coleta das evidências se deu no mês de novembro de 2014, nas datas e horários evidenciados no APÊNDICE B. Na próxima seção é descrita a técnica utilizada para análise das evidências coletadas para esta pesquisa.

3.4 TÉCNICA DE ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS

Neste estudo foram realizadas análises das estatísticas descritivas, assim como análises da matriz de correlação dos indicadores. Adicionalmente, as evidências foram analisadas utilizando-se a técnica de análise de componentes principais (*Principal Components Analysis – PCA*). Esta técnica possibilita maximizar a variância total do conjunto de indicadores, criando combinações lineares dos indicadores. O nível de explicação da adoção de práticas voluntárias de governança corporativa é indicado em cada componente.

Na PCA, os pesos dos indicadores são matematicamente determinados de modo a maximizar a variação da combinação linear desses indicadores. (DUNTEMAN, 1989). O número de componentes principais gerados será igual ao

número de indicadores originais, e cada componente explicará uma parcela da variância, sendo decrescente essa participação. Mediante a técnica de análise de componentes principais pode-se transformar um número de variáveis relacionadas em um novo conjunto de variáveis não correlacionadas. (ANDRIOTTI, 1997). Trata-se de uma técnica que transforma um conjunto original de variáveis em uma combinação linear substancialmente menor de variáveis não correlacionadas que representa a maior parte da informação do conjunto original de variáveis. (DUNTEMAN, 1989).

Os componentes principais podem ser interpretados como estimativas de variáveis latentes de que os valores observados são indicadores. A PCA é uma técnica descritiva que tenta reproduzir a variação observada, ou uma grande parte dela, utilizando combinações lineares. (KRISHNAKUMAR; NAGAR, 2008). Cada variável nova criada corresponde a uma combinação linear de determinadas variáveis originais. Estas novas variáveis criadas são denominadas componentes principais. (ANDRIOTTI, 1997).

Para que se possam calcular os componentes principais de um determinado grupo de variáveis, devem-se efetuar alguns procedimentos. O primeiro deles é encontrar os autovalores da matriz de correlação ou covariância das variáveis por meio da resolução da seguinte equação determinística:

$$\det(R - \lambda I) = 0$$

ou

$$\det(S - \lambda I) = 0$$

onde R é a matriz de correlação e S a matriz de covariância, e I é a matriz de identidade. Os autovalores obtidos serão tantos quantos forem as variáveis participantes da matriz de correlação ou covariância.

Para cada autovalor deverá ser calculado seus autovetores, os quais são calculados a partir da equação matricial:

$$(A - \lambda I) \alpha = 0$$

onde λ é o autovalor e α o vetor que contém os autovetores. Os autovetores são obtidos de forma a maximizar a variância, e indicam a participação de cada variável. A partir dos autovetores é possível calcular os componentes principais, que são obtidos multiplicando-se os autovetores α pelas variáveis originais padronizadas:

$$PC_1 = \alpha_{11}X_1 + \alpha_{12}X_2 + \dots + \alpha_{1n}X_n$$

$$PC_2 = \alpha_{21}X_1 + \alpha_{22}X_2 + \dots + \alpha_{2n}X_n$$

$$PC_n = \alpha_{n1}X_1 + \alpha_{n2}X_2 + \dots + \alpha_{nn}X_n$$

Os componentes principais calculados são não correlacionados e sua variância total é igual à variância total das variáveis originais. (LEITE; BRIGATTE; AGUILAR, 2009). O primeiro componente principal terá a maior proporção de explicação da variância total de determinado conjunto de variáveis. O segundo componente principal terá a segunda maior proporção de explicação da variância total deste mesmo grupo, e assim sucessivamente. Em um conjunto de variáveis com baixa correlação é possível que seja necessário utilizar um maior número de componentes principais, enquanto em conjuntos com alta correlação poucos componentes explicarão uma parcela significativa da variância.

Recomenda-se que as evidências sejam normalizadas para que a variância calculada não seja afetada por diferentes unidades de medidas. Destaca-se que nesta pesquisa não houve necessidade de normalização das evidências, pois utilizam a mesma unidade de medida, sendo variáveis dicotômicas (0 ou 1).

A técnica de análise de componentes principais possibilita a elaboração de um índice para aferição dos níveis de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa das empresas selecionadas. Em vista disso, a partir dos componentes principais, foi criado um índice de governança corporativa voluntária com base nos scores gerados para cada empresa, o qual é descrito a seguir.

O índice criado foi o Índice de Governança Corporativa Voluntária Geral (*IGCV_g*). O *IGCV_g* foi calculado a partir do modelo apresentado por Nagar e Basu (2002), os quais se utilizam da técnica de análise de componentes principais para construção de um índice de desenvolvimento humano. O índice é calculado a partir da média ponderada dos componentes principais pelos respectivos autovalores, representada da seguinte forma:

$$IGCV_g = \frac{\lambda_1 P_1 + \lambda_2 P_2 + \dots + \lambda_n P_n}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_n}$$

onde $IGCV_g$ é o índice de governança corporativa voluntária geral, λ é o autovalor de cada componente principal e P é o *score* gerado para cada componente principal.

A metodologia utilizada apresenta algumas limitações. O desenvolvimento de um padrão de indicadores com base apenas no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a subjetividade da escolha e avaliação dos indicadores podem ser consideradas limitações para este estudo. Também pode ser considerada uma limitação o fato de a pesquisa ter sido realizada apenas para o período de 2014, o que impossibilita comparações temporais dos níveis de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa das empresas pesquisadas. Ainda, há limitações em relação a adoção de práticas que podem não estar sendo evidenciadas.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS

Neste capítulo são apresentadas as evidências e suas análises. O capítulo inicia com a análise das estatísticas descritivas das evidências coletadas. Em seguida é exposta a matriz de correlação e sua análise. E, posteriormente, apresentam-se os resultados obtidos por meio da aplicação da técnica de PCA.

4.1 ANÁLISES DESCRITIVA E CORRELACIONAL

Esta seção é iniciada apresentando-se a análise das estatísticas descritivas e verificando-se os percentuais de adesão aos indicadores construídos.

Na tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritivas das evidências coletadas. As informações de mediana, mínima e máxima não são apresentadas devido à característica das evidências de utilizarem variáveis dicotômicas (0 e 1).

Tabela 4 – Estatísticas descritivas

	Proporção	Desvio padrão	Soma	Observações
CA1	80,00%	0,401547	104	130
CA2	96,92%	0,173360	126	130
CA3	72,31%	0,449209	94	130
CA4	53,85%	0,500447	70	130
CA5	93,85%	0,241245	122	130
CA6	49,23%	0,501875	64	130
CA7	96,15%	0,193052	125	130
CA8	0,00%	0,000000	0	130
CCI1	92,31%	0,267500	120	130
CCI2	37,69%	0,486490	49	130
CCI3	76,15%	0,427791	99	130
CF1	30,00%	0,460030	39	130
P1	6,15%	0,241245	8	130
P2	65,38%	0,477583	85	130
P3	79,23%	0,407225	103	130
P4	72,31%	0,449209	94	130
P5	86,92%	0,338452	113	130

Fonte: elaboração própria.

Ao analisar essa tabela verifica-se que o indicador CA8 não apresenta variações em seu valor. Isso se deve ao fato de todas as empresas terem assumido

valor (0) para este indicador. Pode-se dizer que nenhuma das empresas pesquisadas possui um conselho consultivo, de acordo com seus formulários de referência. De acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009), o conselho consultivo é um mecanismo que favorece empresas que se encontram na fase inicial de adoção de um sistema de governança corporativa, contribuindo para a organização e melhora das práticas adotadas. Para fins deste estudo, este indicador torna-se dispensável tendo em vista a metodologia aplicada no estudo. Sendo assim, este indicador foi desconsiderado para as análises de correlação e de componentes principais.

Observando as médias dos indicadores, verifica-se que o indicador com menor nível de adesão refere-se aos prazos de convocação das assembleias. Do total de empresas analisadas apenas oito convocam suas assembleias com, no mínimo, 30 dias de antecedência conforme recomendação do IBGC. As demais empresas restringem-se a atender o prazo legal de 15 dias de antecedência. Esse resultado se assemelha aos achados de Black, Carvalho e Gorga (2009) que verificaram que apenas 8% da amostra estudada convocava suas assembleias com 30 dias de antecedência.

Verifica-se que 80% das empresas adotam uma estrutura de comitês e apenas 49% apresentam um conselho de administração independente. De acordo com os achados de Bruno e Claessens (2010), as primeiras podem apresentar melhor desempenho em qualquer ambiente legal em relação as demais. Já aquelas que não apresentam conselhos de administração independentes podem apresentar resultados opostos as primeiras. Os resultados dessa pesquisa confirmam os achados de Black, Carvalho e Gorga (2009) em relação a baixa independência do conselho no mercado de capitais brasileiro porém divergem em relação a existência de uma estrutura de comitês.

Além dos prazos de convocação, outro indicador apresenta baixo nível de adesão: o conselho fiscal permanente. Procianoy e Decourt (2012) definem o conselho fiscal como um órgão independente do conselho de administração e da gestão, e tem como atribuições melhorar a proteção dos acionistas e a divulgação de informação aos investidores, contribuindo para a redução do gerenciamento de resultados. Somente 30% das empresas apresentam um conselho fiscal de caráter permanente, confirmando o que Procianoy e Decourt (2012) afirmam de que este mecanismo de governança corporativa é pouco utilizado pelas empresas de capital

aberto no Brasil. Algumas empresas justificam em seus formulários de referência que não possuem um conselho fiscal permanente por possuírem um comitê de auditoria instalado mas nem todas que não possuem um conselho fiscal permanente possuem um comitê de auditoria. Ho e Wong (2001) verificaram que a existência de um comitê de auditoria afeta positivamente a extensão da evidenciação voluntária. Procianoy e Decourt (2012) destacam que a principal diferença entre o comitê de auditoria e o conselho fiscal é a independência do último em relação à empresa, conselho de administração, gestão e auditoria externa, enquanto que o comitê de auditoria está vinculado ao conselho de administração. No entanto, como o indicador diz respeito ao conselho fiscal, assumiu-se que estas empresas não possuem o mesmo instalado.

Verifica-se que mais de 90% das empresas adotam práticas voluntárias de governança corporativa relacionadas à separação das funções de CEO e presidente do conselho de administração, ao tamanho do conselho, ao prazo de mandato dos conselheiros, e à existência de códigos de conduta, ética ou combate a atos ilícitos. Das 130 empresas estudadas, 126 possuem pessoas distintas ocupando os cargos de CEO e presidente do conselho de administração. Silveira, Barros e Famá (2003) verificaram que empresas que apresentam separação dessas funções apresentam maior valor de mercado. Schiehl e Santos (2004) afirmam que a concentração de propriedade possibilita ao maior acionista um melhor controle da gestão, participando do conselho ou influenciando a escolha dos membros, o que pode refletir nas características de tamanho e independência do conselho, assim como a separação das funções de CEO e presidente do conselho de administração. Os autores complementam que o tamanho do conselho também está relacionado com o total do patrimônio líquido das empresas. Em relação ao prazo de mandato dos conselheiros de administração, 125 empresas adotam prazos menores ou iguais a dois anos, como recomendado pelo código do IBGC.

Conforme exposto anteriormente, os indicadores foram classificados em quatro categorias. A categoria Conduta e Conflitos de Interesses é composta por três indicadores. Desses, o indicador referente à existência de códigos apresenta um nível de adesão de aproximadamente 92%, seguido dos indicadores relacionados à câmara de arbitragem e de divulgação do relatório anual, com aproximadamente 76% e 38% de aderência, respectivamente. Em relação a existência de códigos,

comparando-se o resultado desta pesquisa com os achados de Black, Carvalho e Gorga (2009) pode-se dizer que houve uma melhora.

Na categoria Propriedade destaca-se a concessão de *tag along* em níveis superiores ao exigido legalmente, sendo praticado por 113 das 130 empresas estudadas. Os indicadores P2 e P3 estão relacionados aos acordos de acionistas arquivados na sede das empresas e apresentam um percentual de adesão de aproximadamente 65% e 79%, respectivamente. Em 2009 Black, Carvalho e Gorga também verificaram a existência de cláusulas vinculativas de voto em 61% das empresas estudadas por esses pesquisadores.

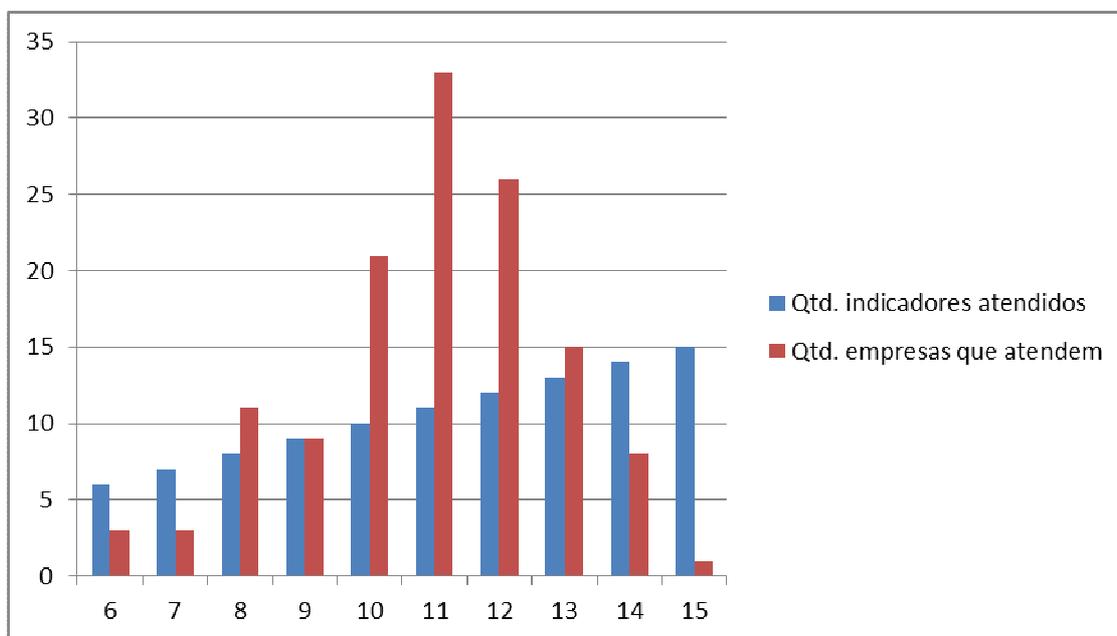
Considerando o objetivo desta pesquisa, uma forma de verificar o nível de adesão a práticas de governança corporativa voluntária pode ser mediante a soma dos indicadores atendidos por cada empresa. Com as quantidades de indicadores cria-se um *ranking* no qual as empresas que atendem a maior quantidade de indicadores são as que apresentam maior adesão a práticas voluntárias de governança corporativa (APÊNDICE C). Nesse *ranking* verifica-se que a Embraer S.A. destaca-se como a empresa com maior nível de adesão aos indicadores de práticas de governança corporativa voluntária. E na última posição encontram-se as empresas AES Tiete S.A., Cia. Energética de Minas Gerais (CEMIG) e Lojas Americanas S.A.

O gráfico 1 destaca a quantidade de indicadores atendidos pelas empresas e o total de empresas que atendem a essas quantidades de indicadores. Analisando este gráfico, percebe-se que o maior número de indicadores atendidos totaliza 15, porém somente uma empresa adota as 15 práticas representadas por esses indicadores. Também se verifica que seis empresas adotam somente seis ou sete das práticas voluntárias de governança corporativa analisadas.

Pode-se afirmar que dentre as 17 práticas testadas, as empresas adotam, em média, entre 10 e 12 práticas de governança corporativa voluntária, o que representa um nível de adoção entre 59% e 71%. Ademais, o maior número de empresas adota 11 práticas. Também é possível verificar que das 130 empresas, 123 delas adotam uma quantidade entre oito e 14 práticas. Isso significa dizer que, 94,62% das empresas pesquisadas adotam no mínimo 47% dos indicadores testados. É pertinente afirmar que, a partir de 11 indicadores, conforme aumenta o número de indicadores, reduz o número de empresas que os adotam. Além disso, nenhuma das

empresas que pesquisadas adota 100% das práticas voluntárias de governança corporativa testadas neste estudo.

Figura 1 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de empresas que atendem a esses indicadores



Fonte: elaboração própria.

O fato das empresas adotarem o mesmo número de práticas não significa que adotem exatamente as mesmas. Portanto, também foi feita a análise entre esses grupos. É importante destacar que os números e percentuais apresentados consideram o total de empresas que compõem o grupo. A análise contempla apenas os grupos que atendem a 10, 11 ou 12 indicadores por serem os grupos que apresentam a maior concentração de empresas. Somando-se os três grupos contemplam-se 80 empresas que representam, aproximadamente, 62% da população.

Analisando as evidências do grupo de empresas que adota 10 indicadores, verifica-se que os indicadores CCI1 e CCI3 apresentam 81% de adoção para ambos. Dentre as empresas que adotam 11 práticas, verifica-se que os indicadores CA2 e CA7 são atendidos por todas as empresas. E, considerando o grupo de empresas que adotam 12 práticas as 26 empresas que compõem esse grupo adotam as práticas referentes aos indicadores CA2, CA7 e CCI1, e 25 empresas adotam CA5 e P5. Analisando as médias, pode-se dizer que o grupo de empresas que adota

Tabela 5 - Matriz de correlação

	CA1	CA2	CA3	CA4	CA5	CA6	CA7	CCI1	CCI2	CCI3	CF1	P1	P2	P3	P4	P5
CA1	1,00															
CA2	-0,09	1,00														
CA3	-0,14	-0,11	1,00													
CA4	0,00	0,19	-0,19	1,00												
CA5	-0,05	0,14	0,20	0,02	1,00											
CA6	0,07	0,18	-0,25	0,88	-0,07	1,00										
CA7	-0,10	-0,04	0,14	0,06	0,12	0,04	1,00									
CCI1	0,07	0,12	0,01	-0,09	-0,07	-0,12	-0,06	1,00								
CCI2	-0,01	0,14	-0,02	-0,01	0,00	-0,04	0,07	0,11	1,00							
CCI3	-0,01	0,11	0,10	0,06	0,23	0,05	0,17	0,04	-0,12	1,00						
CF1	0,08	0,02	-0,16	0,00	-0,32	-0,01	-0,13	0,06	0,25	-0,34	1,00					
P1	0,05	0,05	-0,13	0,04	0,07	0,07	0,05	0,07	0,13	-0,16	0,11	1,00				
P2	-0,12	-0,13	0,42	-0,15	0,08	-0,19	0,11	0,09	0,03	0,05	-0,05	-0,02	1,00			
P3	-0,07	-0,09	0,15	-0,17	0,11	-0,14	0,00	0,07	0,05	0,02	-0,08	-0,03	0,54	1,00		
P4	-0,01	-0,01	0,12	0,05	0,27	0,06	0,06	-0,05	-0,09	0,54	-0,42	-0,13	0,13	0,15	1,00	
P5	-0,14	0,20	0,12	0,05	0,19	0,02	0,40	-0,03	0,02	0,64	-0,34	-0,09	0,01	-0,03	0,37	1,00

Fonte: elaboração própria.

um total de 12 práticas é o que apresenta o comportamento mais homogêneo entre os três analisados.

Além da análise das estatísticas descritivas, outra análise pertinente é a análise de correlação dos indicadores. Por meio dessa análise é possível verificar a ocorrência de associações lineares entre os indicadores. Na tabela 5 apresenta-se a matriz de correlação. Nessa análise verifica-se que a maioria dos indicadores apresenta uma baixa correlação entre si, sendo próxima ou igual à zero em alguns casos. Destacam-se algumas exceções, como os indicadores CA4 e CA6, ambos relacionados ao conselho de administração. Já era esperado que houvesse uma alta correlação entre esses indicadores uma vez que o primeiro trata da participação do CEO no conselho de administração e o segundo sobre a independência do conselho de administração. Considerando que diretores, gerentes, presidentes, entre outros, são caracterizados como membros internos, sempre que CA4 assumir valor (0), CA6 também assumirá este mesmo valor. Espera-se que, por serem altamente correlacionados, um seja substituto ao outro, não sendo necessário utilizar os dois indicadores.

Além da forte correlação exposta no parágrafo anterior, também se verifica uma correlação elevada entre CCI3 e P5. O primeiro está relacionado à adesão a câmara de arbitragem e o segundo a concessão de *tag along* aos acionistas. Concluídas as análises descritiva e correlacional dá-se seguimento a pesquisa com as análises de componentes principais as quais são abordadas no tópico seguinte.

4.2 ANÁLISE DE COMPONENTES PRINCIPAIS

Nesta parte da pesquisa são apresentados os resultados obtidos por meio da aplicação da técnica de análise de componentes principais. Conforme exposto na metodologia, foram feitos diversos testes a fim de verificar o nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa, no contexto brasileiro. Nesta seção são apresentados os resultados obtidos com o *IGCV_g*.

4.2.1 Índice de Governança Corporativa Voluntária Geral – $IGCV_g$

Considerando a metodologia descrita no capítulo três, foi desenvolvido o $IGCV_g$. Dá-se início as análises pertinentes a esse índice apresentando-se os autovalores na tabela 6.

Tabela 6 – Autovalores dos componentes principais gerados a partir da matriz de covariância para o índice $IGCV_g$

AUTOVALORES: (SOMA = 2,462194, MÉDIA = 0,1538871)

Número	Valor	Diferença	Proporção	Valor acumulado	Proporção acumulada
1	0,538245	0,073800	0,2186	0,538245	0,2186
2	0,464445	0,170228	0,1886	1,002690	0,4072
3	0,294217	0,060063	0,1195	1,296907	0,5267
4	0,234154	0,056856	0,0951	1,531061	0,6218
5	0,177298	0,028783	0,0720	1,708360	0,6938
6	0,148515	0,014601	0,0603	1,856874	0,7542
7	0,133914	0,032542	0,0544	1,990788	0,8085
8	0,101372	0,025958	0,0412	2,092160	0,8497
9	0,075414	0,006353	0,0306	2,167574	0,8803
10	0,069061	0,009200	0,0280	2,236635	0,9084
11	0,059860	0,010455	0,0243	2,296495	0,9327
12	0,049406	0,007527	0,0201	2,345901	0,9528
13	0,041878	0,012665	0,0170	2,387779	0,9698
14	0,029213	0,003406	0,0119	2,416992	0,9816
15	0,025807	0,006412	0,0105	2,442799	0,9921
16	0,019395	---	0,0079	2,462194	1,0000

Fonte: elaboração própria.

Esses autovalores foram calculados a partir da matriz de covariância e, conforme descrito na metodologia, são gerados tantos componentes principais quanto forem os indicadores. Nesse caso, foram gerados 16 autovalores para os 16 componentes principais.

A afirmação de que o primeiro componente principal terá a maior proporção de explicação da variância dos componentes principais pode ser verificado nesta tabela, na qual o primeiro componente principal apresenta uma proporção de 0,2186. Também se verifica que a proporção é relativamente baixa para cada um

dos componentes principais, uma vez que se espera que um conjunto de dados seja explicado, na maioria dos casos, por um ou dois componentes principais. É possível que essa baixa explicação dos componentes principais ocorra devido à baixa correlação dos indicadores, pois já foi dito anteriormente que variáveis com correlação baixa podem necessitar de mais componentes principais.

A partir dos autovalores são calculados os autovetores. Este resultado já é automático na PCA, e são gerados tantos autovetores quantas forem as variáveis para cada autovetor. Os autovetores podem ser entendidos como os pesos atribuídos a cada indicador, sinalizando sua representatividade dentro de cada componente principal gerado.

Analisando os resultados apresentados na tabela 7, pode-se verificar que para o primeiro componente principal (PC1) os indicadores mais representativos são CA6 e CA4. Esperava-se que somente um fosse necessário para se explicar a variância dos dados, visto que a correlação entre estes indicadores era bastante elevada. Porém, verifica-se que ambos são necessários para que se obtenha a maior proporção de explicação no primeiro componente principal. Portanto, para o modelo utilizado, pode-se afirmar que os dois agem de forma a complementar a explicação da variância total.

Já no segundo componente principal (PC2), verifica-se que há três indicadores com uma maior atribuição de pesos: P4, CF1 e CCI3. Enquanto que no PC3, o indicador P2 sozinho retém um peso elevado de 0,600. Para cada componente principal haverá diferentes pesos atribuídos para cada variável, arranjados de modo a formar uma combinação que, somando-se todos os componentes principais, seja explicado 100% da variância do conjunto de dados.

Obtidos os autovetores, foram calculados os *scores* dos componentes principais e, a partir da fórmula descrita na metodologia, foi calculado o índice $IGCV_g$ para as 130 empresas estudadas. Ao índice calculado somou-se “1” para que não houvessem valores negativos, facilitando o processo de análise. No APÊNDICE D é apresentado o *ranking* com as empresas classificadas em 54 posições, com base no índice calculado. Nesta seção apresenta-se a tabela 8 que contempla o *ranking* com as empresas que se classificaram até a décima colocação.

Tabela 7 – Autovetores dos componentes principais gerados a partir da matriz de covariância para o índice $IGCV_g$ **AUTOVETORES:**

Variável	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4	PC 5	PC 6	PC 7	PC 8	PC 9	PC 10	PC 11	PC 12	PC 13	PC 14	PC 15	PC 16
CA1	0,077	-0,067	-0,121	0,018	0,646	0,677	-0,183	0,184	0,050	-0,124	-0,002	0,033	0,091	0,037	-0,047	0,042
CA2	0,050	0,018	0,009	0,082	-0,044	-0,040	0,031	0,080	0,005	0,122	0,103	-0,095	0,207	0,637	0,194	0,678
CA3	-0,318	0,158	0,251	-0,116	-0,506	0,618	-0,074	-0,150	0,278	0,166	0,028	0,100	-0,112	0,052	-0,015	0,022
CA4	0,577	0,215	0,329	-0,076	-0,106	0,058	0,003	0,024	-0,015	0,060	0,034	-0,145	0,214	-0,169	-0,600	0,179
CA5	-0,049	0,129	0,004	0,049	-0,041	0,019	-0,153	-0,009	0,097	-0,010	0,562	-0,539	0,430	-0,085	0,256	-0,283
CA6	0,594	0,203	0,295	-0,102	0,020	0,046	-0,038	0,000	0,062	0,012	-0,068	0,150	-0,217	0,144	0,589	-0,243
CA7	-0,012	0,064	0,032	0,062	-0,095	0,018	0,023	0,170	0,004	-0,196	0,113	0,309	0,186	-0,648	0,350	0,478
CCI1	-0,045	-0,033	0,032	0,068	0,087	0,050	0,063	0,205	-0,307	0,861	-0,028	0,153	0,200	-0,127	0,081	-0,114
CCI2	-0,008	-0,215	0,367	0,828	-0,049	-0,001	-0,311	-0,004	-0,012	-0,037	-0,130	-0,082	-0,095	-0,024	-0,006	-0,020
CCI3	-0,046	0,469	-0,147	0,277	0,082	0,088	0,469	0,248	0,079	0,082	-0,039	-0,394	-0,434	-0,123	0,022	0,096
CF1	0,096	-0,471	0,202	0,109	0,077	0,154	0,734	-0,291	0,128	-0,027	0,157	0,026	0,129	-0,013	0,044	-0,052
P1	0,035	-0,063	0,043	0,038	0,037	-0,029	-0,070	0,086	-0,196	0,023	0,774	0,286	-0,470	0,072	-0,173	0,033
P2	-0,352	0,134	0,600	-0,208	0,144	0,012	0,136	0,160	-0,541	-0,264	-0,068	-0,109	0,043	0,081	0,040	-0,030
P3	-0,238	0,089	0,395	-0,116	0,407	-0,341	-0,050	0,088	0,649	0,174	0,050	0,105	-0,016	-0,027	-0,073	0,045
P4	-0,078	0,499	-0,047	0,203	0,269	-0,024	-0,003	-0,734	-0,164	0,039	0,047	0,210	0,111	-0,001	-0,010	0,057
P5	-0,033	0,305	-0,088	0,281	-0,143	-0,018	0,224	0,375	0,104	-0,219	0,044	0,464	0,367	0,264	-0,142	-0,326

Fonte: elaboração própria.

Tabela 8 – Ranking $IGCV_g$: empresas listadas até a décima posição

(continua)

EMPRESA	CLASSIFICAÇÃO	ÍNDICE
EMBRAER S.A.	1º	1,35
BRF S.A.	2º	1,34
TUPY S.A.	2º	1,34
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	3º	1,32
CCR S.A.	3º	1,32
FIBRIA CELULOSE S.A.	3º	1,32
B2W - COMPANHIA DIGITAL	4º	1,31
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT.	4º	1,31
MULTIPLUS S.A.	4º	1,31
NATURA COSMETICOS S.A.	4º	1,31
SAO MARTINHO S.A.	4º	1,31
CPFL ENERGIA S.A.	5º	1,30
DURATEX S.A.	6º	1,28
VANGUARDA AGRO S.A.	6º	1,28
FLEURY S.A.	7º	1,27
LIGHT S.A.	7º	1,27
PORTO SEGURO S.A.	7º	1,27
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	8º	1,25
CIELO S.A.	8º	1,25
GAFISA S.A.	8º	1,25
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	8º	1,25
QUALICORP S.A.	8º	1,25
SLC AGRICOLA S.A.	8º	1,25
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A.	8º	1,25
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	8º	1,25
SMILES S.A.	8º	1,25
WEG S.A.	8º	1,25
ODONTOPREV S.A.	9º	1,24
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	9º	1,24
BRASIL PHARMA S.A.	9º	1,24
IOCHPE MAXION S.A.	10º	1,23

EMPRESA	(conclusão)	
	CLASSIFICAÇÃO	ÍNDICE
RAIA DROGASIL S.A.	10º	1,23
KROTON EDUCACIONAL S.A.	10º	1,23
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	10º	1,23

Fonte: elaboração própria.

Avaliando a tabela 8 verifica-se que apenas uma empresa encontra-se na primeira colocação com um índice de 1,35, a Embraer S.A. Também é possível verificar que das 34 empresas classificadas até a décima colocação, 10 delas encontram-se na oitava posição e apresentam um índice de 1,25. Ademais foi verificado que todas as empresas classificadas até o décimo lugar estão listadas no segmento Novo Mercado, confirmando os resultados obtidos no índice, uma vez que a adesão aos segmentos de listagem com governança corporativa diferenciada é uma opção da empresa e não uma obrigatoriedade. Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) verificaram que a adesão a esses segmentos apresenta uma associação positiva a boas práticas de governança corporativa.

Os resultados da pesquisa de Silveira e Barros (2008) indicam que empresas emissoras de ADRs apresentam melhor nível de governança. Os achados desta pesquisa não permitem confirmar essa afirmação uma vez que, das empresas classificadas até a 10ª posição no *IGCV_g*, somente cinco emitem ADRs. Considerando o *ranking* geral apresentado no APÊNDICE D identifica-se que a maior concentração de empresas encontra-se na 34ª posição, totalizando 12 empresas, e na oitava posição, com 10, conforme já mencionado. Aquelas que aderem ao segmento de listagem N2 encontram-se entre 11ª e a 47ª posição, enquanto que as aquelas que aderem ao N1 encontram-se entre a 20ª e a 53ª posição. Já as empresas listadas no segmento tradicional somam sete empresas e apresentam uma classificação mais baixa entre 45ª e 54ª posição, exceto pela Ambev S.A. que se classifica na 18ª posição. Verifica-se que essa disposição no *ranking* se assemelha àquela dada pela BM&FBOVESPA que classifica as empresas listadas no Novo Mercado como aquelas que apresentam melhor governança corporativa, seguidas daquelas listadas no Nível 2 e Nível 1, respectivamente. Pelas análises de setor constata-se que as empresas não apresentam um padrão específico, distribuindo-se no *ranking* de forma dispersa.

Comparativamente, os resultados corroboram os achados de Silveira, Leal, Barros e Carvalhal-da-Silva (2009), os quais enfatizam que mesmo estando sob um mesmo ambiente legal, as empresas podem apresentar padrões de governança corporativa bastante diversificados devido às características específicas de cada empresa. Os autores complementam que em mercados como o Brasil, onde há alta concentração de propriedade, as decisões de adoções de melhores práticas de governança corporativa podem ser afetadas pelo tipo de acionista controlador.

O estudo de Kitagawa (2007) avaliou o nível de adesão de empresas listadas no Brasil, Chile, México e Argentina aos princípios de governança corporativa recomendados pela OECD e verificou que o Brasil é o país que apresenta maior nível de adesão a essas recomendações.

Klapper e Love (2004) evidenciam que quanto maior a proteção aos investidores maior o nível global de governança corporativa das empresas no país. Considerando os achados de Silveira (2004), o nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa das empresas estudadas pode estar sendo afetado pelas suas estruturas de propriedade, uma vez que foram identificadas evidências de que a concentração de propriedade está negativamente relacionada à qualidade da governança corporativa.

Considerando-se as evidências de Black, Carvalho e Gorga (2010; 2012) pode-se afirmar que os resultados obtidos nesta pesquisa, na qual verifica-se níveis variados de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa dentro de um mesmo ambiente legal, podem ser justificados pelas características de cada empresa.

Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) verificaram uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa voluntárias e a avaliação das empresas na Alemanha. Os resultados desta pesquisa não permitem comparações com o estudo destes pesquisadores por não ter como objeto de estudo a avaliação das empresas no mercado de capitais brasileiro.

Tendo como base as definições de Anand (2005) e Zadkovich (2007), pode-se afirmar que o Brasil apresenta um regime de governança corporativa híbrido uma vez que algumas práticas já possuem um respaldo legal enquanto outras são apenas recomendações que as empresas optam por adotar ou não. Procianoy e Decourt (2012) defendem que os acionistas devem assumir seu papel exigindo melhor governança corporativa, o que pode refletir num resultado financeiro melhor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi identificar as empresas que apresentam maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa. Foram construídos 17 indicadores, passíveis de análise a partir de informações públicas: . , formulários de referência de cada empresa e a página eletrônica da BM&FBOVESPA. Por meio das análises descritivas verifica-se que a categoria Conselho de Administração apresenta maior quantidade de indicadores adotados. Esse resultado pode decorrer do fato dessa categoria possuir o maior número de indicadores. Já a adoção de um conselho fiscal de caráter permanente ocorre apenas em 39 empresas consideradas no estudo. Dentre elas, algumas informam que a não adoção de um conselho fiscal permanente decorre do fato da empresa ter constituído um comitê de auditoria, confirmando as afirmações de Procianoy e Decourt (2012) sobre este órgão.

Para atender ao objetivo desta pesquisa, poder-se-ia simplesmente somar os indicadores atendidos e classificar as empresas conforme essa quantidade. Isso significa assumir que todos os indicadores possuem a mesma importância para a governança corporativa dessas empresas. Por entender-se que algumas práticas de governança corporativa voluntária podem ter uma importância maior que outras, foi utilizada a técnica de análise de componentes principais para atribuir pesos a esses indicadores, evidenciando o seu nível de explicação.

A partir dessa técnica foi criado o índice $IGCV_g$, o qual permitiu verificar o nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa das empresas estudadas. Sendo este o critério de análise, entende-se que o objetivo geral foi atendido, uma vez que os resultados desse índice podem ser interpretados como uma representação do nível de adesão das empresas a práticas voluntárias de governança corporativa.

Os resultados do $IGCV_g$ apontam que a Embraer S.A. pode ser considerada a empresa com maior nível de adesão a práticas de governança corporativa voluntária, com um índice de 1,35. Já a Telefônica Brasil S.A. se apresenta na última colocação com um índice de 0,51. Outra evidência encontrada é que todas as empresas que estão classificadas até a décima posição estão listadas no segmento Novo Mercado.

Pode-se afirmar que as empresas listadas nos segmentos de listagem com governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA são as que apresentam as melhores classificações, especialmente aquelas listadas no Novo Mercado. Esses segmentos apresentam regras mais rígidas que o Tradicional. Uma vez que listar-se em um desses segmentos é uma opção das empresas, considera-se para fins deste estudo que as práticas obrigatórias para esses segmentos se caracterizam como voluntárias.

De uma maneira geral, entende-se que as empresas listadas nos segmentos de governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA apresentam melhor governança corporativa que as demais. Pode-se afirmar que os resultados confirmam essa expectativa. Na população estudada encontram-se apenas sete empresas do segmento Tradicional, representando menos de 3% do total de empresas listadas no mesmo. Logo, entende-se não ser prudente fazer inferências generalistas sobre este segmento.

Considera-se que empresas com níveis mais elevados de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa são empresas que demonstram interesse em fazer mais do que é exigido legalmente, preocupando-se de fato em proteger os interesses dos acionistas e reduzir os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. A realização deste estudo possibilitou identificar essas empresas, as quais ganham destaque num ambiente de baixa proteção legal dos direitos dos acionistas e com possíveis conflitos entre esses grupos de acionistas. Pode-se afirmar que essas empresas têm menores chances de sofrer destruições de valor decorrentes desses conflitos. (SILVEIRA; DIAS JR., 2010).

Acredita-se que os achados desta pesquisa poderão contribuir para melhorias na estrutura legal do país, assim como nos códigos de governança corporativa desenvolvidos por instituições não regulamentares. Além disso, contribui com a ampliação das pesquisas sobre governança corporativa.

Entende-se que a construção de indicadores que não consideram as características de cada segmento de listagem apresenta-se como uma limitação da pesquisa. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009) não faz essa tratativa e, diante dos critérios determinados para esta pesquisa, justifica-se não ter sido realizada essa diferenciação. Porém, sugere-se a realização de pesquisas que considerem esses pontos, assim como pesquisas que contemplem todas as empresas listadas no mercado de capitais brasileiro.

Também não foram analisados os motivos que levam uma empresa a apresentar um maior nível de adesão a práticas voluntárias de governança corporativa que outras, sendo essa uma análise importante. Além disso, sugere-se a criação de um índice de *compliance* com a governança corporativa compulsória, uma vez que, mesmo havendo a obrigatoriedade, as empresas podem não estar cumprindo o que lhes é exigido.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Andson B. de; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.
- AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- AMAN, Hiroyuki; NGUYEN, Pascal. Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. **Research in International Business and Finance**, v. 29, p. 14-34, 2013.
- ANAND, Anita I. **Voluntary vs. mandatory corporate governance: towards an optimal regulatory framework**. American Law & Economics Association Annual Meetings, Working Paper n. 44, Faculty of Law, Queen's University, 2005.
- ANDRIOTTI, José L. S. Análise de componentes principais: fundamentos de uma técnica de dados multivariada aplicável a dados geológicos. **Acta Geologica Leopoldensia**, v. 20, n. 44, p. 27-50, 1997.
- ARCAY, Maria R. B.; VÁZQUEZ, Maria F. M. Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. **Advances in Accounting**, v. 21, p. 299-331, 2005.
- ARROW, Kenneth J. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **The American Economic Review**, v. 53, n. 5, p. 941-973, 1963.
- BASSETT, Michael; KOH, Ping-Sheng; TUTTICCI, Irene. The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. **The British Accounting Review**, v. 39, p. 303-322, 2007.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BISTROVA, Julia; LACE, Natalja. Corporate Governance Best Practice and Stock Performance: Case of CEE Companies. **Systemics, Cybernetics and Informatics**, v. 10, n. 3, p. 63-69, 2012.
- BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio G. de; GORGA, Érica. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 4, p. 385-428, 2009.
- BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio G. de; GORGA, Érica. **Does one size fit all in corporate governance? Evidence from Brazil (and other BRIC countries)**. Working Paper , 2010.
- BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio G. de; GORGA, Érica. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil

(and other BRIK countries). **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 934-952, 2012.

BLACK, Bernard S.; JANG, Hasung; KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics & Organization**, v. 22, n.2, p. 366-413, 2006.

BM&FBOVESPA. **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGCX**. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 06 jan. 2014.

BM&FBOVESPA. **Índice de Ações com Tag Along Diferenciado – ITAG**. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ITAG&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 06 jan. 2014.

BM&FBOVESPA. **Índice Governança Corporativa – Novo Mercado – IGC – NM**. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGNM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 06 jan. 2014.

BM&FBOVESPA. **Índice Governança Corporativa Trade – IGCT**. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGCT&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 06 jan. 2014.

BM&FBOVESPA. **Introdução ao mercado de capitais**. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2013.

BM&FBOVESPA. **O Que são segmentos de listagem**. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 11 dez. 2013.

BRANDÃO, Isac F.; CRISÓSTOMO, Vicente L. Estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa: uma análise da empresa brasileira. **Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa**, 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>.

BRIS, Arturo; BRISLEY, Neil; CABOLIS, Christos. Adopting better corporate governance: evidence from cross-border mergers. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 224-240, 2008.

BRUNO, Valentina; CLAESSENS, Stijn. Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? **Journal of Financial Intermediation**, v. 19, p. 461-482, 2010.

BYARD, Donal; LI, Ying; WEINTROP, Joseph. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, p. 609-625, 2006.

CARDOSO, Luciane. Códigos de conduta, responsabilidade empresarial e direitos humanos dos trabalhadores. **Revista da ABET**, Juiz de Fora, v. 2, n. 1, p. 61-90, 2003.

CARVALHO, Antonio G. de. Governança corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

COLES, Jerilyn W.; MCWILLIAMS, Victoria B.; SEN, Nilanjan. An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. **Journal of Management**, v. 27, p. 23-50, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivroTOP.html>>. Acesso em 18 set. 2014.

COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. **The financial aspects of corporate governance**. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em 13 set. 2013.

CORREIA, Laise F.; AMARAL, Hudson F.; LOUVET, Pascal. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

DAMI, Anamélia B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras**. 2006. 115 f. Dissertação de mestrado. Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil.

DE SILVA, Chitra; ARMSTRONG, Anona. Evaluation of corporate governance measures: an application to the Australian higher education sector. **Journal of Business Systems, Governance and Ethics**, v. 7, n. 1, p. 76-86, 2012.

DROBETZ, Wolfgang; SCHILLHOFER, Andreas; ZIMMERMANN, Heinz. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. **European Financial Management**, v. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.

DUNTEMAN, George H. **Principal components analysis**. Newbury Park : SAGE, 1989.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Sarbanes-Oxley Act (2002). Lei 107–204, de 30 de Julho de 2002.

FUENZALIDA, Darcy; MONGRUT, Samuel; ARTEAGA, Jaime R.; ERAUSQUIN, Alexander. Good corporate governance: does it pay in Peru? **Journal of Business Research**, v. 66, p. 1759-1770, 2013.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405–440, 2001.

HO, Simon S. M.; WONG, Kar S. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 10, p. 139-156, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em 10 set. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Linha do tempo**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>>. Acesso em 10 nov. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Origem da boa governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em 10 set. 2013.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KANAGARETNAM, Kiridaran; LOBO, Gerald J.; WHALEN, Dennis J. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, p. 497-522, 2007.

KELTON, Andrea S.; YANG, Ya-wen. The impact of corporate governance on Internet financial reporting. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, p. 62-87, 2008.

KITAGAWA, Carlos H. **Nível de adesão de empresas latino-americanas aos princípios de governança corporativa recomendados pela OECD**. 2007. 221 f. Dissertação de mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEA RP/USP, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 703-728, 2004.

KOCMANOVA, Alena; SIMBEROVA, Iveta. Modelling of Corporate Governance Performance Indicators. **Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics**, v. 23, n. 5, p. 485-495, 2012.

KRISHNAKUMAR, Jaya; NAGAR, A. L. On exact statistical properties of multidimensional indices based on principal components, factor analysis, MIMIC and structural equation models. **Social Indicators Research**, v. 86, n. 3, p. 481-496, 2008.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEITE, Gil Bracarense; BRIGATTE, Henrique; AGUILAR, Eder Barbosa de. Análise multivariada de indicadores socioeconômicos dos países do G-20. **Revista de Economia Mackenzie**, v. 7, n. 1, p. 125-147, 2009.

LIU, Qiao; LU, Zhou (Joe). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: a tunneling perspective. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, p. 881-906, 2007.

LO, Agnes W. Y.; WONG, Raymond M. K.; FIRTH, Michael. Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, p. 225-235, 2010.

LOPES, Alexandro B. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting number in Brazil**. Tese (Doctor of Philosophy in the Faculty of Humanities) – Manchester Business School, University of Manchester, Manchester, 2009.

LOPES, Alexandro B.; WALKER, Martin. Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: new evidence from Brazil. **The British Accounting Review**, v. 44, p. 53-67, 2012.

MACAGNAN, Clea B. **Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles**. Tese (Doctorado en Creación, Estrategia y Gestión de Empresas) – Departamento de Economía de la Empresa, Universitat Autònoma de Barcelona, Barcelona, 2007.

MANGENA, Musa; CHAMISA, Eddie. Corporate governance and incidences of listing suspension by the JSE Securities Exchange of South Africa: an empirical analysis. **The International Journal of Accounting**, v. 43, p. 28-44, 2008.

MAPURUNGA, Patrícia V. R.; PONTE, Vera M. R.; OLIVEIRA, Marcelle C. **Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM**. In: XXXVII Encontro da ANPAD, 2013, Rio de Janeiro. XXXVII EnANPAD, 2013.

MASHAYEKHI, Bitá; BAZAZ, Mohammad S. Corporate Governance and Firm Performance in Iran. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 4, n. 2, p. 156-172, 2008.

NAGAR, Anirudh L.; BASU, Sudip 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.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **The OECD principles of corporate governance**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33647763.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2013.

OZANNE, Adam; HOGAN, Tim; COLMAN, David. Moral hazard, risk aversion and compliance monitoring in agri-environmental policy. **European Review of Agricultural Economics**, v. 28, n. 3, p. 329-347, 2001.

PINTO, Marcos B.; LEAL, Ricardo P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

PRADO, Karina S. do. **A aplicabilidade das práticas de governança corporativa nas sociedades limitadas**. Dissertação de Mestrado (Direito das Relações Sociais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.

PROCIANOY, Jairo L.; DECOURT, Roberto F. Mejoramiento de la gobernanza corporativa en un sistema legal débil: consejo fiscal de Brasil. **Horizontes Empresariales**, v. 11, n. 2, p. 55-69, 2012.

PUNSUVO, Fábio R. **Qualidade da governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**. 2006. 185 f. Dissertação de mestrado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

SARKAR, Jayati; SARKAR, Subrata; SEN, Kaustav. A Corporate Governance Index for Large Listed Companies in India. **Indira Gandhi Institute of Development Research**, 2012. Disponível em: <<http://www.igidr.ac.in/pdf/publication/WP-2012-009.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2013.

SCHIEHLL, Eduardo; SANTOS, Igor O. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. **Revista de Administração**, v. 39, n 4, p. 373-384, 2004.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, André L. C. da; LEAL, Ricardo P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese de doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; BARROS, Lucas A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 61, p. 1-29, 2008.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; DIAS JR., Armando L. What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment? **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 7, n. 1, p. 70-91, 2010.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; LEAL, Ricardo P. C.; BARROS, Lucas A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; PEROBELLI, Fernanda F. C.; BARROS, Lucas A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; SAITO, Richard. **Corporate governance in Brazil: landmarks, codes of best practices, and main challenges**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1268485>>.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; SAITO, Richard. Corporate governance in Brazil: landmarks, codes of best practices, and main challenges. **The Icfai University Journal of Corporate Governance**, v. 8, n. 2, p. 20-39, 2009.

SIMBEROVA, Iveta; KOČMANOVA, Alena; NEMEČEK, Petr. Corporate governance performance measurement – key performance indicators. **Economics and Management**, v. 17, n. 4, p. 1585-1593, 2012.

SIRQUEIRA, Aieda B. de. **Governança corporativa e otimização de portfólios: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança corporativa**. Dissertação (mestrado). Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

STERNBERG, Lior ; LEAL, Ricardo P. C.; BORTOLON, Patrícia M. **Affinities and agreements among major Brazilian shareholders**. Relatórios COPPEAD nº 394, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

TIAN, Gloria Y.; TWITE, Garry. Corporate governance, external market discipline and firm productivity. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 403-417, 2011.

VIEIRA, Solange P.; MENDES, André G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em contexto**, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2006.

YACUZZI, Enrique. **A governance indicator for small and medium-sized enterprises**. Working Paper n. 390, Universidad del CEMA, 2008.

ZADKOVICH, John. Mandatory requirements, voluntary rules and 'please explain': a corporate governance quagmire. **Deakin Law Review**, v. 12, n. 2, p. 23-39, 2007.

APÊNDICE A – COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO

EMPRESAS

(continua)

ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	CIA. SIDERÚRGICA NACIONAL
AES TIETE S.A.	CIELO S.A.
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	COSAN LOGÍSTICA S.A.
ALL AMERICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO
ALPARGATAS S.A.	CPFL ENERGIA S.A.
ALUPAR INVESTIMENTO S.A.	CTEEP – CIA. TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
AMBEV S.A.	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND. E PART.
ARTERIS S.A.	DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A.
B2W - COMPANHIA DIGITAL	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	DURATEX S.A.
BCO. ABC BRASIL S.A.	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.
BCO. BRADESCO S.A.	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
BCO. BRASIL S.A.	ELETROPAULO METROP. ELET. SÃO PAULO S.A.
BCO. ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	EMBRAER S.A.
BCO. SANTANDER (BRASIL) S.A.	ENEVA S.A.
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC. FUT.	EQUATORIAL ENERGIA S.A.
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.
BR PROPERTIES S.A.	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
BRADENPAR S.A.	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.
BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	FIBRIA CELULOSE S.A.
BRASIL INSURANCE PARTICIP. E ADM. S.A.	FLEURY S.A.
BRASIL PHARMA S.A.	GAEC EDUCAÇÃO S.A.
BRASKEM S.A.	GAFISA S.A.
BRF S.A.	GERDAU S.A.
CCR S.A.	GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.
CENTRAIS ELET. BRAS. S.A. - ELETROBRAS	GRENDENE S.A.
CESP - CIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.
CIA. BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	HYPERMARCAS S.A.
CIA. ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.
CIA. HERING	INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.
CIA. PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	IOCHPE MAXION S.A.
CIA. SANEAMENTO BÁSICO EST. SÃO PAULO	ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.
CIA. SANEAMENTO DE MINAS GERAIS - COPASA MG	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.

EMPRESAS

(conclusão)

JBS S.A.	PRUMO LOGÍSTICA S.A.
JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.
JSL S.A.	QUALICORP S.A.
KLABIN S.A.	RAIA DROGASIL S.A.
KROTON EDUCACIONAL S.A.	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
LIGHT S.A.	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
LINX S.A.	SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	SÃO MARTINHO S.A.
LOJAS AMERICANAS S.A.	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
LOJAS RENNER S.A.	SER EDUCACIONAL S.A.
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A.	SLC AGRÍCOLA S.A.
M. DIAS BRANCO S.A. IND. COM DE ALIMENTOS	SMILES S.A.
MAGAZINE LUIZA S.A.	SOUZA CRUZ S.A.
MAHLE-METAL LEVE S.A.	SUL AMÉRICA S.A.
MARCOPOLO S.A.	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	TECNISA S.A.
MARISA LOJAS S.A.	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.
METALÚRGICA GERDAU S.A.	TELEFÔNICA BRASIL S.A.
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	TIM PARTICIPAÇÕES S.A.
MINERVA S.A.	TOTVS S.A.
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
MULTIPLAN – EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	TUPY S.A.
MULTIPLUS S.A.	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.
NATURA COSMÉTICOS S.A.	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS
ODONTOPREV S.A.	VALE S.A.
OI S.A.	VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.
PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	VANGUARDA AGRO S.A.
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	VIA VAREJO S.A.
PORTO SEGURO S.A.	WEG S.A.

APÊNDICE B – PERÍODO DE COLETA DAS EVIDÊNCIAS

(continua)

Empresas	Data	Horário início	Horário final	Tempo decorrido
AES TIETE S.A.	15/11/2014	17:16	18:40	01:24
B2W - COMPANHIA DIGITAL	15/11/2014	18:44	19:21	00:37
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	15/11/2014	19:22	19:57	00:35
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	15/11/2014	19:58	20:47	00:49
BCO BRADESCO S.A.	15/11/2014	20:48	21:08	00:20
BCO BRASIL S.A.	15/11/2014	21:09	21:18	00:09
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	15/11/2014	21:19	21:40	00:21
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	15/11/2014	22:31	23:06	00:35
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	16/11/2014	08:55	09:33	00:38
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	16/11/2014	09:34	09:45	00:11
ALPARGATAS S.A.	16/11/2014	09:47	10:21	00:34
AMBEV S.A.	16/11/2014	10:22	10:43	00:21
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	16/11/2014	10:45	11:07	00:22
BR PROPERTIES S.A.	16/11/2014	11:08	11:26	00:18
BRADESPAR S.A.	16/11/2014	11:27	11:40	00:13
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	16/11/2014	11:42	12:03	00:21
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A.	16/11/2014	13:30	13:51	00:21
BRASIL PHARMA S.A.	16/11/2014	14:20	14:29	00:09
ARTERIS S.A.	16/11/2014	14:30	15:12	00:42
BRASKEM S.A.	16/11/2014	15:12	15:21	00:09
BRF S.A.	16/11/2014	15:21	15:46	00:25
CCR S.A.	16/11/2014	15:48	16:01	00:13
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	16/11/2014	16:05	16:24	00:19
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	16/11/2014	16:25	16:40	00:15
DURATEX S.A.	16/11/2014	16:40	16:59	00:19
FIBRIA CELULOSE S.A.	16/11/2014	17:04	17:14	00:10
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	16/11/2014	17:16	17:29	00:13
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	16/11/2014	17:38	17:49	00:11
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	16/11/2014	17:50	18:01	00:11
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	16/11/2014	18:02	18:08	00:06
EMBRAER S.A.	16/11/2014	18:10	18:21	00:11
ENEVA S.A.	16/11/2014	18:23	18:30	00:07
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	16/11/2014	18:31	18:42	00:11
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	16/11/2014	18:46	18:58	00:12
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	16/11/2014	19:00	19:15	00:15
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	16/11/2014	19:16	19:36	00:20
GAFISA S.A.	16/11/2014	19:36	19:49	00:13
GERDAU S.A.	16/11/2014	19:50	20:05	00:15
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	16/11/2014	20:06	20:16	00:10
GRENDENE S.A.	16/11/2014	20:17	20:31	00:14
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	17/11/2014	10:23	10:30	00:07
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	17/11/2014	10:52	10:58	00:06
HYPERMARCAS S.A.	17/11/2014	10:58	11:09	00:11
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	17/11/2014	11:18	11:24	00:06

(continuação)

Empresas	Data	Horário início	Horário final	Tempo decorrido
IOCHPE MAXION S.A.	17/11/2014	11:25	11:32	00:07
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	17/11/2014	11:35	11:50	00:15
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	17/11/2014	11:51	11:56	00:05
JBS S.A.	17/11/2014	12:02	12:09	00:07
KLABIN S.A.	17/11/2014	12:15	12:24	00:09
KROTON EDUCACIONAL S.A.	17/11/2014	12:25	12:35	00:10
LIGHT S.A.	17/11/2014	19:00	19:15	00:15
LOJAS AMERICANAS S.A.	18/11/2014	12:59	13:12	00:13
LOJAS RENNER S.A.	18/11/2014	13:15	13:29	00:14
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	18/11/2014	19:35	19:45	00:10
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	18/11/2014	19:51	19:59	00:08
MAGAZINE LUIZA S.A.	18/11/2014	20:13	20:35	00:22
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	18/11/2014	20:36	20:55	00:19
CIA HERING	18/11/2014	20:58	21:14	00:16
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	18/11/2014	21:20	21:37	00:17
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	18/11/2014	21:39	21:52	00:13
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	18/11/2014	21:53	22:19	00:26
METALURGICA GERDAU S.A.	18/11/2014	22:20	22:46	00:26
MARCOPOLO S.A.	18/11/2014	22:47	23:03	00:16
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	18/11/2014	23:04	23:14	00:10
CIA SIDERURGICA NACIONAL	18/11/2014	23:15	23:29	00:14
CIELO S.A.	18/11/2014	23:30	23:44	00:14
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	18/11/2014	23:45	23:59	00:14
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	19/11/2014	13:34	13:40	00:06
CPFL ENERGIA S.A.	19/11/2014	13:43	13:49	00:06
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	19/11/2014	13:51	13:59	00:08
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	19/11/2014	15:10	15:21	00:11
NATURA COSMETICOS S.A.	19/11/2014	17:30	17:47	00:17
ODONTOPREV S.A.	19/11/2014	17:53	18:03	00:10
OI S.A.	19/11/2014	18:03	18:14	00:11
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	19/11/2014	19:33	20:05	00:32
MINERVA S.A.	19/11/2014	20:07	20:31	00:24
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	19/11/2014	20:33	20:49	00:16
PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTICIPACOES	19/11/2014	20:51	20:59	00:08
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	19/11/2014	20:59	21:07	00:08
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	19/11/2014	21:07	21:19	00:12
PORTO SEGURO S.A.	19/11/2014	21:23	21:30	00:07
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	19/11/2014	21:34	21:40	00:06
MULTIPLAN - EMPREENDE IMOBILIARIOS S.A.	19/11/2014	21:40	21:53	00:13
MULTIPLUS S.A.	19/11/2014	22:04	22:14	00:10
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	19/11/2014	22:21	22:33	00:12
QUALICORP S.A.	19/11/2014	22:36	22:41	00:05
RAIA DROGASIL S.A.	19/11/2014	22:49	23:10	00:21
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	19/11/2014	23:15	23:29	00:14
SUL AMERICA S.A.	19/11/2014	23:30	23:42	00:12
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	19/11/2014	23:44	23:51	00:07
TECNISA S.A.	19/11/2014	23:55	00:02	00:07
SER EDUCACIONAL S.A.	20/11/2014	00:03	00:17	00:14

(conclusão)

Empresas	Data	Horário início	Horário final	Tempo decorrido
TELEFÔNICA BRASIL S.A.	20/11/2014	00:17	00:23	00:06
SMILES S.A.	20/11/2014	00:23	00:40	00:17
SOUZA CRUZ S.A.	20/11/2014	00:40	00:53	00:13
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	20/11/2014	00:53	01:05	00:12
WEG S.A.	20/11/2014	01:06	01:16	00:10
TIM PARTICIPACOES S.A.	20/11/2014	01:23	01:28	00:05
TOTVS S.A.	20/11/2014	01:28	01:34	00:06
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	20/11/2014	01:38	01:43	00:05
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	20/11/2014	01:47	01:57	00:10
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	20/11/2014	10:20	10:27	00:07
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	20/11/2014	10:30	10:36	00:06
VALE S.A.	20/11/2014	10:37	10:48	00:11
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	20/11/2014	10:54	10:57	00:03
VANGUARDA AGRO S.A.	20/11/2014	11:19	11:26	00:07
VIA VAREJO S.A.	20/11/2014	11:26	11:33	00:07
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	30/11/2014	18:17	18:27	00:10
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	30/11/2014	18:30	18:47	00:17
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	30/11/2014	18:49	18:54	00:05
BCO ABC BRASIL S.A.	30/11/2014	18:56	19:00	00:04
COSAN LOGISTICA S.A.	30/11/2014	19:04	19:11	00:07
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	30/11/2014	19:14	19:25	00:11
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	30/11/2014	19:26	19:31	00:05
FLEURY S.A.	30/11/2014	19:35	19:41	00:06
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	30/11/2014	19:42	19:53	00:11
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	30/11/2014	19:57	20:04	00:07
JHSF PARTICIPACOES S.A.	30/11/2014	20:06	20:10	00:04
JSL S.A.	30/11/2014	20:12	20:19	00:07
LINX S.A.	30/11/2014	20:34	20:38	00:04
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	30/11/2014	20:40	20:45	00:05
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	30/11/2014	20:47	20:52	00:05
MAHLE-METAL LEVE S.A.	30/11/2014	20:55	21:02	00:07
MARISA LOJAS S.A.	30/11/2014	21:16	21:23	00:07
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	30/11/2014	21:48	22:14	00:26
SAO MARTINHO S.A.	30/11/2014	22:15	22:23	00:08
SLC AGRICOLA S.A.	30/11/2014	23:00	23:07	00:07
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	30/11/2014	23:08	23:19	00:11
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	30/11/2014	23:30	23:32	00:02
TUPY S.A.	30/11/2014	23:35	23:39	00:04

APÊNDICE C – RANKING PELA QUANTIDADE DE INDICADORES ATENDIDOS

(continua)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	QTD. DE INDICADORES
EMBRAER S.A.	1º	15
B2W - COMPANHIA DIGITAL	2º	14
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	2º	14
BRF S.A.	2º	14
MULTIPLUS S.A.	2º	14
NATURA COSMETICOS S.A.	2º	14
SAO MARTINHO S.A.	2º	14
VANGUARDA AGRO S.A.	2º	14
WEG S.A.	2º	14
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	3º	13
BCO BRASIL S.A.	3º	13
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	3º	13
CIELO S.A.	3º	13
CPFL ENERGIA S.A.	3º	13
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	3º	13
GAFISA S.A.	3º	13
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	3º	13
LOJAS RENNER S.A.	3º	13
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	3º	13
QUALICORP S.A.	3º	13
SLC AGRICOLA S.A.	3º	13
SUL AMERICA S.A.	3º	13
TUPY S.A.	3º	13
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	3º	13
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	4º	12
BCO ABC BRASIL S.A.	4º	12
BRADSPAR S.A.	4º	12
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A.	4º	12
CCR S.A.	4º	12
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	4º	12
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	4º	12
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	4º	12

(continuação)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	QTD. DE INDICADORES
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS - COPASA MG	4º	12
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	4º	12
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	4º	12
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	4º	12
ENEVA S.A.	4º	12
FIBRIA CELULOSE S.A.	4º	12
FLEURY S.A.	4º	12
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	4º	12
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	4º	12
JBS S.A.	4º	12
JSL S.A.	4º	12
KROTON EDUCACIONAL S.A.	4º	12
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	4º	12
PORTO SEGURO S.A.	4º	12
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	4º	12
SMILES S.A.	4º	12
TIM PARTICIPACOES S.A.	4º	12
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	4º	12
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	5º	11
ALPARGATAS S.A.	5º	11
BCO BRADESCO S.A.	5º	11
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	5º	11
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	5º	11
BRASIL PHARMA S.A.	5º	11
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	5º	11
CIA HERING	5º	11
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	5º	11
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	5º	11
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	5º	11
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	5º	11
DURATEX S.A.	5º	11
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	5º	11
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	5º	11

(continuação)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	QTD. DE INDICADORES
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	5º	11
GERDAU S.A.	5º	11
GRENDENE S.A.	5º	11
JHSF PARTICIPACOES S.A.	5º	11
LIGHT S.A.	5º	11
LINX S.A.	5º	11
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	5º	11
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	5º	11
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	5º	11
MAGAZINE LUIZA S.A.	5º	11
METALURGICA GERDAU S.A.	5º	11
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	5º	11
ODONTOPREV S.A.	5º	11
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	5º	11
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	5º	11
SER EDUCACIONAL S.A.	5º	11
TECNISA S.A.	5º	11
TOTVS S.A.	5º	11
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	6º	10
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.	6º	10
AMBEV S.A.	6º	10
ARTERIS S.A.	6º	10
BR PROPERTIES S.A.	6º	10
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	6º	10
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	6º	10
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	6º	10
HYPERMARCAS S.A.	6º	10
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	6º	10
IOCHPE MAXION S.A.	6º	10
MARCOPOLO S.A.	6º	10
MINERVA S.A.	6º	10
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	6º	10
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	6º	10
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	6º	10
RAIA DROGASIL S.A.	6º	10

(conclusão)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	QTD. DE INDICADORES
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	6º	10
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	6º	10
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	6º	10
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	6º	10
BRASKEM S.A.	7º	9
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	7º	9
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	7º	9
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	7º	9
MAHLE-METAL LEVE S.A.	7º	9
MARISA LOJAS S.A.	7º	9
OI S.A.	7º	9
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	7º	9
VALE S.A.	7º	9
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	8º	8
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	8º	8
CIA SIDERURGICA NACIONAL	8º	8
COSAN LOGISTICA S.A.	8º	8
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	8º	8
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	8º	8
KLABIN S.A.	8º	8
SOUZA CRUZ S.A.	8º	8
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	8º	8
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	8º	8
VIA VAREJO S.A.	8º	8
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	9º	7
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	9º	7
TELEFÔNICA BRASIL S.A.	9º	7
AES TIETE S.A.	10º	6
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	10º	6
LOJAS AMERICANAS S.A.	10º	6

APÊNDICE D – RANKING GERAL DO ÍNDICE *IGCV_g*

(continua)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	ÍNDICE
EMBRAER S.A.	1º	1,35
BRF S.A.	2º	1,34
TUPY S.A.	2º	1,34
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	3º	1,32
CCR S.A.	3º	1,32
FIBRIA CELULOSE S.A.	3º	1,32
B2W - COMPANHIA DIGITAL	4º	1,31
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	4º	1,31
MULTIPLUS S.A.	4º	1,31
NATURA COSMETICOS S.A.	4º	1,31
SAO MARTINHO S.A.	4º	1,31
CPFL ENERGIA S.A.	5º	1,30
DURATEX S.A.	6º	1,28
VANGUARDA AGRO S.A.	6º	1,28
FLEURY S.A.	7º	1,27
LIGHT S.A.	7º	1,27
PORTO SEGURO S.A.	7º	1,27
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	8º	1,25
CIELO S.A.	8º	1,25
GAFISA S.A.	8º	1,25
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	8º	1,25
QUALICORP S.A.	8º	1,25
SLC AGRICOLA S.A.	8º	1,25
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A.	8º	1,25
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	8º	1,25
SMILES S.A.	8º	1,25
WEG S.A.	8º	1,25
ODONTOPREV S.A.	9º	1,24
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	9º	1,24
BRASIL PHARMA S.A.	9º	1,24
IOCHPE MAXION S.A.	10º	1,23

(continuação)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	ÍNDICE
RAIA DROGASIL S.A.	10º	1,23
KROTON EDUCACIONAL S.A.	10º	1,23
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	10º	1,23
SUL AMERICA S.A.	11º	1,22
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	12º	1,19
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	13º	1,18
MINERVA S.A.	13º	1,18
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	13º	1,18
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	13º	1,18
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	13º	1,18
BCO ABC BRASIL S.A.	14º	1,17
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	14º	1,17
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	14º	1,17
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	15º	1,14
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	15º	1,14
GRENDENE S.A.	15º	1,14
ENEVA S.A.	15º	1,14
MARCOPOLO S.A.	16º	1,13
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	17º	1,12
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	17º	1,12
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	18º	1,10
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	18º	1,10
AMBEV S.A.	18º	1,10
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	19º	1,09
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	20º	1,07
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	20º	1,07
BRASKEM S.A.	20º	1,07
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	21º	1,06
ALPARGATAS S.A.	22º	1,04
BRADSPAR S.A.	22º	1,04
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	23º	1,03
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	24º	1,00
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	25º	0,98
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	26º	0,97
OI S.A.	26º	0,97
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	26º	0,97
VALE S.A.	27º	0,96

(continuação)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	ÍNDICE
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	28º	0,95
KLABIN S.A.	28º	0,95
BCO BRASIL S.A.	29º	0,93
LOJAS RENNER S.A.	29º	0,93
JBS S.A.	29º	0,93
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	30º	0,92
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	31º	0,91
JSL S.A.	31º	0,91
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	32º	0,88
TIM PARTICIPACOES S.A.	32º	0,88
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	32º	0,88
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	32º	0,88
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	32º	0,88
MAGAZINE LUIZA S.A.	33º	0,87
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.	33º	0,87
HYPERMARCAS S.A.	33º	0,87
CIA HERING	34º	0,86
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	34º	0,86
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	34º	0,86
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	34º	0,86
JHSF PARTICIPACOES S.A.	34º	0,86
LINX S.A.	34º	0,86
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	34º	0,86
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	34º	0,86
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	34º	0,86
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	34º	0,86
SER EDUCACIONAL S.A.	34º	0,86
TOTVS S.A.	34º	0,86
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	35º	0,85
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	35º	0,85
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	35º	0,85
TECNISA S.A.	36º	0,83
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	36º	0,83
MARISA LOJAS S.A.	37º	0,82
MAHLE-METAL LEVE S.A.	38º	0,81
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	38º	0,81
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	39º	0,80

(conclusão)

EMPRESAS	CLASSIFICAÇÃO	ÍNDICE
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	40º	0,79
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	40º	0,79
BR PROPERTIES S.A.	41º	0,78
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	41º	0,78
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	41º	0,78
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	41º	0,78
GERDAU S.A.	42º	0,73
METALURGICA GERDAU S.A.	42º	0,73
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	42º	0,73
BCO BRADESCO S.A.	43º	0,72
ARTERIS S.A.	43º	0,72
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	44º	0,71
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	45º	0,67
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	46º	0,66
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	46º	0,66
VIA VAREJO S.A.	47º	0,64
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	47º	0,64
AES TIETE S.A.	48º	0,63
SOUZA CRUZ S.A.	49º	0,61
LOJAS AMERICANAS S.A.	50º	0,60
CIA SIDERURGICA NACIONAL	50º	0,60
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	51º	0,59
COSAN LOGISTICA S.A.	52º	0,57
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	53º	0,54
TELEFÔNICA BRASIL S.A.	54º	0,51