

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

PAULO CÉSAR BARBOSA ALVES

AS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS E OS MODELOS DE NEGÓCIOS NO BRASIL

São Leopoldo

2017

Paulo César Barbosa Alves

AS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS E OS MODELOS DE NEGÓCIOS NO BRASIL

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Área de Concentração Controladoria e Finanças, da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Decourt

Coorientador: Prof. Dr. Philippe Protin

São Leopoldo

2017

A474i Alves, Paulo César Barbosa.
As informações financeiras e os modelos de negócios
no Brasil / Paulo César Barbosa Alves. – 2017.
129 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio
dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis, 2017.
"Orientador: Prof. Dr. Roberto Decourt ; coorientador:
Prof. Dr. Philippe Protin."

1. Contabilidade. 2. Modelo de negócios. 3. Investidores.
4. Empresas. I. Título.

CDU 657

Paulo César Barbosa Alves

AS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS E OS MODELOS DE NEGÓCIOS NO BRASIL

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Área de Concentração Controladoria e Finanças, da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em (dia) (mês) (ano)

Aprovado em (dia) (mês) (ano)

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini - Unisinos

Prof. Dr. Jairo Lanser Procianoy - Unisinos

Prof. Dr. Luiz Carlos Jacob Perera – Mackenzie

Dedico esse estudo a meu pai (*in memoriam*) e a minha mãe, que tanto esforço fizeram para que eu seguisse o caminho do saber.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e a meus pais, por terem me dado a vida; ao meu orientador Roberto Decourt e Coorientador Philippe Protin, por terem fornecido os caminhos e a ajuda necessária para atingir o objetivo desse estudo.

“No que diz respeito ao empenho, ao compromisso, ao esforço, à dedicação, não existe meio termo. Ou Você faz bem feito ou não faz”.

Airton Senna.

RESUMO

Em face ao crescente interesse do conceito de Modelo de Negócios (MN) na literatura contábil, em resposta aos textos emitidos por entidades reguladoras como IASB¹, FRC², EFRAG³, que, hoje, consideram esses conceitos, este estudo busca avaliar como as empresas brasileiras comunicam sobre o(s) seu(s) modelo(s) de negócios na informação publicada; identificando quais os canais de divulgação utilizados para apresentar os conceitos de MN, medindo como estes são divulgados pelas empresas, usando uma definição e um padrão teórico específico e identificando quais os determinantes de divulgação das informações financeiras e não financeiras no Brasil em relação ao modelo de negócios. Ele mostra que, das 15.896 unidades de registro referentes ao MN, a grande maioria (41,4%) diz respeito à componente "Equação Econômica" e em elementos particulares relativos à dinâmica dos custos (19,9%) e à dinâmica das receitas (9,7%), apresentados de uma forma quantitativa, incluindo uma dimensão prospectiva. Encontrou-se que 107 empresas evocam todos os elementos relativos a um dos quatro parâmetros correspondentes (apenas 3 sem citação, sobre 3 parâmetros dos componentes). Verificou-se a existência de inter-relações entre os componentes e seus respectivos parâmetros, sendo o maior número no componente equação econômica, 50%, e proposta de valor, 47,8%. A análise dos determinantes de divulgação mostra que as empresas familiares investem menos na divulgação de MN em relação às empresas com participação de capital não detido por grandes acionistas e as de capital de investidores institucionais (fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações, bancos de investimentos, etc.). Este estudo tem como contribuição medir a presença do conceito de MN e seus componentes na comunicação financeira nas empresas brasileiras. Chama a atenção a necessidade de avançar na informação da cadeia de valor como um todo, que seja utilizável para os investidores.

Palavras-chave: Modelo de Negócios; Investidores; Empresas.

¹ IASB: International Accounting Standards Board

² FRC: Financial Reporting Council

³ EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group

ABSTRACT

Considering the increasing interest of the Business Model (MN - Modelo de Negócios, in Portuguese) concept in the accounting literature, in response to texts issued by regulators such as IASB¹,FRC²,EFRAG³ , which nowadays consider this concept, this study aims to evaluate how Brazilian companies communicate about their business model(s) in the published information; Identifying the disclosure channels used to exhibit the MN concepts, measuring how they are disclosed by the companies, using a definition and a specific theoretical pattern and identifying which are the determinants of financial and non-financial information disclosure in Brazil compared to the model of business. It shows that from the 15,896 MN registration units, the great majority (41.4%) refers to the "Economic Equation" component and in particular elements related to the costs (19.9%) and the incomes (9.7%) dynamics, presented in a quantitative way, including a prospective dimension. It was found that 107 companies evoke all the elements related to one of the four corresponding parameters (only 3 without citation, concerning 3 parameters of the components). It was verified the existence of interrelationships between the components and their respective parameters, being the largest number of the economic equation component, 50%, and proposition of value, 47.8%. The analysis of disclosure determinants shows that family companies invest less in the disclosure of MN compared to companies with participation of capital not owned by large shareholders and by institutional investors (pension funds, insurance companies, foundations, banks of investments, etc.). This study has as contribution to the field to measure the presence of MN concept and its components in financial communication of Brazilian companies. It is remarkable the need of go forward in information of the value chain as a whole, in such way it could be usable by investors.

Key-words: Business Model; Investors; Companies.

¹ IASB: International Accounting Standards Board

² FRC: Financial Reporting Council

³ EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estruturas de MN encontradas na literatura	19
Quadro 2 - Componentes e parâmetros do modelo de negócio	22
Quadro 3 - Dimensões da codificação	35
Quadro 4 - Lista de variáveis e a direção prevista do relacionamento	43

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Componentes da Amostra	32
Tabela 2 - Distribuição das citações entre os componentes do MN	47
Tabela 3 - Inter-relações entre os componentes do MN.....	51
Tabela 4 - Inter-relações entre os parâmetros do MN	52
Tabela 5 - Características de informações relativas ao MN	54
Tabela 6 - Características Gerais dos Índices de Divulgação	57
Tabela 7 - Correlações entre dimensões da qualidade da divulgação	58
Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas	60
Tabela 9 - Estatísticas descritivas das variáveis qualitativas.....	61
Tabela 10 - Correlações entre variáveis explicativas.....	63
Tabela 11 - Análise de regressões lineares múltiplas.....	65

LISTA DE SIGLAS

MN	Modelo de Negócios
IBRa	Índice Brasil Amplo
FR	Formulário de Referência
ST	Site Eletrônico
RA	Relatório Anual

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Tema	14
1.2	Delimitação do Tema	14
1.3	Problema	15
1.4	Objetivos	15
1.4.1	Objetivo Geral	15
1.4.2	Objetivos Específicos	15
1.5	Justificativa	15
2	REVISÃO DA LITERATURA	17
2.1	Conceito de Modelo de Negócios	17
2.2	Formalização do modelo de análise	20
2.3	Interesse do Conceito de Modelo de Negócios em Contabilidade	23
2.4	Relevância da informação em relação ao MN para analistas financeiros	27
3	METODOLOGIA	31
3.1	Definição da Amostra	31
3.2	Coleta dos Dados	32
3.3	Método para a medição da divulgação	35
3.3.1	Medida da quantidade de informação divulgada	36
3.3.2	Medida da qualidade da informação divulgada	37
3.4	Método de Análise dos Determinantes de Divulgação	39
3.4.1	Variáveis Determinantes	39
3.4.2	Regressões múltiplas	44
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	45
4.1	Análise das Referências do MN	45
4.1.1	Componentes de Frequência de Citação e Parâmetros do modelo	46
4.1.2	Análise das Inter-relações entre parâmetros	50
4.1.3	Análise das características qualitativas da divulgação	52
4.2	Análise do índice de transparência	56
4.3	Análise dos determinantes da divulgação	59
4.3.1	Estatísticas Descritivas das Variáveis	60
4.3.2	Resultados das Regressões Múltiplas	64
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	67

REFERÊNCIAS	71
APÊNDICE A - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA	78
APÊNDICE B - EXEMPLO DA TABELA DE COLETA DE DADOS	81
APÊNDICE C - CONTAGEM GERAL	82
APÊNDICE D - PERCENTUAL CONTAGEM GERAL	87
APÊNDICE E - TEMA & CARACTERÍSTICA GERAL	92
APÊNDICE F - CITAÇÕES PARÂMETRO/TEMA GERAL	93
APÊNDICE G - SETORES E TAMANHO GERAL	94
APÊNDICE H - INDÍCES GERAL	100
APÊNDICE I - PROJEÇÃO LINEAR E CORRELAÇÃO GERAL	105
APÊNDICE J - INTER-RELAÇÕES GERAL	109
APÊNDICE L - CONTAGEM FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA	110
APÊNDICE M - PERCENTUAL CONTAGEM FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA	115
APÊNDICE N - CONTAGEM SITE INTERNET	120
APÊNDICE O - PERCENTUAL CONTAGEM SITE INTERNET	125

1 INTRODUÇÃO

Dado ao crescente interesse do conceito de Modelo de negócios (MN) na literatura contábil, em resposta aos textos emitidos pelos organismos internacionais de normalização como o IASB¹, o FRC², ou o EFRAG³ que, hoje, consideram esse conceito, este estudo busca avaliar como as empresas brasileiras comunicam sobre o(s) seu(s) modelo(s) de negócios na informação publicada.

O termo "modelo de negócios" apareceu, pela primeira vez, na literatura que descreve o funcionamento das organizações de Internet e, em seguida, foi estendido, a partir do final de 1990, para as outras áreas de atividades (BERTRAND et al., 2012).

O interesse no conceito de modelo de negócios nas últimas décadas se desenvolveu consideravelmente na literatura acadêmica. Numa recente análise da literatura publicada, identificou-se, a partir da base de dados EBSCO *Business Source Complete*, mais de 14.760 trabalhos acadêmicos em periódicos científicos, entre Janeiro de 1990 e Março de 2016, também com o termo "modelo de negócios". Esse crescente interesse (3.288 publicações na década de 1990 a 2000, 6.564 entre 2001 e 2010, e 4.908 publicações nos últimos cinco anos), no que pode ser considerado como um novo paradigma, levanta muitas questões em todas as disciplinas de ciências de gestão. Entre estes, pode-se questionar sobre a capacidade do quadro normativo contabilístico representar os modelos de negócios de forma compreensível, confiável e relevante.

As informações financeiras divulgadas pelas empresas possuem um importante papel na divulgação de elementos estratégicos, organizacionais e financeiros. Para melhorar a qualidade da informação publicada, os usuários necessitam de relatórios financeiros que contemplem informações sobre o modelo de negócios (ou modelo econômico), o que facilita a tomada de decisão de investimento, e o entendimento do funcionamento da formação de valor da empresa, o qual resultará no retorno de seus investimentos.

O objetivo deste estudo foi verificar quais os meios de divulgação das informações financeiras praticados pelas empresas brasileiras, como essas são

¹ IASB: International Accounting Standards Board

² FRC: Financial Reporting Council

³ EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group

divulgadas, e quais os fatores determinantes de divulgação, a partir de elementos-chave do modelo presentes na literatura, os quais serviram de base para a busca e compilação dos dados da presença das informações sobre MN nas informações financeiras divulgadas pelas empresas brasileiras.

Falta, no Brasil, como nos outros países, a obrigação da divulgação de informações financeiras e contábeis contendo os conceitos de MN, podendo as empresas divulgar de forma voluntária essas informações, o que ajuda os usuários das informações públicas (financeira ou não), os analistas financeiros, a terem um melhor entendimento sobre o modelo de negócios, e do funcionamento da empresa, como a sua capacidade em criar valor.

1.1 Tema

A presente dissertação visou a descrever as práticas de divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios para as empresas brasileiras.

1.2 Delimitação do Tema

Com base nas características descritivas obtidas na literatura acadêmica, Bertrand et al. (2012) definem o modelo de negócios como “um modelo conceitual que descreve a forma como a empresa cria valor por meio da aplicação dinâmica e interativa de um conjunto de atividades, processos, parcerias, recursos e competências-chave”.

A maneira como este conceito pode ser usado para aumentar mais a utilidade da informação contábil é um tema em debate, que pode ser considerado como um princípio orientador para as regras utilizadas, para dar conta e medida às transações contábeis ou como base para informações adicionais. Estas reflexões fazem parte de um contexto mais amplo de obras destinadas a melhorar a qualidade das informações contábeis (BERTRAND et al., 2012).

Os componentes e parâmetros de modelo de negócios e o seu interesse no âmbito da comunicação financeira serão apresentados no estudo. As informações financeiras foram, então, analisadas à luz destes conceitos, a fim de medir se os componentes do modelo de negócios estão nelas presentes.

1.3 Problema

A presente dissertação destaca a importância do conceito de modelo de negócios no campo das informações financeiras e não financeiras públicas, visando a realizar um estudo empírico delas, sobre a sua interação com o MN. Partindo-se do pressuposto da importância da divulgação das informações sobre MN, apresentou-se o seguinte problema de pesquisa: Quais são as práticas de divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios pelas empresas brasileiras?

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo Geral

O objetivo do presente estudo visou a descrever as práticas de divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios pelas empresas brasileiras.

1.4.2 Objetivos Específicos

Partindo do objetivo geral, elaboraram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar quais os canais de divulgação utilizados pelas empresas brasileiras para apresentar o modelo de negócios;
- b) Avaliar como o conceito é divulgado pelas empresas brasileiras de maneira explícita e implícita, usando uma definição e um padrão teórico específico;
- c) Identificar quais os determinantes de divulgação das informações financeiras e não financeiras em relação ao modelo de negócios no Brasil.

1.5 Justificativa

Verificou-se, na literatura acadêmica, que muitos estudos destacam o interesse dos analistas financeiros para as informações extracontábeis. Martinez (2004), no âmbito de um estudo sobre a relevância do resultado das empresas, indica que é necessário colocar os resultados das empresas integrados a várias

informações, de diversos tipos, pois somente os dados contábeis não refletem o valor da empresa.

De acordo com Nielsen e Bukh (2008), as necessidades de informação não estão totalmente preenchidas. Não é por falta de relatórios que afetam usuários de informação financeira, mas uma falta de compreensão.

Amir et al. (2003) também mostram que os analistas financeiros estão compensando a falta de informações sobre os recursos intangíveis da empresa, aproveitando-se de outros elementos da comunicação financeira das empresas não incluídas no relatório anual. O trabalho de Bejar (2009) enfatiza que as expectativas dos analistas financeiros coincidem com as do mercado financeiro em termos de publicação de informações e, mais especificamente, que a divulgação dos itens relativos ao capital intangível por parte das empresas permite que você revele ao mercado financeiro as suas oportunidades de crescimento e o seu valor.

A informação publicada sobre o modelo de negócios de uma empresa apresenta interesse para analistas financeiros (BERTRAND et al., 2012). Entre as partes interessadas, os participantes do mercado de capitais são os mais influentes. Como eles fornecem capitais para a empresa, isso exige relatórios financeiros mais completos e desenvolvimento de relatórios integrados, abrangendo mais do que apenas demonstrações financeiras e incluindo o modelo de negócios (IIRC, 2013).

A contribuição da presente dissertação refere-se à pesquisa sobre o conjunto de informações financeiras, estudando se as práticas de divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios pelas empresas brasileiras atendem aos usuários dessas informações. O tema a ser pesquisado contribuirá para aprimorar o conhecimento sobre o assunto e interessa, particularmente, aos pesquisadores, gestores, contadores e a todo o universo de empresas que utilizam as informações financeiras e contábeis.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste tópico, são desenvolvidos os conceitos básicos que buscam melhor contextualizar o conceito de modelo de negócios e sua aplicação na comunicação financeira, tendo em vista uma melhor compreensão e fundamentação científica.

2.1 Conceito de Modelo de Negócios

Nos últimos quinze anos, vem se desenvolvendo a importância do conceito de "Modelo de negócios" na literatura acadêmica. Em recente revisão realizada nesse estudo, identificou-se, a partir da base de dados EBSCO *Business Source Complete*, mais de 14.760 trabalhos acadêmicos publicados entre Janeiro de 1990 e Março de 2016 com este termo, o qual apareceu pela primeira vez na literatura para descrever o funcionamento de organizações da economia de Internet, antes de ser aplicado a outros setores a partir do final da década de 1990 (BERTRAND et al., 2012).

A literatura, agora abundante, sobre o conceito de MN pode ser classificada em três categorias que representam diversos níveis de análise (OSTERWALDER et al., 2005; ZOTT et al., 2011; NOVAK, 2011):

- a) As contribuições que definem o conceito de maneira geral (ou metamodelos de acordo com Osterwalder et al., 2005) e propõem uma conceitualização que pode ser utilizada em qualquer setor de atividade ou empresa;
- b) As contribuições que propõem uma tipologia de modelos de negócios com base em critérios comuns a um setor específico (TIMMERS, 1998; MALONE et al., 2006);
- c) As contribuições que analisam modelos de negócios específicos para empresas e particularmente as maiores (CHESBROUGH, 2002; DEMIL; LECOQ, 2009).

Embora não exista uma definição universal do conceito de modelo de negócios (BRINK; HOLMEN, 2009), os pesquisadores concordam que o MN descreve a maneira pela qual uma empresa cria valor, a fonte interna de sua vantagem competitiva e o modo de apropriação de uma parte deste valor (MORRIS et al., 2005).

O conceito de modelo de negócios é dedicado a uma visão sistêmica da empresa, e é composto por um conjunto de elementos inter-relacionados que evolui dinamicamente em interação com o ambiente (MORRIS et al, 2005; ZOTT et al., 2011).

O modelo de negócios é geralmente definido como uma combinação dinâmica de componentes financeiros, estratégicos e organizacionais interligados (OSTERWALDER et al., 2005; JOHNSON et al., 2008; DEMIL; LECOQ, 2010; DEMIL et al., 2013). O modelo de negócios explica como uma empresa cria valor para os seus clientes, fornecendo a eles uma apropriada proposição de valor (MENGER, 2004; LEPAK; SMITH, 2007). Além disso, mostra como atividades principais e os processos são realizados por uma empresa, ou um dos seus parceiros e que tipo de recursos e competências está sendo usado para criar valor.

Através da apresentação de um conjunto de componentes inter-relacionados em interação dinâmica com o ambiente e o conceito de modelo de negócios, transmite-se uma visão sistêmica da empresa, mostrando como uma empresa cria e busca valor (MAGRETTA, 2002; SHAFER et al., 2005; ZOTT et al., 2011).

O modelo de negócios é focado no “como” está a organização interna, “cadeia de valor”, e externa, “rede de valor”. A primeira dimensão, “organização interna ou cadeia de valor”, destaca as atividades e os processos-chave, bem como as competências centrais; e a segunda, “organização externa ou de uma rede de valor”, dedica uma visão de amplitude da organização, identificando seus principais parceiros e parcerias (AMIT; ZOTT, 2010).

O MN destaca o papel dominante dos ativos intangíveis (capital humano, capital dos clientes, capital organizacional, os fornecedores, as competências essenciais, etc.) no processo de criação e apropriação de valor, inclusive através da identificação dos recursos e competências-chave.

Finalmente, descreve-se o modo de apropriação de uma parte do valor criado através de uma aproximação da estrutura das receitas geradas pela proposição de valor, dos custos incorridos para o implemento, permitindo compreender a origem e a formação dos fluxos financeiros na relação com os componentes não monetários.

Vários metamodelos genéricos podem ser usados para operacionalizar o conceito de modelo de negócios. O Quadro 1 resume as principais estruturas encontradas na literatura.

Quadro 1 - Estruturas de MN encontradas na literatura

Autores	Número de componentes	Componentes
Venkatraman e Henderson (1998)	3	Interação com o cliente Terceirização de ativos e configuração dos recursos Conhecimento e competências
Chesbrough e Rosenbloom (2002)	6	a) Proposta de valor b) Segmentos de mercado c) Cadeia de valor d) Estrutura dos custos e lucros potenciais e) Rede de valor f) Vantagem competitiva
Osterwalder (2004), Osterwalder et al. (2005)	4 "pilares" 9 "componentes"	a) Produto / Proposta de valor b) Interface com o cliente c) Infraestrutura de gestão d) Aspectos financeiros
Morris et al. (2005)	6	a) Oferta b) Segmentos de mercado c) Capacidades internas d) Modo de diferenciação e) Fatores econômicos f) Intenções dos investidores
Demil e Lecocq (2008) Demil e Lecocq (2010)	4	a) Recursos b) Competências c) Organização d) Valor (proposta de)
Johnson et al. (2008)	4	a) Proposta de valor b) Processos-chave c) Recursos-chave d) Equação de lucro

Fonte: Disle et al. (2016)

Sobre a base destas características descritivas obtidas da literatura, Bertrand et al. (2012) chegaram à seguinte definição de modelo de negócios: "um modelo conceitual que descreve a maneira pela qual a empresa cria valor para os seus clientes-alvo e se apropria parte para os seus acionistas, por meio da implementação dinâmica e interativa de um conjunto de atividades, processos, parcerias, recursos e competências-chave".

Com a nova economia, o conceito de MN tem sido usado por muitas disciplinas de ciências de gestão. E, só recentemente, sob o impulso dos principais organismos de normalização (IASB, 2009; EFRAG et al., 2013.; EFRAG et al., 2014), ele apareceu na literatura de contabilidade, sendo o conceito de modelo de negócios considerado em uma visão mais restrita, seja limitada à geração de fluxos de caixa e ao processo de criação de valor para os acionistas, ou equiparada a outros conceitos mais antigos (LEISENRING et al., 2012).

2.2 Formalização do modelo de análise

Em complemento ao mencionado anteriormente (Quadro 1), Venkatraman e Henderson (1998) definem o modelo de negócios em torno de três principais vetores: a interface do cliente, a configuração dos recursos e do seu modo de integração, bem como o conhecimento e competências.

Chesbrough e Rosenblum (2002) descrevem o modelo de negócio como um construto que liga o potencial técnico da organização (entrada) e a realização do valor econômico (saída). Eles atribuem seis funções que correspondem a seis componentes do modelo:

- a) Implementar a proposta de valor;
- b) Identificar os segmentos de mercado;
- c) Definir a estrutura da cadeia de valor;
- d) Estimar a estrutura de custos e lucros potenciais;
- e) Compreender e descrever a posição da empresa dentro de sua rede de valor;
- f) Formular a estratégia, ou seja, o tipo de vantagem competitiva.

Osterwalder (2004) e Osterwalder et al. (2005) propõem uma análise do modelo de negócios em quatro categorias principais detalhadas em nove blocos:

- a) O produto equivalente à proposição de valor;

- b) A interface cliente incluindo os segmentos-alvo, a rede de distribuição e o relacionamento com o cliente;
- c) A infraestrutura de gerenciamento, a configuração de atividades, das competências de base e da rede de parceiros;
- d) Os aspectos financeiros relacionados com a estrutura de custos e a formação de renda.

Morris et al. (2005) desenvolvem um modelo conceitual baseado em seis fatores principais:

- a) Os fatores relacionados à oferta descrevem o modo de criação de valor;
- b) Os fatores relacionados ao mercado identificam segmentos de mercado-alvo;
- c) As capacidades internas determinam a fonte de vantagem competitiva;
- d) A estratégia competitiva explica o modo de diferenciação escolhida;
- e) Os fatores econômicos permitem compreender a formação do lucro;
- f) Por último, os fatores específicos para os investidores indicam a visão, o horizonte e as aspirações dos dirigentes.

Johnson et al. (2008) oferecem uma descrição do modelo de negócios próximo do anterior com base em quatro componentes: proposta de valor, recursos-chave, processos-chave e equação de lucro.

Demil e Lecoq (2010) colocam que uma representação de conceito modelo de negócios pode ser estruturada em torno de quatro componentes. Os três primeiros, em constante interação, determinam o caminho cuja organização cria valor: Proposta de valor, Arquitetura de valor e Recursos e competências. O componente "Proposição de Valor" identifica as especiais características de fornecimento, os segmentos de mercados, metas e interface com o cliente. O componente "Arquitetura de valor" reflete todas as escolhas feitas sobre a cadeia de valor e da rede de parceiros (fornecedores, distribuidores, subcontratados). Os componentes "recursos e competências" analisam a combinação destes componentes valorizados pela organização através de sua oferta. O último componente, a "equação econômica", determina como a organização se apropria de parte do valor criado (BERTRAND et al., 2012), por meio de uma aproximação da estrutura das receitas geradas pela proposição de valor, dos custos incorridos para o implemento, permitindo compreender a origem e a formação dos fluxos financeiros na relação

com os componentes não monetários, contribuindo para uma boa política de distribuição de dividendos.

Em síntese dos modelos de Osterwalder et al. (2005), Johnson et al. (2008) e Demil e Lecoq (2010), foi utilizado o modelo estendido para os quatro componentes: proposta de valor, arquitetura de valor, os recursos e as competências, equação econômica, os quais podem ser divididos em parâmetros (como indicado no Quadro 2 página 22).

Quadro 2 - Componentes e parâmetros do modelo de negócio

Componentes	Parâmetros	Descrição
Proposta de Valor	Descrição da oferta	Características ou atributos do produto ou serviço
	Clientes-alvo	Segmentos de mercado-alvo
	Acesso à oferta	Modo de distribuição Gestão de relacionamento com o cliente
Arquitetura de valor	Organização Interna - cadeia de valor	Atividades e processos-chave
	Organização Externa - rede de valor	Parceiros e parcerias fundamentais
As habilidades e recursos	Recursos	Ativos tangíveis e intangíveis à disposição da organização
	Competências organizacionais	Modalidades de articulação e implementação de recursos e conhecimento individual e coletivo.
Equação Econômica	Estrutura de receitas	Formação e componentes do rendimento
	Dinâmica de Receitas	Fluxo de recebimento de caixa
	Estrutura de custos	Formação e composição de custos
	Dinâmica dos custos	Fluxo de desembolsos

Fonte: Disle et al. (2016)

2.3 Interesse do Conceito de Modelo de Negócios em Contabilidade

Para ser introduzido no vocabulário contábil, o termo "modelo de negócios" levou algum tempo. Segundo Sorrentino e Smarra (2015), o termo foi utilizado, pela primeira vez, pelo IASB na norma IFRS 9:

[...] a entidade deve classificar os ativos financeiros mensurados subsequentemente pelo custo amortizado, o valor justo através de outros resultados abrangentes ou valor justo por meio do resultado com base em ambos: (a) modelo de negócio da entidade para a gestão dos ativos financeiros [...].

Cormier et al. (2007) observaram que as normas IFRS se tornam cada vez mais focadas na substância das transações e na medição dos futuros custos e benefícios econômicos. Isso se observa em várias normas, como em relação com as locações financeiras (IAS 17), os compromissos de pensões (IAS 19), a imparidade de ativos (IAS 36), os instrumentos financeiros (IAS 39), os pagamentos baseados em ações (IFRS 2), os ativos intangíveis (IAS 38), os impostos diferidos (IAS 12) e as combinações de negócios (IFRS 3).

A estrutura conceitual do IASB, parcialmente revista em 2010, deixa de incorporar o princípio de prevalência da essência sobre a forma, considerado como a consequência do princípio da imagem fiel. Este princípio parece ser próximo do conceito de MN, uma vez que, em ambos os casos, a natureza econômica das transações orienta a contabilização e apresentação de informações financeiras. O conceito MN baseia-se na maneira pela qual as empresas criam valor, e, portanto, parece ser mais preciso e, sem dúvida, mais orientado para as necessidades dos investidores do que o princípio da prevalência da substância sobre a forma. O Princípio da apresentação fiel poderia, portanto, basear-se em modelo de negócios da entidade (DISLE et al., 2016).

Beattie e Smith (2013) sugerem que as informações relativas ao capital intangível não devem ser limitadas a uma descrição simples, mas incluem também a forma como as empresas usam esses ativos para criar valor. Da mesma forma, Bessieux-Ollier et al. (2014) apontam que o reconhecimento de ativos intangíveis serve para definir e atualizar o fluxo de caixa associado a uma combinação de elementos intangíveis que criam valor.

Danjou (2013) aponta que a norma IFRS 8 no relato por segmentos, solicitando a apresentação do desempenho dos vários setores de atividade "através da visão gerencial", incorpora o conceito de modelo de negócios.

Esta referência pergunta sobre o conceito de modelo de negócios e a sua assimilação ou não à contabilidade de intenção que se refere a uma contabilidade estabelecida de acordo com os pontos de vista apresentados pela empresa. Por exemplo, a escolha da vida depreciável de um ativo é fixada em função do período durante o qual a empresa pretende manter os benefícios econômicos do bem. Este tempo pode ser alterado para se adequar ao uso real. Alguns autores consideram que os conceitos de MN e contabilidade de intenção são semelhantes, no sentido que podem se moldar a uma situação real (LINSMEIER, 2011; BROUGHAM, 2012; LEISENRING et al., 2012).

Danjou (2013) e Disle et al. (2016) colocam que as intenções da gerência podem variar em função das oportunidades, enquanto que o modelo de negócios é estável e pode ser modificado só por circunstâncias especiais; o modelo de negócios observa-se e verifica-se através dos fluxos de caixa gerados pela empresa e das transações passadas ou atuais, enquanto a contabilidade de intenção aplica-se a ações prospectivas.

É interessante notar a concomitância dos conceitos de MN e valor justo, que é um método de avaliação baseado no "preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração" (IFRS 13). Ronen (2014) argumenta que a utilização do conceito de MN determina o método mais adequado de avaliação, sendo interessante comparar o conceito de modelo de negócios com o de valor justo para valorização de instrumentos financeiros (norma IFRS 9).

Para Disle et. al (2016), o conceito MN é, portanto, diferente dos outros conceitos desenvolvidos na teoria da contabilidade. Mais especificamente, complementa estes conceitos e acrescenta uma nova perspectiva para a informação divulgada pela entidade.

À luz desta observação, foi examinado por Disle et al. (2016) a medida em que o conceito de MN já estava presente em outras formas, conceitos ou abordagens, tais como contabilidade de entradas múltiplas, contabilidade multidimensional, princípio da substância sobre a forma, contabilidade de intenção,

ou valor justo. Usou-se esta abordagem para especificar como o conceito de MN é diferente, substitui ou completa esses outros conceitos.

Contabilidade fornece uma representação da realidade estabelecida de acordo com um modelo predefinido contábil, o que pode, às vezes, ser considerado simplista (LEVASSEUR, 1982). Outras representações de contabilidade que se podem referir explicitamente ao MN foram introduzidas. Um exemplo é a contabilidade de múltiplas entradas (GRANDJEAN, 1984), que permite vários métodos de reconhecimento, dependendo dos diferentes pontos de vista considerados, para fornecer uma descrição completa de uma situação (volume de negócios para os pontos individuais de venda, as despesas analisadas por natureza ou por função, etc.)

Outro exemplo é a contabilidade multidimensional (Gensse, 1983), que emprega diversos modelos contábeis que representam diferentes princípios subjacentes a partir de uma perspectiva legal ou do ponto de vista financeiro (por exemplo, representando uma aquisição de acordo com a forma como é financiada). Ao adotar uma abordagem multidimensional, o conceito MN é consistente com estas diferentes abordagens e poderia ajudar a superar os desafios operacionais enfrentados por esses métodos (DISLE et al., 2016).

A Contabilidade é projetada para registrar eventos financeiros, a fim de relatar as transações e riqueza criada pela empresa. Portanto, parece legítimo ver essas informações contábeis como uma representação do MN da empresa (DISLE et al., 2016).

Os estudos empíricos do "valor relevante" também mostram uma crescente desconexão entre números contábeis e o valor criado pelas empresas (AMIR; LEV, 1996; BARTH et al., 1996; Lev e Sougiannis, 1996; Lev e Zarowin, 1999; Cazavan-Jeny e Jeanjean, 2005; Evraert, 2006; Zeghal e Maaloul, 2011). Essa desconexão pode, em parte, estar relacionada com a emergência de novos modelos de negócios e para o papel preponderante de ativos intangíveis e capital humano. Assim, tal como o uso do valor justo foi gerado pelo desenvolvimento de instrumentos financeiros (CASTA, 2003), o uso do conceito de MN dependerá do desenvolvimento da nova economia (DISLE et al., 2016).

De acordo com uma perspectiva mais normativa e como destacou Gensse (2012), a contabilidade interpreta a realidade em vez de descrevê-la, com base em convenções não neutras que se desenvolvem ao longo do tempo em função da

relação entre forças econômicas e sociais. Por conseguinte, seria mais adequado reexaminar as convenções existentes que já não são adequadas para que a contabilidade possa fornecer informações de alta qualidade. Esta observação tenderia a orientar-nos para a integração do conceito de MN como um fator determinante para as escolhas contábeis.

Teoricamente, a utilidade atribuída às informações contábeis baseia-se na teoria da agência. De fato, sob a hipótese do mercado eficiente, os usuários reagem às informações publicadas pelas empresas e, portanto, podem exercer controle sobre os líderes (HEALY; PALEPU, 2001). Ao fornecer informações adicionais e objetivando a classificação e a avaliação das operações nas demonstrações financeiras da empresa, leva-se em conta que o MN reduz assimetria de informação (LENNARD, 2007). As teorias econômicas, diferentemente do modelo contábil, têm por objetivo examinar os fatos e operações lógicas da empresa, como o MN, que explicita como a empresa cria e captura valor.

A mudança para a elaboração de relatórios sobre o modelo de negócio é visto como representando um "nível macro" de modelo de relatórios. Os principais atributos deste tipo de relatórios são: (i) uma explicação do padrão estático de recursos e as capacidades que criam uma proposição de valor para o cliente, esclarecendo a conectividade entre os vários elementos, muitos dos quais contêm capital intelectual na natureza; e (ii) as capacidades dinâmicas da empresa, incluindo a detecção e controle do ambiente de negócios, e capacidades transformacionais da administração (BEATTIE; SMITH, 2013).

A informação financeira se destina a fornecer uma base para a avaliação da situação financeira e o desempenho de uma entidade, o conceito de modelo de negócios permite avaliar e compreender como as empresas criam valor, fornecendo subsídios para tomada de decisões de capital, para que elas obtenham uma rentabilidade adequada dos recursos investidos (EFRAG, 2015).

Em recente trabalho, Protin et al. (2016, p.1) colocam a importância de se ter, nas informações financeiras, o processo de formação de valor.

A finalidade das informações publicadas pelas empresas é fornecer informações úteis para os investidores - existentes e potenciais -, credores e outros credores para tomar decisões sobre o fornecimento de recursos para a entidade (quadro IFRS conceitual). Para melhor avaliar o seu desempenho atual e futuro, os usuários precisam entender como essas empresas criar e capturar valor. Neste sentido, várias propostas foram feitas

recentemente para melhorar a informação financeira das empresas: desenvolvimento de relatórios financeiros extras, implementação de um relatório integrado, etc.

A revisão do MN sobre as práticas de comunicação interessa, em particular, na medida em que as normas de contabilidade e regras de comunicação financeira comunicam superficialmente este conceito (DISLE et al., 2016).

Assim, a empresa é livre para decidir sobre divulgação de MN, tornando-se, com o tempo, uma prática de divulgação voluntária. A questão de pesquisa visou a descrever as práticas de divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios para as empresas brasileiras, medir como os conceitos de modelos de negócios estão presentes nas informações financeiras e tentar compreender as motivações para essas divulgações. Isto requer, primeiro, aumentar os estudos sobre as obrigações e práticas de divulgação em comunicação financeira de MN e examinar os diferentes fatores que explicam a política de divulgação de informações voluntárias (PROTIN et al., 2016).

2.4 Relevância da informação em relação ao MN para analistas financeiros

Trabalhos empíricos destacam o interesse dos analistas financeiros na colocação de informações relacionadas à cadeia de valor nas informações financeiras. Para Mavrillac e Beyle (2001), o uso de informação não financeira reduz erros de previsão dos analistas financeiros. Amir et al. (2003) mostram que os analistas financeiros compensam a falta de informação sobre ativos intangíveis por meio de informações de fora do relatório anual. Bejar (2009) destaca também a importância das informações relacionadas com o capital intelectual para os analistas financeiros.

A informação financeira se destina a fornecer uma base para a avaliação da situação financeira e o desempenho de uma entidade, o conceito de modelo de negócios permite avaliar e compreender como as empresas criam valor, fornecendo subsídios para tomada de decisões de capital, para que estas obtenham uma rentabilidade adequada dos recursos investidos, como elas se expõem aos riscos e como estão organizadas para mitigá-los (EFRAG, 2015, p5).

Esses argumentos destacam a relevância da referência na contabilidade do MN. Sobre a forma como esta consideração pode ser realizada, a reflexão pode

basear-se na pesquisa atual sobre "valor relevante", que vem estudando, há vários anos, como os dados contábeis podem melhor perceber o valor da empresa e especificamente ativos intangíveis (AMIR; LEV, 1996. LEV; ZAROWIN, 1999; CAZAVAN-JENY; JEANJEAN, 2005; ZEGHAL; MAALLOUL, 2011).

Da mesma forma, Beattie e Smith (2013) afirmam que as informações sobre o capital intelectual não devem ser estritamente descritivas, mas também devem ser mais explícitas sobre a maneira como as empresas usam esses ativos para a criação de valor. Bessieux-Ollier et al. (2014) apontam que os investidores precisam de uma boa compreensão do modelo de negócios das empresas a fim de poder reconhecer os ativos intangíveis. Para Nielsen e Bukh (2008) e Singleton-Green (2014), a noção de modelo de negócios reduz a diferença entre as empresas e seus mercados e torna os relatórios financeiros mais significativos.

O estudo de Black Sun Plc. (2014) também mostra um desenvolvimento do conceito de modelo de negócios na comunicação financeira, e investigações de Grant Thornton (2011) e PwC (2013) mostram, contudo, que a prática desta comunicação é atualmente limitada, com pouca informação detalhada. Dumontier e Raffournier (2002) e Martinez (2004) mostram a necessidade de colocar informações suplementares na perspectiva dos resultados financeiros.

Um estudo de PwC. (2014) indica que a explicação do modelo de negócios contribui muito para a qualidade da comunicação financeira de empresas e que, para 70% de investidores, os relatórios financeiros devem mostrar essencialmente o que a empresa gera de recursos financeiros, bem como o seu processo de criação de valor, por exemplo, explicando o critério de reconhecimento de receitas no âmbito das diferentes linhas de produtos ou unidades de negócios. Outro estudo da PwC (2013, p. 4) indica que o problema é que não está muito claro sobre como definir "modelo de negócios", ou o que você deve dizer sobre isso para as partes interessadas.

Em revisão de relatórios de 350 empresas do índice FTSE em seus modelos de negócios pela PwC (2013), encontrou-se que a maioria (77%) refere-se ao seu "modelo de negócios" e apenas 40% fornecem detalhadas informações sobre seu modelo de negócios. Mas, no geral, apenas 8% das empresas conectam claramente o seu modelo de negócios com a sua estratégia, riscos ou outras áreas.

As empresas tendem a informar sobre o seu modelo de negócios em uma dessas diferentes maneiras:

- a) Descrever como a empresa é estruturada e fornecer os seus produtos e serviços;
- b) Discutir o modelo de negócios no contexto da estratégia global - muitas vezes usando termos intercambiáveis;
- c) Explicar como elas fazem dinheiro (processo de criação e venda de produtos);
- d) Explorar as atividades de criação de valor;
- e) Informar sobre a sua "cadeia de valor", ilustrando a forma como a empresa opera para adicionar valor.

O guia francês do *Observatoire de la communication financière* (2015) mostra que a informação financeira é relevante para as empresas de capital aberto, ajudando os analistas financeiros no seu trabalho analítico, a partir da compreensão do modelo econômico. E destaca o interesse de relatório integrado, que permite comunicar de forma mais coerente os modelos de negócios das empresas listadas. O guia também destaca o papel de relacionamento com os investidores, mencionando que, para garantir, nas suas relações com o exterior, que o mercado maximize o valor da empresa ao longo do tempo, a empresa deve explicar sua estratégia e seu modelo de negócios nos relatórios financeiros.

Em recente estudo, Bertrand et. al (2015) exploram as percepções dos analistas financeiros sobre a informação relacionada com o modelo de negócios. Cento e noventa e seis analistas, representando quatro nacionalidades, incluindo a França, responderam a questionário ligado a uma série de questões relacionadas ao modelo de negócio, e a relevância das informações para a formação de valor, facilidade de acesso às práticas de informação e divulgação. As conclusões do estudo realizado mostram que:

1. Analistas financeiros utilizam relatórios anuais, principalmente, conferências de analistas, comunicados de imprensa e, em menor medida, os sites das empresas para coletar e reunir negócios relacionados com o modelo de informação. Além disso, a sua opinião sobre a função primária dos relatórios financeiros é um pouco mista entre facilitar a avaliação de desempenho futuro e elaborar relatórios sobre o obtido.
2. Os analistas financeiros percebem todos os elementos de informação do modelo de negócio proposto no estudo como relevante. Os resultados mostram um elevado grau de convergência em direção à relevância do valor da informação do modelo de negócios com a maioria dos analistas experientes, mostrando forte interesse para a proposição de valor da informação modelo de negócios.
3. Respostas sobre o acesso a informações relacionadas com o modelo de negócios também mostram um grande consenso. Os analistas financeiros

consideram o relatório anual como fonte que fornece suficientes informações sobre o modelo das empresas.

4. A análise mostra ainda que os analistas financeiros consideram que os relatórios financeiros devem refletir o modelo de negócios. No que diz respeito à questão de saber como os analistas preferem os relatórios de informações relacionadas ao modelo de negócios: (1) reconhecimento contábil, (2) apresentação de demonstrações financeiras e (3) informações específicas para negócios. Os resultados sugerem uma preferência significativa pela apresentação de demonstrações financeiras e informações específicas sobre reconhecimento”.

3 METODOLOGIA

O método de trabalho a seguir contempla a sequência dos passos adotados para alcançar o objetivo principal do estudo, o de verificar as práticas das empresas brasileiras em relação com a divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios.

3.1 Definição da Amostra

Para o desenvolvimento desse estudo, a amostra foi constituída pelas 110 empresas listadas no Índice Brasil Amplo (IBrA) da BM&FBOVESPA em 25 de Janeiro de 2016 (apêndice A).

O IBrA objetiva oferecer uma visão ampla acerca do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas listadas, selecionadas por sua liquidez e ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação. Para fazer parte do índice, a empresa deve atender aos critérios mínimos de liquidez, como a inclusão numa lista cujos índices de negociabilidade somados representem 99% dos totais de negócios e de volume financeiro registrado, e participação em pregão igual ou superior a 95% no período de doze meses anterior ao cálculo do indicador.

A amostra é constituída de empresas dos mais diversificados setores, segmentos e portes, conforme a classificação setorial realizada pela Bovespa das empresas nela listadas, cuja estrutura para a classificação setorial foi elaborada considerando-se, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas, como demonstra a Tabela 1:

Tabela 1 - Componentes da Amostra

Código	Setor	Número	Média de Ações
1	Bens Industriais	14	282.292.068
2	Consumo Cíclico	27	217.666.728
3	Consumo Não Cíclico	11	722.360.617
4	Financeiro e Outros	19	848.231.566
5	Materiais Básicos	10	780.992.590
6	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	1.878.189.128
7	Saúde	4	187.620.038
8	Tecnologia da Informação	2	83.721.473
9	Telecomunicações	3	610.420.962
10	Utilidade Pública	16	220.619.546
	Total	110	5.832.114.714

Fonte: Elaborado pelo autor

3.2 Coleta dos Dados

Foi analisada a distribuição de informações relativas ao MN no Formulário de Referência (FR), que é uma importante fonte de informações sobre o desempenho das empresas aos investidores (LANG; LUNDHOLM, 1993), e também as informações do Sítio Eletrônico (ST) das empresas, por serem as fontes de divulgação mais utilizadas pelas empresas.

Os documentos foram analisados pelo método de análise de conteúdo (ou temática), que consiste em classificar unidades de texto em diferentes categorias predefinidas (WEBER, 1990). Embora se encontrem dificuldades na análise minuciosa dos conteúdos, por ser multidimensional, o método é frequentemente utilizado para analisar a divulgação de informações financeiras (BEATTIE et al., 2004; BOTOSAN, 1997), sendo, portanto, a melhor opção de coleta dos dados para alcançar os objetivos do estudo. O procedimento de codificação foi organizado em três fases (BOZZOLAN et al., 2009).

A primeira diz respeito à definição das unidades de gravação analisadas. Foram considerados os parágrafos como unidade de análise, para determinar se eles explicitamente (de forma clara, objetiva) e/ou implicitamente (de forma indireta, subentendida) referenciam os componentes e/ou parâmetros do modelo conceitual

do MN: proposta de valor, arquitetura de valor, recursos e competências, equação econômica, os quais são divididos em parâmetros (como indicado no Quadro 2 página 22). Apesar de ser menos confiável do que as frases, os parágrafos foram utilizados porque eles permitem identificar as possíveis interações entre diferentes componentes e/ou parâmetros do MN (PROTIN et al., 2016).

A segunda fase consistiu em definir o quadro de análise e procedimento de codificação para identificar a divulgação de informações relativas ao MN. Utilizou-se um quadro de análise multidimensional para capturar as informações do MN.

O quadro de análise (apêndice B) organizou as informações sobre o MN em nove variáveis (quadro 3) correspondentes à frequência das informações sobre MN referente aos onze parâmetros do modelo (Quadro 2), os quais têm sido identificados na literatura sobre o tema, de modo a operacionalizar os quatro componentes do modelo de negócios, no conjunto de informações financeiras divulgadas pelas empresas (BERTRAND et al., 2012).

Os parágrafos do texto correspondentes foram copiados/colados textualmente na planilha excel (apêndice B), com referência ao número da página em que se encontram as informações, e informadas as variáveis: modelo, tema, quantitativa, financeira e prospectiva (Quadro 3).

Na terceira fase, cada parágrafo do documento foi codificado, aplicando-se um código binário: 1 na presença de pelo menos um parâmetro do modelo, e 0 se nenhuma informação sobre o MN é identificada. No caso em que se encontram informações relativas ao MN no parágrafo analisado, estas são codificadas aplicando ao tema encontrado no parágrafo, o código 1 a 11, de acordo com seu conteúdo (um dos onze parâmetros do MN). Naturalmente, no mesmo parágrafo, pode-se encaminhar para mais de um parâmetro. Assim, o processo de codificação permitiu considerar até cinco temas (ou parâmetros) diferentes e ter em conta as interações entre os vários componentes do modelo.

Além do conteúdo (tema) de cada parágrafo, as características específicas da divulgação foram analisadas. De acordo com Orens et al. (2010), trabalhos anteriores sobre a divulgação de informações sugerem que informações monetárias e quantitativas são consideradas como tendo maior relevância, revelando mais informações para os concorrentes, sendo de mais credibilidade e informativas para os acionistas que as informações qualitativas (WISEMAN, 1982; HUGHES et al., 2001; AL-TUWAIJRI ET AL., 2004).

O estudo inclui esta dimensão por duas medidas (CORMIER et al., 2005): se a informação sobre o MN no parágrafo refere-se a informações financeiras, sendo o código 1 na presença da informação no parágrafo, e 0 caso contrário; e se a informação sobre o MN é quantitativa, há uma medida do impacto no desempenho da empresa, sendo código 1 na presença de informação no parágrafo, e 0 caso contrário.

Também é importante fornecer informações prospectivas aos usuários (BOZZOLAN et al., 2009), se são relacionadas ao passado, de anos anteriores à divulgação, ou relacionadas ao futuro planejado da empresa. O estudo inclui esta dimensão por uma medida de temporalidade, sendo o código 1 na presença da informação no parágrafo com uma dimensão de futuro, 2 se ela é relacionada com o passado, e 0 se, na informação, não houver dimensão temporal.

Cada parágrafo foi analisado e codificado pelo autor, de acordo com as nove dimensões mencionadas acima e resumidas no quadro 3. O procedimento de verificação da qualidade e consistência do processo de codificação foi comprovado durante a coleta e análise dos dados.

O arquivo incluiu os vetores de codificação que permitiram descrever os achados, construir os quadros e tabelas para demonstração dos resultados encontrados no estudo sobre as práticas das empresas brasileiras em relação à divulgação voluntária de informações sobre o MN.

Quadro 3 - Dimensões da codificação

Variável	Modalidades	Descrição
Modelo	0 ou 1	1: se o parágrafo trata de, pelo menos, um dos 11 parâmetros do modelo; 0: se não;
Tema 1	1 até 11	Número do parâmetro (1 até 11, dos parâmetros do modelo);
Tema 2	1 até 11	Parâmetro relacionado ao tema principal (1 até 11 dos parâmetros do modelo);
Tema 3	1 até 11	Parâmetro relacionado ao tema principal (1 até 11 dos parâmetros do modelo);
Tema 4	1 até 11	Parâmetro relacionado ao tema principal (1 até 11 dos parâmetros do modelo);
Tema 5	1 até 11	Parâmetro relacionado ao tema principal (1 até 11 dos parâmetros do modelo);
Quantitativa	0 ou 1	1: se a informação em relação com o MN é quantitativa; 0: se não.
Financeira	0, 1 ou 2	Se a informação em relação com o MN é financeira: 1: se o impacto é positivo; 2: se o impacto é negativo; 0: sem informação sobre o impacto no desempenho.
Prospectiva	0, 1 ou 2	1: se a informação em relação com o MN é em relação com o futuro da empresa; 2: se ela é relacionada com o passado; 0: se, na informação, não houver dimensão temporal.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 Método para a medição da divulgação

A avaliação da qualidade da informação narrativa nos relatórios anuais seguiu diferentes abordagens, como proposto por Beattie et al. (2004). Este estudo considera a construção de um índice de divulgação e assume o âmbito da divulgação (volume ou quantidade) ser um bom indicador da qualidade informativa, sendo esta uma abordagem amplamente utilizada em literatura (DEPOERS, 2000). Beattie et al. (2004) e Beretta e Bozzolan (2008) propõem abordagens multidimensionais que consideram não só a quantidade de informação divulgada,

mas também o que é transmitido e como (o que os autores chamam de riqueza). É sobre esses dois eixos que a metodologia foi baseada.

3.3.1 Medida da quantidade de informação divulgada

A quantidade da informação divulgada é medida pelo número relativo de elementos divulgados. Dois métodos são utilizados.

O primeiro, proposto por Bozzolan et al. (2009), compara a estratégia de divulgação de uma empresa em relação aos seus pares. Portanto, esta é uma medida de posição. Pode ser aplicado globalmente (à informação relacionada com o MN) aos quatro componentes ou seus parâmetros. O índice é calculado como segue:

$$IQ1_i = \frac{N_i}{\max_j(N_j)} \quad j = 1 \text{ à } k \quad (1)$$

Onde N_i representa o número de unidades de informação divulgadas pela empresa i e k é o número de empresas na amostra.

O segundo, proposto por Beattie et al. (2004), permite medir o número relativo de unidades de informação divulgadas, ajustado de acordo com o tamanho e o setor de atividade da empresa. De grandes empresas que trabalham em setores complexos, espera-se divulgação de mais informações. A quantidade de informação divulgada é medida inicialmente pelos resíduos padronizados (QR) por uma regressão linear, pelo método dos mínimos quadrados, do número de unidades de informação divulgadas relativamente ao tamanho (medido pelo logaritmo da capitalização de mercado) e ao setor de atividade (de acordo com as 10 categorias setoriais da Bovespa). A medida da quantidade relativa de informação é, assim, definida por¹:

$$QR_i = D_i - \tilde{D}_i \quad (2)$$

Onde D_i representa a quantidade de informação divulgada para a empresa i , e \tilde{D}_i representa a quantidade teórica de informação, dado o tamanho e setor de atividade da empresa i .

¹ Na amostra, a regressão linear é significativa ao nível de 1% (F=800.55) com um R² de 92.69%. No entanto, o único fator significativo é o tamanho da empresa. Os resultados das várias regressões lineares estão disponíveis no Apêndice I.

O resíduo QR é, então, normalizado (STQR) usando as medidas relativas mínimas e máximas de todas as empresas da amostra:

$$STQR_i = \frac{\max_j(QR_j) - QR_i}{\max_j(QR_j) - \min_j(QR_j)} \quad (3)$$

Este resíduo padronizado é menor para as empresas que divulgam mais informação do que a média esperada para um setor e um tamanho definidos. Conforme Beattie et al. (2004), a fim de assegurar a comparabilidade de interpretação dos resultados, o índice é calculado com o complemento a 1 do resíduo padronizado:

$$IQ2_i = 1 - STQR_i \quad (4)$$

Quanto maior o índice IQ2, maior a quantidade de informação divulgada pela empresa conforme seu setor de atividade e seu tamanho. A correlação entre os dois índices IQ1 e IQ2 é de 96.88% na amostra completa das 110 empresas do estudo. Por consequência, no resto do documento, apenas o índice IQ2 é utilizado.

3.3.2 Medida da qualidade da informação divulgada

A qualidade (ou riqueza) é, por sua vez, abordada por diferentes medidas.

De acordo com Beretta e Bozzolan (2008), esta qualidade pode, especialmente, ser medida pela extensão (*width*) da divulgação. Esta é medida pela cobertura dos vários temas (ou subtemas) do quadro de análise e a dispersão da divulgação entre os diferentes temas (ou subtemas). A cobertura (COB) representa a porcentagem de temas (ou subtemas) para os quais pelo menos uma informação é divulgada pela empresa em relação ao número total de temas (ou subtemas):

$$COB_i = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n INF_{ij} \quad (5)$$

Onde INF_{ij} assume o valor 1 se a empresa divulga pelo menos uma informação sobre o tema j , 0 caso contrário, e n representa o número de temas.

A dispersão (DISP) mostra como os vários itens estão concentrados. O grau de dispersão é medido pelo complemento do Índice de Herfindahl². Assim, quanto maior o índice, maior a dispersão.

$$DISP_i = 1 - \sum_{j=1}^n p_{ij}^2 \quad (6)$$

Onde p_{ij} representa o número de informações divulgadas sobre o tema j dividido pelo número total de informações divulgadas pela empresa i .

A extensão (EXT) da difusão é a média aritmética dessas duas medidas. Quanto maior os índices de cobertura e de dispersão, maior a extensão das informações divulgadas.

$$EXT_i = \frac{COB_i + DISP_i}{2} \quad (7)$$

De acordo com Beretta e Bozzolan (2008), a qualidade da informação divulgada também depende de sua profundidade (*depth*). Isto dá uma indicação de como a informação é divulgada. Baseia-se em três atributos diferentes codificados dicotomicamente (BEATTIE et al., 2004): informação histórica ou prospectiva, informações financeiras ou não, e informação qualitativa ou quantitativa.

A dimensão prospectiva (TEMP) sintetiza as informações que permitem aos usuários melhorar as suas previsões de receitas ou fluxos de caixa (BOZZOLAN et al. 2009). Ela é medida pela proporção de informação prospectiva em todas as informações sobre o MN. As informações financeiras (FIN) são medidas pela proporção de informações de natureza financeira nas informações publicadas pela empresa. Finalmente, a informação quantitativa (QUANT) é medida pela proporção de informações da empresa que possui pelo menos um indicador de medição *ad-hoc*. A média desses três atributos mede a profundidade (PROF) da informação publicada:

$$PROF_i = \frac{TEMP_i + FIN_i + QUANT_i}{3} \quad (8)$$

² O índice de Herfindahl (também conhecido como índice Herfindahl–Hirschman, ou IHH) é uma medida da dimensão das empresas relativamente à sua indústria e um indicador do grau de concorrência entre elas. Assim chamado a partir do nome dos economistas Orris C. Herfindahl e Albert O. Hirschman, é um conceito econômico amplamente utilizado na aplicação das regras da defesa da concorrência, da regulação antitrust e também da gestão da tecnologia.

No final, a qualidade (ou riqueza) da informação divulgada é representada pela média da extensão e profundidade.

$$RIQ_i = \frac{EXT_i + PROF_i}{2} \quad (9)$$

Finalmente, um índice de qualidade global (IQG) é obtido pela média da riqueza e do índice de quantidade padronizada (IQ2):

$$IQG_i = \frac{IQ2_i + RICH_i}{2} \quad (10)$$

Quanto maior o índice de qualidade global, melhor é a qualidade da informação divulgada pela empresa. Os índices são calculados usando a amostra global (informações divulgadas dentro do Formulário de referência e do sítio web da empresa) e cada fonte.

3.4 Método de Análise dos Determinantes de Divulgação

3.4.1 Variáveis Determinantes

De acordo com a teoria de agência e a teoria dos custos de transação, a comunicação de informação financeira reduz os custos de agência, sendo mais importantes quando o capital é difuso. Se o capital da empresa está concentrado com os principais acionistas, há menos incentivo da empresa para fornecer mais informações, porque estão mais propensos a conhecer o MN da empresa. Por outro lado, se o capital é difuso, a empresa deve comunicar mais aos pequenos acionistas, que, muitas vezes, não têm nenhuma outra informação sobre o MN da empresa. Além disso, a presença de investidores institucionais, ou a concentração do capital nas mãos da mesma família, influencia a comunicação financeira das empresas (PROTIN et al., 2016).

De fato, os investidores institucionais são mais exigentes em termos de informação e gostam de ter dados que lhes permitam acompanhar o desempenho das empresas em que investem. Por conseguinte, uma maior concentração de investidores institucionais é susceptível de encorajar as empresas a fornecer informações voluntárias adicionais a fim de manter a sua confiança (EL GAZZAR, 1998; BUSHEE; NOE, 2000). Por outro lado, a participação da família é susceptível de melhor compreender as operações da empresa e, portanto, tem menos

necessidade de informação (BEN ALI; GETTLER-SUMMA, 2006; BARREDY; DARRAS, 2008; AMAL; FATEN, 2010).

As variáveis utilizadas para a estrutura de capital são o nível de distribuição de capital (DIFF%), medido pela parcela não detida pelo grande capital próprio, isto é, possuindo mais de 5% do capital (MICHAÏLESCO, 1999); a percentagem de capital detido por investidores institucionais (% INST); e uma variável binária (FAM), tendo o valor 1 se o capital é maioritariamente detido por uma família e 0, caso contrário.

Por delegação dos poderes dos acionistas aos gestores, existem custos de agência entre acionistas e gestores, que os mecanismos de governança corporativa podem controlar, pelo menos em parte. Estudos anteriores indicam que as práticas de gestão eficazes estão positivamente relacionadas com a qualidade da comunicação (KARAMANOU; VAFEAS, 2005; VERRIEST; GAEREMYNCK 2009).

As variáveis são a percentagem de membros de aconselhamento independente do Conselho de Administração (%IND1) e do Conselho Fiscal (%IND2), e uma variável binária (GOV), tendo o valor 1 se as funções de gestão e de controle são separadas e 0, caso contrário.

O status da cotação é susceptível a influenciar a divulgação de empresas, por um lado, as normas e obrigações contabilísticas dos mercados financeiros divergem, a divulgação de informações sobre os voluntários MN supera estas diferenças, e garante uma melhor comparabilidade e compreensão da realidade. Por outro lado, as empresas listadas no estrangeiro têm um maior número de acionistas e podem ser expostas a diferentes interesses entre os acionistas estrangeiros e os gestores. A publicação de informações voluntárias reduz os custos de agência (MEEK; SAUDAGARAN, 1990).

Em relação ao mercado de listagem, usamos uma variável binária (MULTI), tendo o valor 1 se a empresa está cotada em vários mercados e 0, caso contrário.

Quando a empresa está à procura de financiamento da dívida, os credores ansiosos para avaliar a sua capacidade de pagar suas dívidas, muitas vezes, solicitam informações adicionais, que reduzem conflitos de agência potenciais entre acionistas e credores e informações assimétricas. Quanto mais uma empresa está com dívidas, mais ela fornece informações voluntárias (FERGUSON et al., 2002; MICHAÏLESCO, 1999; HOSSAIN et al, 1995; MALONE et al., 1993). Outros estudos mostram que o nível de dívida não influencia nas divulgações (DE BOURMONT,

2009; KATEB et al., 2009; PERCY DE, 2000; MICHAÏLESCO 1999; RAFFOURNIER 1995; WALLACE et al ., 1994), ou influencia negativamente (OXIBAR 2003; MEEK et al, 1995). Como as empresas mais endividadas são menos sujeitas a tentativas de aquisição (PALEPU, 1986), elas podem fornecer menos informações.

Apesar destes resultados, os credores, empresas externas e partes interessadas têm interesse em ter informações adicionais sobre a MN da empresa. Da mesma forma, se a empresa utiliza financiamento externo, para atrair e informar aos seus credores. Especificamente, o fornecimento de informações sobre a MN permite que os detentores de obrigações ou acionistas melhor avaliem os seus investimentos e, assim, reduzam o custo de capital de negócios, devido à redução da assimetria de informação (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; ETTREDGE et al, 2002), embora outros estudos apresentem resultados conflitantes (BRADBURY, 1992; XIAO et al., 2004).

As variáveis utilizadas são a alavancagem financeira (ALAVANCA) medida pela relação entre a dívida financeira sobre o total do balanço e uma variável binária (FINEXT), tendo o valor 1 se a empresa fez uma emissão de títulos (ações ou obrigações) durante 12 meses anteriores da publicação do documento de referência (PROTIN et al., 2016).

Na literatura, a influência do desempenho na qualidade dos relatórios financeiros permanece ambígua. Temendo um risco competitivo, uma empresa de sucesso é relutante em fornecer informações sobre o seu MN. Por outro lado, uma empresa com mau desempenho deseja preservar sua reputação (BERTRAND, 2000) e seus líderes, protegerem-se contra o risco de exclusão (LABELLE; SCHATT, 2005).

Assim, existe uma relação negativa entre o nível de desempenho e qualidade de divulgação de informações. No entanto, outros estudos sugerem que, para distinguir-se, as empresas são encorajadas a divulgar mais sobre o seu bom desempenho e, especialmente, sobre o seu MN. Esta informação voluntária adicional permite às empresas atraírem e reter investidores, reduzir o custo de capital e informar às concorrentes ou não os resultados da empresa (AMIR; LEV, 1996; DEMERS; LEV, 2001).

As variáveis são o desempenho financeiro (ROE) medido pelo retorno financeiro para o ano (lucro líquido sobre o capital próprio) e o desempenho econômico (PERFECO) medido pela margem operacional (PROTIN et al., 2016).

Conflitos de interesse entre acionistas e gestores são mais intensos em empresas maduras (LABELLE; SCHATT, 2005).

Duas variáveis são usadas para medir perspectivas de crescimento da empresa. A primeira (ΔCA) é medida pela variação da receita nos últimos doze meses. A segunda variável (M-to-B) é a razão *Market-to-book* (valor da empresa no mercado em relação ao que é registrado contabilmente).

Vários autores consideram que empresas que realizam uma parte significativa de suas operações no exterior precisam levantar recursos em nível internacional (ROBB et al., 2001; ZARZESKI, 1996; CAHAN et al, 2005). Portanto, eles precisam informar mais sobre seu modelo de negócio.

O nível de atividade internacional é medido pela percentagem de vendas realizadas no estrangeiro (% exportação).

Brennan e Tamarowski (2000) propõem um diagrama causal entre a qualidade da comunicação financeira e a liquidez. Segundo os autores, uma melhor comunicação leva a uma maior cobertura da empresa por analistas financeiros, que tem o efeito de reduzir a assimetria de informações e reduzir o custo de capital.

Em relação à monitorização da empresa, a variável (Analista) representa o número de analistas que acompanham o valor.

Quadro 4 - Lista de variáveis e a direção prevista do relacionamento

Variável	Relação Esperada	Medir
DIFF%	+	nível de distribuição de capital medido pela participação do capital não detido por grandes acionistas, ou seja, com mais de 5% do capital.
INST%	+	Proporção do capital detido por investidores institucionais.
FAM	-	variável binária igual a 1 se o acionista é um familiar, 0 caso contrário.
IND%1 e 2	+	Por membros do conselho de administração e fiscal considerados independentes.
GOV	+	variável binária igual a 1 se o cargo de Presidente do Conselho e CEO são separados, 0 caso contrário.
MULTI	+	variável binária igual a 1 se o título é o tema de uma listagem múltipla, 0 caso contrário.
ALAVANCA	+	alavancagem representada pela relação entre a dívida total e os ativos.
FINEXT	+	variável binária que toma o valor 1 se a empresa fez uma emissão de títulos (ações ou obrigações) durante os 12 meses anteriores à publicação do documento de referência.
PERFECO	+	taxa de margem operacional, medida pela relação de lucro operacional para as vendas.
ROE	+	desempenho financeiro medido pela relação lucro líquido e patrimônio líquido.
Δ CA	-	\square CA variação da receita observada nos últimos 12 meses (%)
M-to-B	-	<i>market-to-book</i> valor da empresa no mercado em relação ao registrado contabilmente
% EXPORT	+	Parte do volume de negócios realizado no exterior.
ANALISTA	+	Número de analistas financeiros que acompanham o valor.

Fonte: Elaborado pelo autor

Na literatura, várias características explicam a divulgação voluntária das empresas: a difusão e a estrutura de capital, a governança, o mercado de cotação, a estrutura financeira, o desempenho, as perspectivas de crescimento, a extensão das operações internacionais e o acompanhamento por analistas financeiros (PROTIN et al., 2016).

3.4.2 Regressões múltiplas

Para testar o modelo por completo e verificar a qualidade da divulgação, visando a uma melhor apreciação da estratégia de criação de valor e dos resultados financeiros das empresas pelos investidores e analistas financeiros, foi realizada uma série de regressões que integram o índice geral de qualidade da divulgação.

As variáveis dependentes utilizadas foram as várias dimensões da qualidade da divulgação: quantidade, extensão, profundidade e riqueza. As variáveis explicativas utilizadas foram aquelas definidas na quadro 3 A estatística do teste Wald *, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Beretta et Bozzolan (2008) afirmam que quanto maior a variedade dos tópicos divulgados melhor. Divulgações focadas em um número limitado de questões privam os investidores de uma visão mais geral do negócio e podem esconder estratégias de comunicação, que visam a desviar a atenção do leitor de questões relevantes.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção informa sobre as práticas de divulgação das empresas da amostra em três etapas. Uma primeira análise, linear, das referências implícitas ao MN permite considerar como as dimensões e parâmetros do modelo são mencionados nos documentos analisados, sendo abordados os resultados da amostra completa, por englobar toda a base de dados, estando os resultados individuais do FR e ST disponíveis em anexo (apêndices L¹, M², N³ e O⁴); O item (4.1) analisa as referências do MN, em seguida, os índices de transparência (4.2) e, finalmente, os resultados da análise dos principais determinantes da divulgação voluntária são apresentados (4.3).

4.1 Análise das Referências do MN

O procedimento de codificação forneceu, para cada empresa da amostra, uma matriz de dados, incluindo o número de unidades de texto (parágrafos) que fazem referência às diferentes categorias e os atributos de divulgação (quantitativa/qualitativa, prospectiva/histórica e financeira ou não). Conforme Beattie et al. (2004, p. 17), isto permite estabelecer um perfil de divulgação para cada empresa da amostra. No total, 15.896 referências implícitas aos parâmetros do MN são identificadas, ou seja, uma média de 144 referências por empresa, sendo que, no estudo realizado por Protin et al.(2016), do total, 2.230 referências foram identificadas, uma média de 61,9 referências por empresa.

De acordo com o método usado, a análise das referências ao MN se faz em três níveis: identificação das citações (os componentes e parâmetros do modelo), identificação de inter-relações entre parâmetros e destaque das características qualitativas da divulgação.

¹ Contagem Formulário de Referência

² Percentual Contagem Formulário de Referência

³ Contagem Site Internet

⁴ Percentual Contagem Site Internet

4.1.1 Componentes de Frequência de Citação e Parâmetros do modelo

A Tabela 2 mostra a distribuição das referências entre os quatro componentes e onze parâmetros do modelo de análise para todas as empresas da amostra. As duas primeiras colunas da tabela mostram a distribuição do número total de citações entre os diferentes componentes do modelo. Elas mostram que as 15.896 citações referentes ao MN estão distribuídas da seguinte forma:

No que diz respeito aos componentes, o mais citado (41,4%) foi a «Equação Econômica» composta pelos parâmetros «Dinâmica dos Custos» (19,9%), «Dinâmica das Receitas» (9,7%), «Estrutura de Custos» (7,6%) e «Estrutura de Receitas» (4,2%).

O segundo componente mais citado, corresponde à «Proposta de Valor» (24,0%) composta pelos parâmetros «O acesso a Oferta» (8,5%), «Os Clientes-Alvo» (8,2%) e a «Descrição da Oferta» (7,3%).

Em seguida, vêm os componentes «Arquitetura de Valor» (22,7%), composta pelos parâmetros «Organização Interna Cadeia de Valor» (12,0%) e «Organização Externa Rede de Valor» (10,72%); as «Habilidades e Recursos» (11,9%), composta pelos parâmetros «Recursos» (8,5%) e as «Competências Organizacionais» (3,4%).

Na amostra do estudo, verificou-se que a base das informações divulgadas pelas empresas são monetárias «Equação Econômica», fornecendo menos informações dos demais componentes da cadeia de valor, e raramente foi encontrada na análise dos textos uma definição explícita do modelo de negócio, tendo as empresas que evoluírem nos demais parâmetros do MN, como «Habilidades e Recursos» e as «Competências Organizacionais».

Por outro lado, verificou-se que, embora as citações não sejam homogêneas, a maioria dos parâmetros MN estão presentes nos textos, o que indica a preocupação por parte das empresas em divulgar informações complementares às monetárias; para cada empresa da amostra, calculou-se o peso de cada componente e/ou parâmetro relativamente ao número total de informação referente ao MN divulgado pela empresa.

O resultado dos dados confirmou a preponderância de informações sobre os componentes «Equação Econômica» (42,0%) em média das informações publicadas pelas empresas e a «Proposta de Valor» (23,6%), seguidos da «Arquitetura de Valor» (22,0%) e «As habilidades e Recursos» (12,4%).

Estes achados reforçam a importância que as empresas dão em divulgar os componentes da «Equação Econômica», mostrando também a necessidade de se evoluir na citação dos outros componentes, na medida em que as empresas e seus dirigentes são julgados de acordo com sua capacidade de criação de valor e, por conseguinte, sobre o sucesso do seu modelo econômico.

Tabela 2 - Distribuição das citações entre os componentes do MN

Componentes	N° total de citações	%	média	Desvio Padrão	Min	Max
a) Acesso à oferta	1350	8,5%	8,3%	2,4%	0,0%	15,6%
Proposta de valor	3811	24,0%	23,6%	3,0%	0,0%	17,2%
b) Organização Interna– Cadeia de Valor	1908	12,0%	11,7%	3,3%	3,9%	19,3%
c) Organização Externa– Rede de Valor	1696	10,7%	10,4%	4,1%	0,0%	16,2%
Arquitetura de Valor	3604	22,7%	22,1%	4,0%	0,0%	19,3%
d) Recursos	1359	8,5%	8,8%	2,5%	3,4%	16,0%
e) Competências Organizacionais	536	3,4%	3,6%	1,6%	0,0%	10,3%
Habilidades e Recursos	1895	11,9%	12,4%	3,0%	0,0%	16,0%
f) Estrutura de Receitas	668	4,2%	4,4%	2,3%	1,4%	13,8%
g) Dinâmica de Receitas	1547	9,7%	10,1%	3,4%	4,3%	21,0%
h) Estrutura de Custos	1209	7,6%	7,7%	2,8%	1,3%	14,0%
i) Dinâmica dos Custos	3162	19,9%	19,9%	5,2%	7,0%	40,7%
Equação econômica	6586	41,4%	42,1%	7,0%	1,3%	40,7%
Total	15896	100,0%	100,0%			

Fonte: Elaborado pelo autor

No recente estudo realizado por Protin et al. (2016), encontrou-se uma frequência maior de citações do componente e/parâmetros da «proposta de valor», ao contrário da «equação econômica», para qual se encontraram menos citações, sendo as práticas das empresas muito heterogêneas e sendo que poucas empresas se destacaram, comunicando sobre suas receitas e/ou dinâmica de custos.

As últimas quatro colunas da Tabela 2 sintetizam estes resultados, para todas as empresas da amostra. Elas indicam como os 11 parâmetros foram abordados:

No que diz respeito ao componente «Equação Econômica», em média, 19,9% das citações das empresas referiram-se ao parâmetro «Dinâmica de Custos», encontrando-se os maiores percentuais de divulgação nas empresas: PDF Empreendimentos (40,7%), Ser Educa (36,2%) e Valid (34,7%), com desvio padrão de 5,2%; seguido dos parâmetros «Dinâmica de Receitas» em média 10,0%, a «Estrutura de Custos» (7,7%) e a «Estrutura de Receitas» (4,4%).

No componente «Proposta de Valor», em média 8,3% das citações das empresas referiram-se ao parâmetro «O Acesso à Oferta», encontrando-se os maiores percentuais de divulgação nas empresas: QGP (17,2%), Randon (16,3%) e São Martinho (16,0%), com desvio padrão de 2,9%; seguido dos parâmetros «Clientes-Alvo» em média 7,9% e a «Descrição da Oferta» (7,4%).

Analisando o percentual mínimo de citação, verificou-se que o parâmetro «Dinâmica de Custos» representou pelo menos 7% das citações de cada companhia, seguido dos parâmetros «Dinâmica das Receitas» (4,3%), «Estrutura de Custos» (1,3%) e «Estrutura de Receitas» (1,4%).

O parâmetro «Organização Interna da Cadeia de Valor» representou, pelo menos, 3,9% das citações de cada companhia e a «Organização Externa da Rede de Valor» (0,0%).

O parâmetro «Recursos» representou, pelo menos, 3,4% das citações da companhia e as «Competências Organizacionais » (0,0%).

O parâmetro «Descrição da Oferta» representou, pelo menos, 2,1% das citações de cada companhia, «Os Clientes-Alvo» (0,0%) e «O Acesso à Oferta» (0,0%).

Analisando o percentual máximo de citação, verificou-se que o parâmetro «Dinâmica de Custos» representou 40,7% das citações de cada companhia, seguido dos parâmetros «Dinâmica das Receitas» (21,0%), «Estrutura de Custos» (14,0%) e «Estrutura de Receitas» (13,8%).

O parâmetro «Organização Interna da Cadeia de Valor» representou o máximo de 19,3% das citações de cada companhia e a «Organização Externa da Rede de Valor» (16,0%).

O parâmetro «Recursos» representou o máximo de 16,0% das citações da companhia e as «Competências Organizacionais » (10,3%).

O parâmetro «Descrição da Oferta» representou o máximo 17,2% das citações de cada companhia, «Os Clientes-Alvo» (16,0%) e «O Acesso à Oferta» (15,6%).

Esses achados ratificaram as constatações apresentadas do número total de citações e seus correspondentes percentuais (%), com uma concentração maior nos parâmetros da «Equação Econômica», seguidos dos parâmetros da «Proposta de Valor», tendo as empresas que evoluírem nos demais parâmetros. Quanto mais as empresas avançarem na divulgação homogênea dos componentes e parâmetros do MN, mais os investidores e analistas financeiros terão informações completas sobre como a empresa cria valor, agregando para tomada de decisão de investimento.

Além disso, os resultados por empresa mostraram como são divulgadas as informações dos demais componentes: na «Arquitetura de Valor», 11,7% das citações das empresas referiram-se ao parâmetro «Organização Interna a Cadeia de Valor», das quais as empresas com maior percentual de divulgação são: Tupy (19,3%), San Martinho (17,7%), Siderúrgica Nacional (17,7%), com um desvio padrão de 3,3%. A «Organização Externa da Rede de Valor» representou, em média, 10,4%.

A análise da frequência das citações por empresa destacou uma menor representação do componente «Habilidade e Recursos», que representou um percentual de 11,9%, quase metade das citações da «Proposta de Valor», concentrando, em média, 8,8% no parâmetro «Recursos», do qual as empresas com maior percentual de divulgação são: SLC Agrícola (16,0%), CVC (15,9%), Marcopolo (15,0 %), com um desvio padrão de (2,5%). As «Competências Organizacionais» representaram, em média, (3,6%).

Verificou-se um percentual muito baixo de divulgação das «Competências Organizacionais» (Modalidades de articulação e implementação de recursos e conhecimento individual e coletivo), tendo as empresas que evoluírem na divulgação dessas informações. Beattie e Smith (2013) afirmam que a informação relacionada ao capital intelectual não deve ser estritamente descritiva, mas deve ser mais explícita na forma como as empresas utilizam esses ativos para a criação de valor.

Verifica-se que 107 empresas evocam todos os elementos relativos a um dos quatro parâmetros (apenas 3 sem citação, sobre os 3 parâmetros «Os Clientes-Alvo», «O Acesso à Oferta» e a «Organização Externa Rede de Valor»).

Através da apresentação de um conjunto de componentes inter-relacionados em interação dinâmica com o ambiente, os conceitos de modelo de negócio transmitem uma visão sistêmica da empresa, sendo as informações da formação de valor essenciais, mostrando como uma empresa cria valor (MARGRETTA, 2002; SHAFER et al., 2005; ZOTT et al., 2011).

4.1.2 Análise das Inter-relações entre parâmetros

Foi constatado na, Tabela 3, que a «Proposta de Valor» foi o componente mais inter-relacionado com os outros componentes: 16,6% entre os parâmetros da «Proposta de Valor» e 23,1% entre os componentes da «Proposta de Valor» e «Arquitetura de Valor».

Também, constataram-se inter-relações de 12,9% entre os componentes da «Arquitetura de Valor» e a «Equação Econômica»; 15,6% entre os componentes de «Habilidades e Recursos» e a «Equação Econômica»; 15,2% entre os parâmetros da «Equação Econômica»; 6,2% entre os componentes «Proposta de Valor» e «Equação Econômica» e 5,0% entre os parâmetros da «Arquitetura de Valor».

Em menor frequência, as inter-relações de 3,0% entre «Arquitetura de Valor» e as «Habilidades e Recursos»; 1,9% as inter-relações entre «Proposta de Valor» e as «Habilidades e Recursos»; 0,5% as inter-relações entre os parâmetros das «Habilidades e Recursos».

A maior inter-relação entre os parâmetros do componente «Proposta de Valor» justificou-se, pois, nesse componente, são identificados as especiais características de fornecimento, os segmentos de mercados, as metas e interface cliente, servindo de base para os demais parâmetros.

A inter-relação do componente «Equação Econômica» com os demais componentes e parâmetros justificou-se, pois, nesse componente, é determinado como a empresa se apropria de parte do valor criado pelos outros componentes.

A baixa inter-relação do componente «Habilidades e Recursos» com os demais componentes indicou que as empresas da amostra divulgam menos informações sobre Ativos Tangíveis e Intangíveis à disposição da organização, de sua modalidade de articulação e implementação de recursos e conhecimento individual e coletivo de seus colaboradores, tendo que evoluírem na divulgação dessas informações.

Tabela 3 - Inter-relações entre os componentes do MN

Componentes	PV	AV	HC	EE	Total
PV	16,6%				16,6%
AV	23,1%	5,0%			28,1%
HC	1,9%	3,0%	0,5%		5,3%
EE	6,2%	12,9%	15,6%	15,2%	50,0%
Total	47,8%	20,8%	16,1%	15,2%	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: o número de linhas e colunas corresponde aos 4 Componentes do MN

Foram constatadas (Tabela 4) as inter-relações entre os parâmetros «Descrição da Oferta» com «Os Clientes-Alvo» (6,3%); da «Descrição da Oferta» (5,0%) e «Os Clientes-Alvo» (5,4%) com «O Acesso à Oferta» respectivamente, ambos do componente proposta de valor.

Dos parâmetros «Descrição da Oferta» (4,6%), «Os Clientes-Alvo» (5,0%), «O Acesso à Oferta» (4,6%) ambos do componente «Proposta de Valor», com a «Organização Interna da Cadeia de Valor» respectivamente; do componente «Arquitetura de Valor» entre os parâmetros «Organização Interna da Cadeia de Valor» e «Organização Externa de Rede de Valor» (5,0%).

Também, constataram-se as inter-relações entre os parâmetros «Organização Externas de Rede de Valor» (5,9%), dos «Recursos» (5,5%), com a «Dinâmica de Custos» respectivamente; dos parâmetros «Dinâmicos das Receitas» (4,1%), da «Estrutura dos Custos» (4,5%), com a «Dinâmica de Custos» respectivamente.

É importante notar que os componentes estão inter-relacionados através de ligações de causa e efeito que explicam o momento da criação de valor. Os conceitos de MN mostram como as empresas realizam seus principais recursos e processos para oferecer uma proposta de valor adequada aos seus clientes (JOHNSON et al, 2008). As ligações de causa e efeito entre estes dois componentes principais descrevem a origem e a geração de fluxos de caixa através de uma fórmula de lucro. O conjunto melhora a compreensão da geração de receitas (preço, volume, retorno) e da estrutura de custos e dinâmica. Essa visão dinâmica de causa e efeito da criação e da captura de valor é uma das mais importantes contribuições do conceito de modelo de negócios (BERTRAND et al., 2015).

Tabela 4 - Inter-relações entre os parâmetros do MN

Parâmetro	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Total
1												0,0%
2	6,3%											6,3%
3	5,0%	5,4%										10,3%
4	4,6%	5,0%	4,6%									14,3%
5	2,3%	2,7%	3,9%	5,0%								13,8%
6	0,7%	0,7%	0,1%	1,3%	0,7%							3,6%
7	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,7%	0,5%						1,7%
8	0,2%	0,2%	0,2%	0,7%	0,1%	1,5%						2,9%
9	0,8%	0,9%	0,3%	1,3%	0,2%	3,0%	0,4%	2,4%				9,3%
10	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%	2,4%	0,0%	0,5%	2,6%			6,2%
11	1,0%	1,3%	1,3%	4,1%	5,9%	5,5%	2,8%	1,1%	4,1%	4,5%		31,6%
Total	21,1%	6,3%	0,4%	13,0%	7,8%	12,9%	3,2%	4,1%	6,6%	4,5%	0,0%	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: o número de linhas e colunas correspondem a 11 Parâmetros do MN

Em resumo, concluiu-se que a existência de inte-relações entre os componentes e seus respectivos parâmetros, em maior número no componente «Equação Econômica» (50%) e «Proposta de Valor» (47,8%), que se relacionam com os demais componentes e parâmetros; e em menor grau os componentes «Arquitetura de Valor» (28,1%) e «Habilidades e Recursos» (16,1%), o que contribui para melhor entender os determinantes da criação de valor, sendo a equação econômica a maior representação nos documentos de referência.

No estudo realizado por Protin et al. (2016), encontraram-se poucos relatos na análise sobre inter-relações (60,6% de citação sem qualquer inter-relação), embora um dos interesses essenciais do conceito MN é as interações entre seus vários parâmetros para melhor entender os determinantes da criação de valor, sendo os componentes proposição de valor e os recursos e as competências, os dois componentes que mais se inter-relacionaram neste estudo.

4.1.3 Análise das características qualitativas da divulgação

A Tabela 5 apresenta os resultados, em percentual e quantidades relativas, da análise das características da divulgação de informações do MN, e o apêndice E, os resultados das análises tema/característica.

Em média, do número total de citações, 15,0% (2.395 de 15.896) das informações são financeiras, concentradas esmagadoramente no componente «Equação Econômica» (65,8%) e no componente «As Habilidades e Recursos» (18,17%). Em menor frequência, nos componentes «Proposta de Valor» (8,8%) e da «Arquitetura de Valor» (7,1%).

Verificou-se que 19,54% (3.107 de 15.896) das informações são quantitativas, concentradas principalmente no componente «Equação Econômica» (42,1%) e no componente «Proposta de Valor» (28,4%). Em menor frequência, nos parâmetros da «Arquitetura de Valor» (17,4%) e das «Habilidades e Recursos» (12,0%).

Também verificou-se que 35,9% (5.711 de 15.896) das informações são prospectivas, concentradas, principalmente, nos parâmetros do componente «Equação Econômica» (41,4%) e no componente «Proposta de Valor» (23,9%). Em menor frequência, os parâmetros da «Arquitetura de Valor» (22,7%) e das «Habilidades e Recursos» (11,19%).

Tabela 5 - Características de informações relativas ao MN

Informação	Número	%
Informação Financeira	0	0.0
Informação Financeira e Quantitativa	1	0.0
Informação Financeira orientada para o passado	88	3.7
Informação Financeira orientada para o futuro	311	13.0
Informação Financeira e Quantitativa orientada para o passado	253	10.6
Informação Financeira e Quantitativa orientada para o futuro	1 742	72.7
Informação Financeira Total	2 395	100.0
Informação Quantitativa	0	0.0
Informação Quantitativa e Financeira	1	0.0
Informação Quantitativa orientada para o passado	874	28.1
Informação Quantitativa orientada para o futuro	237	7.7
Informação Quantitativa e Financeira orientada para o passado	253	8.1
Informação Quantitativa e Financeira orientada para o futuro	1 742	56.1
Total Informação Quantitativa	3 107	100.0
Informação orientada para o passado	2 127	37.2
Informação orientada para o futuro	79	1.4
Informação orientada para o passado e Financeira	88	1.5
Informação orientada para o futuro e Financeira	311	5.4
Informação orientada para o passado e Quantitativa	874	15.4
Informação orientada para o futuro e Quantitativa	237	4.2
Informação orientada para o passado, Financeira e Quantitativa	253	4.4
Informação orientada para o futuro, Financeira e Quantitativa	1 742	30.5
Total Informação Prospectiva	5 711	100.0

Fonte: Elaborado pelo autor

Verificou-se que, do número total de citações financeiras sobre MN, 26,0% dizem respeito ao componente «Equação Econômica», concentrado principalmente nos parâmetros «Dinâmica de Custos» (8,6%) e «Dinâmica de Receitas» (7,7%) e em menor frequência nos parâmetros «Estrutura de Custos» (6,1%) e da «Estrutura de Receitas» (3,5%).

Também no componente «Habilidades e Recursos» (7,1%), concentrado principalmente no parâmetro «Recursos» (6,6%) e em menor frequência no parâmetro «Competências Organizacionais» (0,5%).

Do número total de citações quantitativas: 23,8% dizem respeito ao componente «Equação Econômica», concentrado principalmente nos parâmetros «Dinâmica de Custos» (7,4%) e «Dinâmica de Receitas» (7,8%) e em menor frequência nos parâmetros «Estrutura de Custos» (5,5%) e da «Estrutura de Receitas» (3,0%). No componente «Proposta de Valor» (16,1%), concentrado principalmente no parâmetro «Os Clientes-Alvo» (5,5%) e em menor frequência nos parâmetros «O Acesso à Oferta» (5,3%) e «Descrição da Oferta» (5,2%).

Do número total de citações prospectivas: 41,4% dizem respeito ao componente «Equação Econômica», concentrado principalmente nos parâmetros «Dinâmica de Custos» (19,9%) e «Dinâmica de Receitas» (9,7%) e em menor frequência nos parâmetros «Estrutura de Custos» (7,7%) e «Estrutura de Receitas» (4,2%). No componente «Proposta de Valor» (24,0%), concentrado principalmente no parâmetro «O Acesso a Oferta» (8,5%) e em menor frequência nos parâmetros «Os Clientes-Alvo» (8,2%) e «Descrição da Oferta» (7,3%).

Também, do total de citações prospectivas, encontrou-se, com frequência, o componente «Arquitetura de Valor» (22,7%), concentrado principalmente no parâmetro «Organização Interna da Cadeia de Valor» (12,0) e em menor frequência no parâmetro «Organização Externa de Rede de Valor» (11,0%).

Em resumo, concluiu-se que a informação sobre o MN, quando publicada, na maioria das vezes, são divulgadas informações prospectivas, em relação ao futuro da empresa (59,2%) e ao passado (40,7%); e 56,5% são quantitativas, incluindo uma dimensão prospectiva. As informações mostram a preocupação das empresas em fornecer informações do futuro planejado, fazendo também a retrospectiva dos seus resultados, o qual é justificável por relatórios financeiros serem com base em períodos anteriores, sempre com a preponderância das informações econômicas.

No estudo realizado por Protin et al. (2016), encontrou-se que a informação sobre o MN, quando publicada, muitas vezes, é apresentada de uma forma qualitativa, com menos informações quantitativas, incluindo raramente uma dimensão prospectiva.

4.2 Análise do índice de transparência

A Tabela 6 apresenta as características gerais dos índices de divulgação adaptados de Beattie et al. (2004) e Beretta e Bozzolan (2008). O índice global de qualidade teve uma média de 0,635 com uma pontuação máxima de 0,864 para a empresa Fleury e uma pontuação mínima de 0,424 para a QGEP.

Como observado acima, a intensidade da divulgação referente ao MN foi relativamente alta (média 0,468), com desvio padrão de 0,167 entre as diferentes empresas da amostra. Para avaliar a qualidade da informação divulgada, o índice de divulgação inclui, além da quantidade, a riqueza da informação. Parece que as empresas revelaram bastante sobre o MN sendo a informação bastante rica (média 0,802) em relação ao seu montante.

Esta (relativa) riqueza da informação é devida, principalmente, à extensão das informações. Na verdade, as empresas cobrem muitos dos temas relacionados com a MN (em média, 99% das definições do MN são cobertos) e com grande dispersão de informações sobre vários temas. A riqueza de informações fornecidas também depende de sua profundidade. Informações sobre os parâmetros do MN têm boa dimensão prospectiva (média 1,000), e as empresas fornecem indicadores quantitativos, sendo principalmente informações financeiras.

Tabela 6 - Características Gerais dos Índices de Divulgação

Informação	Média	Desvio padrão	Min	Max
Quantidade relativa Normalizada (A)	0,468	0,167	0,000	1,000
Extensão da Informação (1)	0,938	0,016	0,844	0,951
<i>Cobertura</i>	0,996	0,023	0,818	1,000
<i>Dispersão</i>	0,880	0,019	0,774	0,903
Informações de Profundidade (2)	0,666	0,105	0,467	0,962
<i>Dimensão Temporal</i>	1,000	0,001	0,987	1,000
<i>Dimensão Financeira</i>	0,436	0,146	0,176	0,886
<i>Dimensão Quantitativa</i>	0,561	0,187	0,2000	1,000
Riqueza de informações (B) = Média (1*2)	0,802	0,053	0,702	0,954
Qualidade geral = Média (A* B)	0,635	0,074	0,424	0,865

Fonte: Elaborado pelo autor

Em resumo, concluiu-se que as informações divulgadas são de boa qualidade até a data, prestam-se facilmente para a construção de modelos de avaliação relevantes para os usuários. No estudo realizado por Protin et al. (2016), encontrou-se que as informações divulgadas permanecem ainda bastante superficiais e de qualidade até a data, mas também prestou-se facilmente para a construção.

A aplicação de um índice de divulgação assumiu ser um bom indicador da qualidade informação, sendo mecanicamente induzidos pela quantidade de informação divulgada, considerando não só essas informações, mas também o que é transmitido de riqueza, o que vem ao encontro do que os investidores esperam saber sobre as empresas para tomada de decisão de investimento, colaborando para que os analistas financeiros tenham uma posição que melhor espelhe o desempenho das empresas.

A Tabela 7 apresenta as correlações entre as dimensões da qualidade da divulgação.

Tabela 7 - Correlações entre dimensões da qualidade da divulgação

	IQ1	IQ2	LARG	PROF	RIQUEZA	IQG
IQ1	1,00					
IQ2	0,96***	1,00				
LARG	0,21**	0,17*	1,00			
PROF	-0,48***	-0,54***	-0,09	1,00		
RIQUEZA	-0,44***	-0,51***	0,07	0,99***	1,00	
IQG	0,93***	0,95***	0,21**	-0,26***	-0,23**	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: para uma explicação sobre as diferentes dimensões do índice, ver item 3.3.

Nota*, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Em geral, as variáveis são interdependentes. Encontrou-se que:

- a) Nove correlações são significativas no limiar de 1%. Em particular, há correlações positivas entre IQ1 e IQ2, entre IQ1 e IQ2 e o IQG, o que indica uma correlação entre a estratégia de divulgação da empresa em relação aos seus pares (IQ1) em relação à informação divulgada pela empresa conforme seu setor de atividade e seu tamanho (IQ2), e estes em relação ao índice de qualidade global (IQG);

Entre PROF e RIQUEZA, justificável porque a profundidade (PROF) da informação está relacionada com a dimensão prospectiva (TEMP); As informações financeiras (FIN) e a quantidade das informações (QUANT) estão profundamente relacionadas com a variável RIQUEZA, porque a PROF a compõe. Quanto maior esses índices, maior será a riqueza produzida pela empresa, e essa tende a divulgar mais informações sobre MN para obter o retorno desejado;

Cinco correlações são negativas, em particular entre o (IQ1) e (IQ2) com a PROF e RIQUEZA, o que mostra que a estratégia de divulgação da empresa em relação aos seus pares (IQ1) e a informação divulgada pela empresa conforme seu setor de atividade e seu tamanho (IQ2) não foram influenciados pela PROF e RIQUEZA das informações divulgadas, não sendo um resultado esperado, pois mostra que as empresas divulgam informações ainda sem levar em conta a sua profundidade e riqueza.

- b) Três correlações são significativas no limiar de 5%. Em particular, há uma correlação positiva entre IQ1 e LARG; entre LARG e IQG, o que indica

uma Correlação entre a estratégia de divulgação da empresa em relação aos seus pares (IQ1) e a LARG, que é a média da cobertura dos vários temas (ou subtemas) do quadro de análise, o que comprova que quanto mais informações divulgadas de MN, melhor os índices de correlação;

- c) Uma correlação é significativa no limiar de 10% entre IQ2 e LARG, o que indica a relação entre informação divulgada pela empresa conforme seu setor de atividade e seu tamanho (IQ2) e a LARG que é a média da cobertura dos vários temas (ou subtemas) do quadro de análise. Essa correlação melhora com a divulgação de MN.

Os achados mostram a correlação entre os índices de divulgação, o que também é uma das principais contribuições das informações sobre o modelo de negócios, devendo-se abordar o processo de formação de valor nos relatórios financeiros como um todo, buscando uma homogeneidade nas citações dos componentes e parâmetros do MN, que reflitam o processo da cadeia de formação de valor das empresas.

Cabe uma reflexão sobre qual o melhor local que a informação do modelo de negócio deve constar. Deve aparecer, principalmente, nas demonstrações financeiras ou ser abordada de maneira mais narrativa nos documentos que a contemplam? O guia para o desenvolvimento do relatório de gestão proposto pelo IASB (2010) é deste ponto de vista um começo de uma resposta e o ASB 7 propôs ainda mais longe, acrescentando ao texto que a administração deve comunicar o modelo de negócios da entidade, explicando como se encaixam seus componentes, para tornar a empresa rentável, permitindo-lhe assim criar valor (BERTRAND et. Al, 2012).

4.3 Análise dos determinantes da divulgação

Esta seção analisa os fatores que influenciam a divulgação voluntária de informações relativas ao MN pelas empresas. As estatísticas descritivas das variáveis são apresentadas (4.3.1) antes de apresentar os resultados do modelo completo (4.3.2).

4.3.1 Estatísticas Descritivas das Variáveis

A Tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis quantitativas. Em média, a participação de capital não detido por grandes acionistas (DIF%) foi de 39,98% no período, com um máximo de 86,88% para a empresa CETIP, 78,20% pela Valid e 77,9% para Kroton. Note-se, também, que a participação do capital dos investidores institucionais (INST%) foi de 60%, com máximo de 99,9% para a empresa Alupar, 99,35% para Arteris e 98,35% para a Gol, sendo as empresas com essas formações de capital, as que mais investem na divulgação de seu modelo de Negócios.

Verificou-se, também, que 34 empresas possuem mais de 40% de conselheiros de administração e fiscal independentes, com o máximo de 100% para as empresas BR Insurance, Estácio Part, Lojas Renner, PDG Realt, Ultrapar, IOCHP Maxion, BRF SA, Embraer, Gafisa, Kroton e Valid; e em média, as empresas da amostra mostraram que possuem alta performance econômica e financeira, sendo também esses fatores determinantes na divulgação de MN.

Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas

	N	Média	Desvio padrão	Median a	Mínimo	Máximo
DIFF%	1110	0,3998	0,1656	0,3818	0,0001	0,8688
INST%	1110	0,6001	0,1656	0,6181	0,1312	0,9999
IND%1	1110	0,3191	0,3664	0,1833	0,0000	1,0000
IND%2	1110	0,2869	0,3142	0,3333	0,0000	1,0000
ALAVANCA	1110	0,3059	0,2029	0,3158	0,0000	0,8974
PERFECO	1110	0,1477	0,2997	0,1232	-1,1668	1,0525
ROE	1110	0,1111	0,3478	0,0900	-1,1920	2,1669
ΔCA	1110	0,1117	0,4943	0,0488	-0,7768	3,4109
MTB	1110	2,2161	3,4478	1,1579	-6,6485	23,1939
%EXPORT	1110	0,1482	0,2690	0,0000	0,0000	1,0000
ANALISTA	1110	13,2363	8,2126	13,000	0,0000	36,0000

Fonte: Elaborado pelo autor
Nota: ver quadro 3 para a definição das variáveis

Da mesma forma, a Tabela 9 apresenta as estatísticas de diferentes variáveis qualitativas selecionadas. Apenas 19 empresas são tipo família, sendo que o total das empresas da amostra são negociadas no mercado brasileiro, listadas no Índice Brasil Amplo (IBrA) da BM&FBOVESPA. Cerca de 88,89% das empresas têm optado por um sistema de governança em que as funções de gestão e controle são separadas e 100% são dependentes dos contribuintes de capital de emissão de títulos (ações) no mercado.

Esses achados mostraram que as empresas familiares investem menos na divulgação de MN em relação às empresas com as outras formações de capital, porque os investidores institucionais são mais exigentes em termos de informação, e que as empresas com sistema de gestão e controle separado tendem a investir mais na divulgação de MN, o que vem ao encontro da teoria de agência. Da mesma forma, para atrair investidores com a emissão de títulos, as empresas divulgam mais informações.

Tabela 9 - Estatísticas descritivas das variáveis qualitativas

		Número	%
FAM	0	91	82,7
	1	19	12,3
GOV	0	18	16,4
	1	92	83,6
MULTI	0	110	100,0
	1	0	0,0
FINEXT	0	0	0,0
	1	110	100,0

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: ver quadro 3 para a definição das variáveis

Em geral, as variáveis são interdependentes. As Correlações de Spearman (tabela 10) são quase sempre inferiores a 0,5 e não significativas.

Apenas 11 correlações são significativas no limiar de 1%. Em particular, há uma correlação negativa e significativa entre a taxa de distribuição de capital (% DIFF) e a variável associada com a presença de investidores institucionais (%INST), o que diz respeito à predominância maior de capital nas empresas da amostra de

(fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações, bancos de investimentos, etc.) as quais tendem a divulgar mais informações sobre MN.

Também, uma correlação positiva dessas duas variáveis em relação ao nível de independência do conselho de administração (%IND1) e conselho fiscal (%IND2), o que mostra a tendência dos grandes conglomerados como o CEO, não ocupar também o cargo de presidente do Conselho de Administração e o Conselho Fiscal possuir independência, o que colabora para divulgação de MN e, como citado anteriormente, vai ao encontro da teoria de agência.

Apenas 5 correlações são significativas no limiar de 5%. Em particular, há uma correlação negativa entre a alavancagem, relação entre a dívida total e os ativos (ALAV) e a variável do desempenho financeiro (ROE), o que se justifica, pois, quando a empresa possui mais dívidas (capital de terceiros), o desempenho financeiro tende a ser menor naquele ano, ou vice-versa, divulgando a empresa mais informações sobre MN para melhorar seu desempenho.

Também, encontraram-se Correlações positivas entre a variável empresa familiar (FAM) e (ALAV), o que indica que as empresas familiares possuem menos dívidas pelo capital investido ser próprio, embora divulguem menos informações sobre MN em relação às outras formações de capital das empresas; e entre a taxa de distribuição de capital (%DIFF) e o número de analistas financeiros (ANAL), o que indica que quanto mais a empresa tende a abrir seu capital, maior o número de analistas colocando informações sobre MN no mercado; entre as variáveis do nível de independência do conselho fiscal (%IND2) e o volume de negócios realizadas no exterior, quando mais independente o conselho fiscal maior será credibilidade da empresa no exterior, aumentando o seu volume de negócios e a divulgação sobre MN; entre a taxa de margem operacional (PERF) e o (ANAL), o que indica que quanto maior o lucro, maior o número de analistas financeiros interessados em buscar mais investidores, divulgando mais sobre MN.

Tabela 10 - Correlações entre variáveis explicativas

	DIFF%	INST%	FAM	IND%1	IND%2	GOV	ALAV	PERF	ROE	CA	MtoB	%EXP	ANAL
DIFF%	1,00												
INST%	-1,00***	1,00											
FAM	-0,95	0,09	1,00										
IND%1	0,44***	-0,44***	-0,14	1,00									
IND%2	0,26***	-0,26***	-0,09	0,40***	1,00								
GOV	0,12	-0,12	0,01	0,12	0,08	1,00							
ALAV	-0,08	0,08	0,21**	0,00	0,00	0,04	1,00						
PERF	0,05	-0,05	-0,06	-0,01	-0,31***	-0,07	0,02	1,00					
ROE	-0,12	0,12	-0,11	-0,09	-0,16*	-0,02	-0,22**	0,35***	1,00				
ΔCA	0,15	-0,15	-0,06	-0,02	-0,1	-0,04	0,05	0,16*	0,06	1,00			
MtoB	-0,02	0,02	-0,08	-0,06	-0,11	0,15	-0,15	0,16*	0,66***	0,06	1,00		
%EXP	0,07	-0,07	0,1	-0,07	0,21**	0,05	0,33***	-0,03	-0,05	0,05	-0,05	1,00	
ANAL	0,22**	-0,22***	0,04	0,16*	0,11	0,07	0,05	0,24**	0,09	0,07	-0,04	0,00	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Notas *, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Apenas 4 correlações significativas no limiar de 10%. Em particular, há correlação positiva entre a variável do nível independência do conselho de administração (%IND2) e o número de analistas financeiros (ANAL), o que indica que as empresas que possuem mais independência dos conselhos são melhores vistas pelos analistas financeiros e pelo mercado, divulgando mais informações sobre MN; entre a variável da taxa de margem operacional (PERFECO) e as variáveis de variação da receita observada nos últimos 12 meses (ΔCA) e o *market-to-book* observado na data de encerramento das contas (MtoB), o que se justifica pois quando maior a variação das vendas mensais, maior será a margem operacional, elevando, assim, o *marke-to-book* das empresas e maior a divulgação sobre MN;

Também, há uma correlação negativa entre o (%IND2) e a variável do desempenho financeiro (ROE), esse resultado surpreende porque mostra que o nível de independência do conselho fiscal não interfere no desempenho financeiro, embora as duas variáveis são fatores determinantes de divulgação de MN.

4.3.2 Resultados das Regressões Múltiplas

A análise dos coeficientes de cada variável (Tabela 11) mostrou que a variável FAM é negativa e significativa da quantidade e da qualidade global das informações fornecidas de MN pelas empresas do IBRa. Assim, os resultados indicaram que, por serem as empresas familiares, não ocorre interferência na comunicação, sendo as empresas com capital pulverizado e com investidores institucionais as empresas que se comunicam mais e melhor sobre modelo de negócios.

Também as variáveis IND%2 em relação à independência do conselho fiscal e PERFECO taxa de margem operacional são negativas, o que, como anteriormente comentado, surpreende, porque mostra que o nível de independência do conselho fiscal não interfere no desempenho financeiro, embora as duas variáveis são fatores de divulgação de MN; a variável GOV, cargo de presidente do conselho, e CEO separadas das atividades de gestão e controle possuem profundidade e riqueza de informações positivas, o que indica que as funções do CEO e do conselho de administração sendo separadas, maior será a credibilidade da empresa e a divulgação sobre MN; as variáveis ALAVANCA em relação à alavacagem e %EXPORT volume de negócios realizado no exterior tem um quantidade positiva significativa, o que é perfeitamente compreensível, pois uma empresa com maior alavancagem e com um volume de negócios com o exterior tende a divulgar mais informações sobre MN.

Tabela 11 - Análise de regressões lineares múltiplas

Variável (direção esperada)	Qualidade global	Dimensões da qualidade global			
		Quantidade	Largura	Profundidade	Riqueza
Constante	-63,503 (0,780)	-162,737 (1,168)	-5,732 (0,115)	76,517 (0,502)	35,392 (0,430)
DIFF% (+)	64,08 (0,794)	163,19 (1,175)	6,68 (0,156)	-75,75 (0,492)	-34,53 (0,409)
INST% (+)	64,18 (0,797)	163,38 (1,177)	6,66 (0,155)	-75,92 (0,494)	-34,62 (0,412)
FAM (-)	-0,038** (4,427)	-0,057 (2,283)	-0,007 (2,545)	-0,026 (0,964)	-0,016 (1,520)
IND%1 (+)	0,021 (0,990)	0,048 (1,095)	0,001 (0,078)	-0,021 (0,395)	-0,009 (0,342)
IND%2 (+)	-0,079*** (9,277)	-0,137** (6,327)	-0,007 (1,482)	-0,010 (0,064)	-0,009 (0,198)
GOV (+)	-0,013 (0,561)	-0,057 (2,220)	-0,003 (0,538)	0,059** (4,623)	0,028** (4,167)
ALAVANCA (+)	0,054 (2,154)	0,139* (3,245)	0,013 (2,450)	-0,067 (1,496)	-0,027 (0,958)
PERFECO (+)	-0,067** (6,679)	-0,112** (4,245)	0,009 (2,143)	-0,034 (0,750)	-0,012 (0,406)
ROE (+)	0,018 (0,440)	0,029 (0,236)	0,004 (0,405)	-0,002 (0,002)	0,001 (0,002)
ΔCA (-)	0,017 (1,531)	0,036 (1,569)	-0,002 (0,492)	-0,004 (0,046)	-0,003 (0,106)
M-to-B (-)	0,001 (0,127)	0,004 (0,459)	-0,001 (1,020)	-0,000 (0,014)	-0,001 (0,077)
%EXPORT (+)	0,052* (3,602)	0,116** (4,024)	0,002 (0,090)	0,043 (1,081)	0,022 (1,184)
ANALISTA (+)	0,001 (0,872)	0,002 (1,037)	-0,000 (1,652)	-0,001 (0,344)	-0,001 (0,622)
R² Múltiplo	0,237	0,219	0,133	0,163	0,161
R² Ajustado	0,134	0,114	0,016	0,050	0,048
Estatística F	2,302**	2,078**	1,139	1,441	1,423

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: as variáveis dependentes são as várias dimensões da qualidade da divulgação. As variáveis explicativas são aquelas definidas na quadro 3. A estatística do teste Wald é indicada entre parênteses. *, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Verificou-se, de acordo com o R^2 Ajustado, que as variáveis conseguem explicar 13,4% do modelo, podendo outras variáveis serem analisadas em outros estudos.

Em suma, concluiu-se que as empresas que divulgam mais informações sobre o seu MN são aquelas com investidores institucionais e que abrem o seu capital, ao contrário das empresas de participação familiar.

No estudo realizado por Protin et al. (2016), não se encontrou também nenhuma das variáveis significativas nos níveis convencionais, o poder explicativo do modelo permaneceu limitado (baixo R^2 ajustado– 3,10%). A análise dos coeficientes de cada variável mostra que a variável FAM é positiva e significativa da quantidade e da qualidade global das informações fornecidas em seu MN pelas empresas do CAC40. Assim, os resultados indicaram que, na França, são as empresas familiares que se comunicam mais e melhor por meio de seu modelo de negócio; sendo as empresas com investidores institucionais as que menos divulgam, juntamente com as que possuem mecanismos internos de controle e que são seguidas por um pequeno número de analistas financeiros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo visou a descrever as práticas de divulgação voluntária de informações sobre o modelo de negócios para as empresas brasileiras.

Assim, teve como contribuição medir a presença do conceito de MN e seus componentes nas informações financeiras nas empresas Brasileiras. No momento em que os órgãos reguladores estão incluindo esses conceitos como forma de análise, é construtivo notar que estas empresas, à frente das obrigações normativas, começaram a incorporá-los em suas informações financeiras.

Com base no trabalho realizado por Protin et al. (2015), *Divulgation volontaire sur le Business model : le cas des entreprises du CAC40*, esperava-se achados similares e/ou aproximados, entretanto encontraram-se disparidades na divulgação dos componentes e/ou parâmetros das empresas brasileiras em relação às empresas francesas.

Centrou-se na divulgação do conceito de Modelo de Negócios das empresas listadas no Índice Brasil Amplo (IBrA) da BM&FBOVESPA em 25 de Janeiro de 2016. Trabalhou-se com um processo de coleta, identificação e codificação dos formulários de referência (FR) e das informações constantes do site internet (ST) das empresas, fornecendo uma medida da divulgação do banco de dados e uma análise de seus determinantes.

De acordo com o objetivo geral, constatou-se, na amostra das empresas, que, das 15.896 unidades de registro referentes ao MN, a grande maioria diz respeito ao componente «Equação Econômica» e, em elementos particulares, relativas à dinâmica dos custos e à dinâmica das receitas, apresentadas de uma forma quantitativa, incluindo uma dimensão prospectiva; o segundo componente mais citado foi a «Proposta de Valor» composta pelos parâmetros «O acesso à Oferta», «Os Clientes-Alvo» e a «Descrição da Oferta»; seguidos dos componentes «Arquitetura de Valor», composta pelos parâmetros «Organização Interna Cadeia de Valor» e «Organização Externa Rede de Valor»; e as «Habilidades e Recursos», composta pelos parâmetros «Recursos» e as «Competências Organizacionais».

Constatou-se que, em termos práticos, a divulgação é realizada nos FR e ST, canais de divulgação identificados, objetivo específico “a” deste estudo.

Verificou-se como os conceitos de MN são divulgados pelas empresas brasileiras, objetivo específico “b” deste estudo. Os resultados indicaram uma

presença significativa de referências ao MN (em média, cerca de 144 referências por empresa), e que a base das informações divulgadas pelas empresas são monetárias «Equação Econômica», seguidas das informações da «Proposta de Valor», fornecendo menos informações dos demais componentes da cadeia de formação de valor das empresas da amostra; e que, embora as citações não sejam homogêneas, a maioria dos parâmetros MN estão presentes nos textos, 107 empresas evocam todos os elementos relativos a um dos quatro parâmetros correspondentes.

No estudo realizado por Protin et al.(2016), do total, 2.230 referências foram identificadas, uma média de 61,9 referências por empresa. Encontrou-se uma frequência maior de citações do componente e/parâmetros da «proposta de valor», ao contrário dos da «equação econômica», para a qual se encontraram menos citações, sendo as práticas das empresas muito heterogêneas e poucas empresas se destacaram, comunicando sobre suas receitas e/ou dinâmica de custos.

Foram constatadas inter-relações entre diferentes componentes e parâmetros, que é uma das principais contribuições dos conceitos de MN, sendo o componente «Proposta de Valor» que mais se inter-relaciona com os demais componentes. Em termos qualitativos, a informação é publicada geralmente de uma forma quantitativa, incluindo uma dimensão prospectiva.

No estudo realizado por Protin et al. (2016) , encontraram-se poucos relatos na análise sobre inter-relações (60,6% de citação sem qualquer inter-relação), sendo os componentes «proposição de valor» e os «recursos e as competências», os dois componentes que mais se inter-relacionaram neste estudo.

Verificou-se, na aplicação dos índices de divulgação, que as informações divulgadas das empresas da amostra são de boa qualidade até a data base da coleta, prestam-se facilmente para a construção de modelos de avaliação relevantes para os usuários, contudo chama a atenção a necessidade de avançar na informação da cadeia de valor como um todo, que seja utilizável para os investidores e analistas financeiros.

No estudo realizado por Protin et al. (2016), encontrou-se que as informações divulgadas permanecem ainda bastante superficiais e de qualidade até a data, mas também prestou-se facilmente para a construção do modelo.

Foram identificados quais os determinantes de divulgação das informações financeiras e não financeiras de MN no Brasil, objetivo específico “c” deste estudo. Verificou-se, por meio das estatísticas descritivas, que as empresas familiares

investem menos na divulgação de MN em relação às empresas com participação de capital não detido por grandes acionistas e as de capital dos investidores institucionais; e que as empresas com sistema de gestão e controle segregados tendem a investir mais na divulgação de MN, o que vem ao encontro da teoria de agência.

Verificaram-se as existências de correlações negativas, uma significativa entre a taxa de distribuição de capital e a variável associada com a presença de investidores institucionais (fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações, bancos de investimentos, etc.), o que diz respeito à preponderância maior de informações divulgadas de MN por essas empresas; e outra correlação positiva dessas duas variáveis em relação ao nível de independência do conselho de administração e conselho fiscal, o que mostra a tendência dos grandes conglomerados em CEO, não ocupar também o cargo de presidente do Conselho de Administração e o Conselho Fiscal possuir independência, reduzindo o custo de agência e colaborando para a divulgação de MN.

Também, verificaram-se correlações positivas como entre a variável empresa familiar e alavancagem, o que indica que as empresas familiares possuem menos dívidas pelo capital investido ser próprio; e entre a taxa de distribuição de capital e o número de analistas financeiros, o que indica que quanto mais a empresa tende a abrir seu capital, maior o número de analistas colocando informações no mercado sobre MN.

Também constatou-se a correlação positiva entre a variável da taxa de margem operacional e as variáveis variação da receita observada nos últimos 12 meses e o *market-to-book* (MtoB) observado na data de encerramento das contas, o que se justifica, pois quando maior a variação das vendas mensais maior será a margem operacional, elevando, assim, o MtoB das empresas, contribuindo para uma maior divulgação sobre MN.

Os resultados da regressão múltipla indicam que as empresas familiares divulgam menos informações sobre MN, sendo as empresas com capital pulverizado e com investidores institucionais as que comunicam mais e melhor sobre modelo de negócios.

Como na aplicação do modelo no Brasil, no estudo realizado por Protin et al. (2016), não se encontrou, também, nenhuma das variáveis significativas nos níveis convencionais, baixo R^2 ajustado. Assim, os resultados indicaram que, na França,

são as empresas familiares que se comunicam mais e melhor por meio de seu modelo de negócio, sendo as empresas com investidores institucionais as que menos divulgam.

Este estudo contribui com a determinação dos componentes e parâmetros utilizados nos trabalhos acadêmicos que definem os conceitos do modelo de negócios, informando quais os canais de divulgação atualmente utilizados pelas empresas brasileiras para o MN, e como essas informações são divulgadas, fornecendo os determinantes de divulgação das informações financeiras e não financeiras em relação ao MN no Brasil.

Além disso, este estudo também contribui para reflexões sobre a medida das divulgações das transações contábeis, fazendo parte de um contexto mais amplo de obras destinadas a melhorar a qualidade das informações contábeis. Recomenda-se para as próximas pesquisas, verificar como os conceitos de MN estão presentes nas demonstrações e/ou normas contábeis.

REFERÊNCIAS

- AL-TUWAIJRI, S. A., CHRISTENSEN, T. E., HUGHES, K. E. I. (2004). **The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach**. *Accounting Organizations and Society* 29 (5-6): 447-471.
- AMAL, H., Faten, L. (2010). **La transparence de l'entreprise et la structure de propriété** : cas des entreprises françaises. 31ème conférence de l'Association Francophone de Comptabilité, Nice.
- AMIR, E.; LEV, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of accounting and economics** 22 (1-3): 3-30.
- AMIR, E.; LEV, B.; SOUGIANNIS, T. (2003). **Do financial analysts get intangibles?** *European Accounting Research* 12 (4): 635-659.
- AMIT, R.; Zott, C. (2010). **Business model design**: An activity system perspective. *Long Range Planning* 43 (2-3): 216-226.
- ANC. (2013). **Révision du "cadre conceptuel" de l'IASB**: Propositions pour une comptabilité plus prudente et centrée sur le "business model". Paris: Autorité des Normes Comptables.
- ASB. (2009). **A review of narrative reporting by uk listed companies in 2008/2009**. London Accounting Standards Board.
- BARREDY, C.; DARRAS, N. (2008). L'utilisation d'Internet dans la communication auprès des actionnaires minoritaires dans les entreprises familiales cotées. **Journal des entreprises familiales** 1 (1): 41-68.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. (1996). Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. **The Accounting Review** 71 (4): 513-537.
- BEATTIE, V.; MACINNES, W.; FEARNLEY, S. (2004). **A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports**: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum* 28 (3): 205-236.
- BEATTIE, V.; SMITH, S.J. 2013. Value Creation and Business Models: Refocusing the Intellectual Capital Debate. **The British Accounting Review** 45, 243-254.
- BEJAR, Y. (2009). **Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs**: une étude exploratoire par la méthode Delphi. *Comptabilité Contrôle Audit* 15 (2): 165-192.
- BEN ALI, C.; GETTLER-SUMMA, M. (2006). **La communication financière et la structure de propriété** : le cas français. 27ème conférence de l'Association Francophone de Comptabilité, Hammamet, Tunisie.

BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. (2008). Quality versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure. **Journal of Accounting, Auditing & Finance** 23 (3): 333-375.

BERTRAND, F.; DISLE, C.; GONTHIER-BESACIER, N.; PERIER, S.; PROTIN, P. (2012). Business model and financial information. **French accounting review** (454): 35-39.

_____. (2015). **A measure of the voluntary disclosure information concerning the business model by large French companies listed.**

_____. **Business Model et information financière.** CAHIER DE RECHERCHE n2012-02 E2. 2012, 30 p. <halshs-00853789>

BESSIEUX-OLLIER, C.; SCHATT, A.; WALLISER, E.; ZÉGHAL, D. 2014. **La reconnaissance du capital immatériel: quels enjeux pour l'évaluation des entreprises?** Management International 18, 12-19.

BLACK SUN PLC., 2014. **The Concise Strategic Report Paradox.** Londres: Black Sun Plc.

BOTOSAN, CA. (1997). **Nível de disclosure e do custo de capital próprio.** Avaliação de Contabilidade 72 (3): 323- 350.

BOZZOLAN, S.; TROMBETTA, M.; BERETTA, S. (2009). Forward-Looking Disclosures, Financial Verifiability and Analysts'Forecasts: A Study of Cross-Listed European Firms. **European Accounting Review** 18 (3): 435-473.

BRENNAN, M. J.; TAMAROWSKI, C. (2000). Inverstor relations, liquidity, and stock prices. **Journal of Applied Corporate Finance** 12 (4): 26-37.

BRINK, J. ; HOLMEN, M. (2009). **Capabilities and radical changes of the business models of new bioscience.** Creativity & Innovation Management 18 (2): 109-120.

BROUGHAM, A. (2012). **Discussion of 'business-model (intent)-based accounting'.** Accounting and Business Research 42 (3): 345-347.

BUSHEE, B. J.; NOE, C. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. **Journal of Accounting Research** 38 (Supplément): 171-202.

CAHAN, S. F.; RAHMAN, A.; PERERA, H. (2005). Global Diversification and Corporate Disclosure. **Journal of International Accounting Research** 4 (1): 73-93.

CASTA, J.-F. (2003). **La comptabilité en " juste valeur " permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise ?** Revue d'économie financière 71 (2): 17-31.

CAZAVAN-JENY, A.; JEANJEAN, T. (2005). **Pertinence de l'inscription à l'actif des frais de R&D : une étude empirique.** Comptabilité - Contrôle - Audit 11 (1): 5-21.

CHESBROUGH, H.; & ROSENBLOOM, R. S. (2002). **The role of the business model in capturing value from innovation** : evidence from Xerox Corporation ' s technology spin-off companies, 11 (3), 529–555.

CORMIER, D.; LAPOINTE-ANTUNES, P.; MAGNAN, M. (2007). **Le référentiel IFRS**: dirigeons-nous nous vers une comptabilité au-delà du réel? *Contabilidade - Contrôle - Auditoria* 13 (3): 43-55.

DANJOU, P. (2013). **Une mise au point concernant les ifrs**. *Revue française de comptabilité* 465: 38-40.

DE BOURMONT, M. (2009). **Les études portant sur les déterminants d'une publication volontaire d'informations au sein des rapports annuels** : une approche analytique et méthodologique appliquée à la recherche et au développement. Doctorat ès sciences de gestion, Paris: Ecole des Hautes Etudes Commerciales.

DEMIL, B.; LECOQ, X. (2009). Evolución de Modelos de Investigación y Simulación de negocio: Hacia una Visión", da estrategia no Lago Términos de coherencia dinámica. *Universia Business Review* 23: 86-107.

_____. 2010. **Business model: Toward a dynamic consistency view of strategy**. *Long Range Planning* 43, 272-246.

DEMIL, B.; LECOQ, X.; WARNIER, V. 2013. **Stratégie et business models, 3ème édition ed**: Editions Pearson Education.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *JOURNAL OF FINANCE* 46 (4): 1325-1359.

DISLE, C.; PERIER, S.; GONTHIER-BESACIER, N.; BERTRAND, F.; PROTIN, P. (2016) **Revista Comptabilité, Contrôle, Audit**, abril 2016.

DUMONTIER, P.; RAFFOURNIER, B. 2002. Accounting and capital markets: A survey of the European evidence. *The European Accounting Review* (11): 119-151.

EFRAG; ANC; ASCG; OIC; FRC. (2013). **Getting a Better Framework** – The role of the business model in financial reporting. Bulletin, EFRAG.

EFRAG; ANC; FRC. (2014). **The role of the business model in financial statements**: feedback statement on research paper. Bulletin, EFRAG.

EFRAG. (2015) **Getting a better framework** – profit or loss versus OCI European Financial Reporting Advisory Group.

EL GAZZAR, S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: a cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review* 73 (1): 119-129.

ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V. J.; SCHOLZ, S. (2002). Dissemination of information for investors at corporate Web sites. **Journal of Accounting and Public Policy** 21 (4-5): 357-369.

EVRAERT, F. (2006). **Valeur de marché et mesures comptables** : les entreprises de la nouvelle économie française. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 2 (12): 49-68.

FERGUSON, M. J.; LAM, K. C. K.; LEE, G. M. (2002). Voluntary Disclosure by State-owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. **Journal of International Financial Management & Accounting** 13 (2): 125-152.

FRC. (2010) **The uk Corporate governance code**. London: Financial Reporting Council
Gensse, P. (1983). Le renouvellement du modèle comptable: Évolution ou révolution? *Revue française de comptabilité* (139): 374-383.

GRANT THORNTON. (2011). A changing climate: Fresh challenges ahead. **Corporate Governance Review** 2011.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics** 31 (1): 405-440.

HOSSAIN, M.; PERERA, M. H. B.; RAHMAN, A. R. (1995). Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies. **Journal of International Financial Management and Accounting** 6 (1): 69-87.

HUGHES, S. B.; ANDERSON, A.; GOLEN, S. (2001). Corporate environmental disclosures: are they useful in determining environmental performance? **Journal of Accounting & Public Policy** 3 (20): 217-240.

IIRC, 2013. The International <IR> **Framework released with Business and Investor support**. London: International Integrated Report Council.

JOHNSON, M.W.; CHRISTENSEN, C.C.; KAGERMANN, H. 2008. Reinventing your business model. **Harvard Business Review** 86, 50-59.

KARAMANOU, I.; VAFEAS, N. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. **Journal of Accounting Research** 43 (3): 453-486.

KATEB, I.; MATOUSSI, H.; BOUNFOUR, A. (2009). **Les déterminants de l'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel** : une analyse de contenu des rapports annuels des grandes firmes françaises. 30ème conférence de l'Association Francophone de Comptabilité, Strasbourg.

LABELLE, R.; SCHATT, A. (2005). **Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises**. *Finance - Contrôle - Stratégie* 8 (3): 77-104.

LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analysts' Ratings of Corporate Disclosure. **Journal of Accounting Research** 31 (2): 246-271.

LEISENRING, J.; LINSMEIER, T.; SCHIPPER, K.; TROTT, E. (2012). **Business-model (intent)-based accounting**. *Accounting and Business Research* 42: 329-344.

LENNARD, A. (2007). **Stewardship and the objectives of financial statements: A comment on iasb's preliminary views on an improved conceptual framework for financial reporting: The objective of financial reporting and qualitative characteristics of decision-useful financial reporting information**. *Accounting in Europe* 4: 51-66.

LEPAK, D.P.; SMITH, K.G., 2007. Value creation and value capture: A multilevel perspective. **Academy of Management Review** 32, 180-194.

LEV, B.; SOUGIANNIS, T. (1996). The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. **Journal of Accounting & Economics** 21 (1): 107-138.

LEV, B.; ZAROWIN, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. **Journal of Accounting Research** 37 (2): 353-385.

LINSMEIER, T. (2011). **Business models, measurement and financial instruments. Information for Better Markets Conference 2011**, Webcast de la présentation disponible à <http://www.icaew.com/en/technical/financial-reporting/information-for-better-markets/information-for-bette-markets-webcasts/ifbm-webcasts-2011>.

MAGRETTA, J. 2002. Why business models matter. **Harvard Business Review** 80, 86-92.

MALONE, D.; FRIES, C.; JONES, T. (1993). An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry. **Journal of Accounting, Auditing & Finance** 8 (3): 249-273.

MALONE, T. W.; WEILL, P.; LAI, R. K.; D'URSO V. T.; HERMAN G.; APEL, T. G.; WOERNER, S. L. (2006). **Do some business models perform better than other?** M.I.T. Sloan Research.

MARTINEZ, I. (2004). **Le contenu informatif des chiffres comptables: vers de nouvelles améliorations méthodologiques**. *Comptabilité, Contrôle, Audit* 10 (2): 9-30.

MAVRINAC, S.; BEYLE, T. (2001). **Sell-side analysis, non-financial performance evaluation and the accuracy of short-term earnings forecasts**. Working paper, Ernst & Young.

MEEK, G.; SAUDAGARAN, S. (1990). A survey of research on financial reporting in a transnational context. **Journal of Accounting Literature** 9 (145): 145-182.

MENGER, C. 2004. **Principles of Economics**. Auburn: AL: Mises Institute.

MICHAÏLESCO, C. (1999). **Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991-1995**. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 5 (1): 83-108.

- MORRIS, M.; SCHINDEHUTTE, M.; ALLEN, J. (2005), The entrepreneur's business model: Toward a unified perspective. **Journal of Business Research** 58 (6): 726-735.
- NIELSEN, C.; BUKH P. N. (2008). **What constitutes a Business Model: The perception of financial analysts**. Working paper, Aalborg University, Department of Business Studies.
- NOVAK, A. (2011). **Business model literature overview. Accounting Renaissance – Lessons from the crisis and looking into the future**. Learning from histories and institutions, Venice.
- OBSERVATOIRE DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE. (2015). **Cadre et pratiques de communication financière**. Observatoire de la communication financière.
- ORENS, R.; AERTS, W.; CORMIER, D. (2010). Web-Based Non-Financial Disclosure and Cost of Finance. **Journal of Business Finance & Accounting** 37 (9-10): 1057-1093.
- OSTERWALDER, A. 2004. **The business model ontology** – a proposition in a design science approach. Lausanne:: Université de Lausanne.
- OSTERWALDER, A.; PIGNEUR, Y.; & TUCCI, C. L. (2005). **Clarifying Business Models** : origins , present , and future of the concept, 16 (Table 1), 1–25.
- OXIBAR, B. (2003). **La diffusion d'information sociétale dans les rapports annuels et les sites internet des entreprises françaises**. Doctorat ès sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- PALEPU, K. G. (1986). Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis. **Journal of Accounting & Economics** 8 (1): 3-35.
- PERCY, M. (2000). Financial reporting discretion and voluntary disclosure : corporate research and development expenditure in Australia. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics** 7 (1): 1-31.
- PROTIN, P.; DISLE, C.; GONTHIER-BESACIER, N.; BERTRAND, F.; PERIER, S. (2016), **Divulgation volontaire sur le Business model : le cas des entreprises du CAC40, Congrès de l'AFC**, Clermont-Ferrand, mai 2016.
- PWC. (2013). **Business models: Back to basics**. PricewaterhouseCoopers.
- _____. (2014). **Corporate performance: What do investors want to know?** , PriceWaterhouseCoopers.
- RAFFOURNIER, B. (1995). The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies. **European Accounting Review** 4 (2): 261-280.
- ROBB, S. W. G.; SINGLE, L. E.; ZARZESKI, M. T. (2001). Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation** 10 (1): 71-83.

RONEN, J., 2014. On the invariance of accounting principles to business models: a discussion of the Singleton-Green and Page articles. **Journal of Management & Governance** 18,707-716.

SHAFER, S.A.; SMITH, J.H.; LINDER, J.C., 2005. **The power of business models**. Business Horizons 48, 199- 207.

SINGLETON-GREEN, B., 2014. Should financial reporting reflect firms' business models? What accounting can learn from the economic theory of the firm. **Journal of Management & Governance** 18, 697-706

SORRENTINO, M.; & SMARRA, M. (2015). The Term “ Business Model ” in Financial Reporting : Does It Need a Proper Definition ? **Open Journal of Accounting** 4: 11-22.

TIMMERS, P. (1998). **Business model for electronic markets**. Electronic Market 8^o (2): 6.

VENKATRAMAN, N.; HENDERSON, J. (1998). Real strategies for virtual organizing. **Sloan Management Review** 40 (1): 33-48.

VERRIEST, A.; GAEREMYNCK, A. (2009). What Determines Goodwill Impairment? **Review of Business and Economics** 65 (2): 106-128.

WALLACE, R. S. O.; NASER, K.; MORA, A. (1994). **The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain**. Accounting and Business Research 25 (97): 41-53.

WEBER, R.P. (1990). **Basic content analysis**. Quantitative Applications in the Social Sciences, London: Sage Publications, Inc.

WISEMAN, J. (1982). **An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports**. Accounting Organizations and Society 7 (1): 53-64.

ZARZESKI, M. T. (1996). **Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosures Practices**. Accounting Horizons 10 (1): 18-37.

ZEGHAL, D.; MAALOUL, A. (2011). **Le traitement comptable des immatériels, ses conséquences et la solution envisagée**. In Le capital immatériel de l'entreprise : un déficit pour les comptables et les managers. (Eds, Walliser, E., Bessieux-Ollier, C.). Paris: Editions Management et Sociétés.

ZOTT, C., MASSA, L., AMIT, R. (2011). The business model: Recent developments and future research. **Journal of Management** 37 (4): 1019-1042.

APÊNDICE A – COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

(continua)				
Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
ABCB4	ABC BRASIL	PN N2	53.848.137	0,057
TIET11	AES TIETE E	UNT N2	180.923.473	0,294
ALSC3	ALIANSC	ON NM	79.678.412	0,114
ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	166.059.934	0,173
ALUP11	ALUPAR	UNT N2	73.633.600	0,111
ABEV3	AMBEV S/A	ON	4.394.000.710	9,997
ANIM3	ANIMA	ON NM	36.571.481	0,047
ARTR3	ARTERIS	ON NM	105.881.135	0,135
BTOW3	B2W DIGITAL	ON NM	110.392.364	0,194
BRSR6	BANRISUL	PNB N1	174.315.674	0,100
BBSE3	BBSEGURIDADE	ON NM	674.972.311	2,003
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	1.778.324.029	2,411
BRIN3	BR INSURANCE	ON NM	3.733.717	0,009
BRML3	BR MALLS PAR	ON NM	462.652.489	0,675
BRPR3	BR PROPERT	ON NM	295.259.171	0,307
BBDC3	BRADESCO	ON N1	685.707.787	1,713
BBDC4	BRADESCO	PN N1	2.510.973.464	5,886
BRAP4	BRADESPAR	PN N1	221.328.102	0,094
BBAS3	BRASIL	ON NM	839.653.556	1,474
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	264.585.622	0,856
BRFS3	BRF SA	ON NM	832.081.344	5,281
CCRO3	CCR SA	ON NM	861.253.436	1,295
CMIG4	CEMIG	PN N1	758.373.518	0,458
CESP6	CESP	PNB N1	181.964.945	0,29
CTIP3	CETIP	ON NM	252.173.097	1,299
HGTX3	CIA HERING	ON NM	127.749.285	0,219
CIEL3	CIELO	ON NM	772.547.017	3,385
CSMG3	COPASA	ON NM	58.136.685	0,084
CPLE6	COPEL	PNB N1	100.961.998	0,259
CSAN3	COSAN	ON NM	152.149.931	0,482
RLOG3	COSAN LOG	ON NM	151.098.726	0,010
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	308.487.239	0,614
CVCB3	CVC BRASIL	ON NM	39.734.887	0,069
CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	241.564.476	0,235
DIRR3	DIRECIONAL	ON NM	73.232.619	0,033
DTEX3	DURATEX	ON NM	261.664.151	0,173
ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	198.834.559	0,091
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	269.729.841	0,189
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	219.731.566	0,256
ELPL4	ELETROPAULO	PN N2	92.735.426	0,083

(continuação)

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
EMBR3	EMBRAER	ON NM	736.053.091	2,774
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	232.602.876	0,342
EQTL3	EQUATORIAL	ON NM	197.784.403	0,914
ESTC3	ESTACIO PART	ON NM	269.026.552	0,400
EVEN3	EVEN	ON NM	205.645.961	0,111
EZTC3	EZTEC	ON NM	53.227.551	0,087
FIBR3	FIBRIA	ON NM	222.307.680	1,334
FLRY3	FLEURY	ON NM	66.112.089	0,128
GFSA3	GAFISA	ON NM	365.768.901	0,109
GGBR4	GERDAU	PN N1	856.830.567	0,384
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	598.483.000	0,080
GOLL4	GOL	PN N2	130.778.714	0,020
GRND3	GRENDENE	ON NM	82.514.922	0,169
HBOR3	HELBOR	ON NM	104.154.863	0,021
HYPE3	HYPERMARCAS	ON NM	372.954.664	1,078
IGTA3	IGUATEMI	ON NM	84.039.084	0,222
MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	70.989.042	0,101
ITSA4	ITAUSA	PN N1	3.454.979.424	2,986
ITUB3	ITAUUNIBANCO	ON N1	287.786.288	0,849
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN N1	2.882.711.804	9,085
JBSS3	JBS	ON NM	1.676.252.804	2,408
KLBN11	KLABIN S/A	UNT N2	498.464.534	1,360
KROT3	KROTON	ON NM	1.615.275.745	1,688
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	97.629.475	0,094
LINX3	LINX	ON NM	32.932.383	0,207
RENT3	LOCALIZA	ON NM	149.615.920	0,414
LAME3	LOJAS AMERIC	ON	158.200.632	0,227
LAME4	LOJAS AMERIC	PN	424.844.953	1,017
LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	632.852.470	1,427
MDIA3	M.DIASBRANCO	ON NM	28.376.197	0,226
MGLU3	MAGAZ LUIZA	ON NM	5.964.398	0,010
POMO4	MARCOPOLO	PN N2	538.761.121	0,145
MFRG3	MARFRIG	ON NM	339.576.742	0,268
LEVE3	METAL LEVE	ON NM	38.492.519	0,123
MILS3	MILLS	ON NM	79.849.331	0,025
BEEF3	MINERVA	ON ES NM	128.878.572	0,206
MRVE3	MRV	ON NM	269.738.473	0,313
MULT3	MULTIPLAN	ON N2	78.663.321	0,417
MPLU3	MULTIPLUS	ON NM	44.140.205	0,193
NATU3	NATURA	ON NM	171.984.796	0,502
ODPV3	ODONTOPREV	ON NM	269.986.765	0,338
OIBR3	OI	ON N1	519.746.688	0,153
OIBR4	OI	PN N1	29.728.940	0,006

(conclusão)				
Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1	155.874.755	0,715
PARC3	PARCORRETORA	ON NM	48.875.385	0,062
PDGR3	PDG REALT	ON NM	49.189.727	0,012
PETR3	PETROBRAS	ON	2.708.739.869	2,271
PETR4	PETROBRAS	PN	4.037.695.282	2,405
PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM	94.329.291	0,293
PRML3	PRUMO	ON NM	71.466.802	0,079
QGEP3	QGEP PART	ON NM	71.577.609	0,042
QUAL3	QUALICORP	ON NM	216.334.932	0,372
RADL3	RAIADROGASIL	ON NM	198.046.365	1,039
RAPT4	RANDON PART	PN N1	153.348.656	0,039
RUMO3	RUMO LOG	ON NM	229.464.223	0,047
SBSP3	SABESP	ON NM	339.985.584	0,895
SANB11	SANTANDER BR	UNT	360.467.881	0,636
SMT03	SAO MARTINHO	ON NM	44.629.955	0,284
SEER3	SER EDUCA	ON NM	36.288.702	0,029
CSNA3	SID NACIONAL	ON	601.218.004	0,280
SLCE3	SLC AGRICOLA	ON NM	46.561.624	0,104
SMLE3	SMILES	ON NM	56.503.753	0,207
SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	240.708.419	0,515
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA N1	388.624.563	0,786
TAEE11	TAESA	UNT N2	118.866.050	0,249
TCSA3	TECNISA	ON NM	76.051.070	0,025
VIVT4	TELEF BRASIL	PN	473.532.117	2,171
TIMP3	TIM PART S/A	ON NM	808.255.142	0,673
TOTS3	TOTVS	ON NM	134.510.562	0,519
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	203.848.427	0,848
TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1	94.517.622	0,542
TUPY3	TUPY	ON NM	63.470.970	0,152
UGPA3	ULTRAPAR	ON NM	542.593.819	4,197
USIM5	USIMINAS	PNA N1	481.380.035	0,065
VALE3	VALE	ON N1	1.469.201.955	1,791
VALE5	VALE	PNA N1	1.945.837.689	1,769
VLID3	VALID	ON NM	63.512.030	0,288
VVAR11	VIAVAREJO	UNT N2	128.004.867	0,051
WEGE3	WEG	ON NM	568.316.152	1,132
			55.493.238.262	

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE B - EXEMPLO DA TABELA DE COLETA DE DADOS

Sentença / QGEPP - Queiroz Galvão Exploração e Produção Participações S.A	FR Pag.	Site	Modelo	Tema 1	Tema 2	Tema 3	Tema 4	Quantitativa	Financeiro	Prospectiva
Estratégia de construir um portfólio diversificado em bem equilibrado;		Site	1	1				1	0	1
A QGEP investe no crescimento adquirindo novas concessões, por meio de farm ins e rodadas de licitação da (ANP);		Site	1	1				1	1	1
Parcerias Diversificadas;		Site	1	5				1	0	1
Equilíbrio entre blocos operados e não operados;		Site	1	1				0	0	1
Significativo fluxo de caixa proveniente de ativo em operação e posição financeira privilegiada;		Site	1	6				1	1	1
Equipe técnica altamente qualificada, com experiência internacional;		Site	1	7				1	0	1
Demonstrações Financeiras (DRE, Balanço Patrimonial, Demonstração dos fluxos de caixa);	148,151,152,153			8	9	10	11	1	1	2
Estrutura das receitas A receita líquida totalizou r\$ 503,2 milhões, r\$ 486,1 milhões, e 462,3 milhões em 2014, 2013 e 2012 respectivamente, preponderantemente da venda de gás para Petrobrás;	144		1	8				1	1	2
A empresa se financia preponderantemente com capital próprio em relação aos recursos de terceiros, em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012 o capital próprio representava 80%, 74% e 92% da estrutura de capital da QGEPP e de terceiros 20%, 26% e 8%;	144		1	9				1	1	2
Dinâmica das receitas	148 e 149		1	9	8			1	1	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE C - CONTAGEM GERAL

(continua)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
ABC Brasil	15	15	16	29	21	12	2	7	12	10	31	170
AES Tiête	6	6	14	16	22	13	5	2	12	11	31	138
Aliansce	10	14	9	20	16	8	10	10	14	9	22	142
Alpargatas	12	13	13	16	24	16	4	5	11	13	29	156
Alupar	8	12	13	23	13	13	2	3	13	13	30	143
Ambev	9	23	12	34	3	12	9	8	40	5	54	209
Anima	14	29	20	16	2	12	12	3	22	4	51	185
Arteris	9	8	13	18	23	17	3	5	15	17	38	166
Banrisul	11	11	13	18	21	19	5	18	25	16	30	187
BB Seguridade	7	7	11	7	16	11	6	4	10	9	24	112
BM&F	13	10	11	16	10	11	5	5	5	4	7	97
BMW2 Digital	6	7	18	27	24	17	0	4	15	13	30	161
Br Insurance	10	9	8	9	5	10	6	4	7	3	10	81
BR Malls	7	8	7	16	15	14	3	6	14	8	27	125
Bradesco	8	8	9	8	16	9	4	5	11	10	25	113
Bradespar	13	12	11	8	18	10	2	4	9	10	20	117
Brasi	10	11	11	8	21	11	5	3	11	10	29	130
Braskem	6	10	13	21	26	15	6	9	13	17	35	171
BRF SA	12	13	15	12	15	12	4	4	11	10	26	134
CCR SA	8	8	8	10	15	13	5	3	14	13	30	127
Cemig	11	12	12	17	14	11	4	5	10	12	23	131
Cesp	10	11	13	24	17	11	3	4	12	10	27	142
Cetip	10	11	10	16	22	14	4	5	9	13	26	140
Cia. Hering	8	11	14	10	17	14	5	2	12	14	30	137

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Cielo	11	11	11	12	13	10	3	5	13	12	25	126
Copasa	12	13	9	20	5	10	4	4	12	6	26	121
Copel	7	8	10	12	18	10	4	3	8	13	24	117
Cosan	14	13	14	14	14	10	4	6	12	11	25	137
Cosan Log	9	13	19	18	22	20	3	5	14	16	34	173
CPFL	17	19	20	30	26	13	5	5	10	15	29	189
CVC	5	5	5	6	2	13	4	10	11	9	12	82
Cyrela	8	8	14	12	22	16	3	4	11	12	32	142
Direcional	15	15	12	25	18	11	6	15	28	14	33	192
Duratex	12	12	12	19	22	13	6	6	12	14	30	158
Ecorodovias	11	12	11	25	21	16	6	11	19	18	39	189
Eletrabras	6	8	10	17	20	15	4	7	12	16	32	147
Eletropaulo	6	7	8	8	10	11	5	5	10	15	22	107
Embraer	11	11	13	16	16	12	2	8	15	13	22	139
Energias BR	12	15	16	22	27	12	6	4	12	14	30	170
Equatorial	11	11	9	21	15	13	6	2	9	8	26	131
Estacio Part	7	7	10	12	16	14	4	5	10	11	27	123
Even	9	10	13	14	21	19	7	9	17	14	38	171
Eztec	13	13	15	18	8	12	5	6	18	10	36	154
Fibria	15	18	9	22	18	12	3	7	12	13	24	153
Fleury	21	23	26	42	21	22	9	13	16	17	41	251
Gafisa	9	9	12	13	21	15	3	9	17	16	29	153
Gerdau	18	17	18	15	19	11	7	5	14	11	37	172
Gol	10	11	13	29	29	21	10	6	19	16	46	210
Grandene	10	14	15	14	20	10	7	5	10	10	26	141
Helbor	8	9	11	10	16	17	8	4	16	16	31	146
Hypermarcas	8	8	9	20	15	12	7	5	14	13	28	139

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Iguatemi	13	13	10	15	15	13	4	6	15	14	25	143
IOCHP-Maxion	16	19	9	22	16	11	5	4	8	13	31	154
Itau/Unibanco	10	11	10	19	17	17	5	4	6	2	16	117
JBS	11	11	11	15	20	13	7	4	10	11	31	144
Klabin	13	14	13	19	18	17	4	5	14	16	27	160
Kroton	7	7	8	7	13	13	5	4	14	10	28	116
Light	5	7	11	13	10	8	3	5	12	13	23	110
Linux	5	4	3	8	3	10	5	8	13	6	14	79
Localiza	7	6	8	12	8	11	4	8	12	16	30	122
Lojas Americanas	8	9	14	16	22	19	3	6	23	16	40	176
Lojas Renner	11	13	12	16	16	9	4	2	15	3	33	134
M Dias Branco	6	6	4	11	2	10	3	8	14	9	15	88
Mag Luiza	4	6	10	10	3	5	6	5	14	2	32	97
Marcopolo	7	6	6	8	2	12	3	9	9	8	10	80
Marfrig	7	8	10	24	21	11	6	4	13	14	30	148
Metal Leve	4	12	13	20	0	6	6	7	20	7	28	123
Mills	11	12	10	18	19	10	5	4	12	13	28	142
Minerva	17	21	17	22	26	15	4	5	16	15	32	190
MRV	9	8	13	13	16	17	4	5	12	22	42	161
Multiplan	10	15	12	17	20	7	6	5	18	11	29	150
Multiplus	13	16	18	13	23	6	5	9	24	9	39	175
Natura	9	12	13	21	17	15	6	6	19	12	31	161
Odontoprev	6	7	8	16	14	15	4	9	13	12	23	127
Oi	7	7	7	6	4	7	5	4	6	3	8	64
Pão de Açúcar CBD	15	15	20	20	26	12	3	4	7	9	32	163
Par Corretora	23	23	24	6	11	6	4	10	16	2	29	154
PDG Empreend	3	4	6	8	4	7	5	3	24	6	48	118

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Petrobras	14	15	14	19	13	15	3	7	16	15	23	154
Porto Seguro	5	8	6	8	11	10	6	4	11	9	29	107
Proper	8	8	11	12	11	13	2	4	11	10	20	110
Prumo	22	28	26	44	28	14	4	10	13	20	42	251
QGEP	5	0	0	2	1	2	3	4	5	3	4	29
Qualicorp	13	14	16	19	21	13	3	12	20	17	33	181
RaiaDrogasil	8	10	12	23	21	15	7	7	17	13	31	164
Randon	7	6	5	4	3	4	3	3	4	1	3	43
Rumo	9	12	19	17	23	21	5	6	11	19	38	180
Sabesp	6	6	8	14	17	15	3	5	14	10	27	125
San Martinho	29	29	10	32	7	8	8	7	18	4	29	181
Santander	21	22	24	27	21	20	4	11	18	20	26	214
Ser Educa	3	5	7	19	1	5	4	9	27	3	47	130
Sid Nacional	26	35	30	40	21	12	5	7	16	8	26	226
SLC Agrícola	9	5	6	9	3	15	4	12	13	8	10	94
Smiles	5	5	6	15	0	9	5	10	21	7	40	123
Sul América	11	11	16	14	22	15	5	10	12	13	30	159
Suzano	8	9	9	20	21	20	4	5	16	15	32	159
Taesa	5	5	6	12	15	12	5	2	8	13	26	109
Tecnisa	8	11	9	22	12	9	6	6	15	13	35	146
Telef	15	15	14	29	18	14	13	6	14	10	31	179
Tim Part	15	15	11	18	14	11	4	3	14	7	25	137
Totvs	9	11	9	18	18	10	6	9	15	12	31	148
Tractebel	9	10	9	20	17	14	7	4	11	8	31	140
Tranpaulist	5	6	6	7	8	5	4	3	8	10	17	79
Tupy	3	5	7	28	5	12	4	9	25	5	42	145
Ultrapar	24	23	26	30	31	13	5	6	14	13	28	213

(conclusão)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Usiminas	24	25	29	35	22	10	8	5	14	8	28	208
Vale	14	12	15	16	11	12	3	6	14	15	30	148
Valid	4	7	5	11	3	9	7	7	26	2	43	124
Viavarejo	11	11	17	14	23	12	2	9	17	11	33	160
Weg	23	23	24	30	17	13	5	5	12	6	29	187
Total	1163	1298	1350	1908	1696	1359	536	668	1547	1209	3162	15896

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se ao número de citações Geral (FR e Site) dos parâmetros do MN por empresa

APÊNDICE D – PERCENTUAL CONTAGEM GERAL

(continua)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
ABC Brasil	8,8%	8,8%	9,4%	17,1%	12,4%	7,1%	1,2%	4,1%	7,1%	5,9%	18,2%	100,0%
AES Tiête	4,3%	4,3%	10,1%	11,6%	15,9%	9,4%	3,6%	1,4%	8,7%	8,0%	22,5%	100,0%
Aliansce	7,0%	9,9%	6,3%	14,1%	11,3%	5,6%	7,0%	7,0%	9,9%	6,3%	15,5%	100,0%
Alpargatas	7,7%	8,3%	8,3%	10,3%	15,4%	10,3%	2,6%	3,2%	7,1%	8,3%	18,6%	100,0%
Alupar	5,6%	8,4%	9,1%	16,1%	9,1%	9,1%	1,4%	2,1%	9,1%	9,1%	21,0%	100,0%
Ambev	4,3%	11,0%	5,7%	16,3%	1,4%	5,7%	4,3%	3,8%	19,1%	2,4%	25,8%	100,0%
Anima	7,6%	15,7%	10,8%	8,6%	1,1%	6,5%	6,5%	1,6%	11,9%	2,2%	27,6%	100,0%
Arteris	5,4%	4,8%	7,8%	10,8%	13,9%	10,2%	1,8%	3,0%	9,0%	10,2%	22,9%	100,0%
Banrisul	5,9%	5,9%	7,0%	9,6%	11,2%	10,2%	2,7%	9,6%	13,4%	8,6%	16,0%	100,0%
BB Seguridade	6,3%	6,3%	9,8%	6,3%	14,3%	9,8%	5,4%	3,6%	8,9%	8,0%	21,4%	100,0%
BM&F	13,4%	10,3%	11,3%	16,5%	10,3%	11,3%	5,2%	5,2%	5,2%	4,1%	7,2%	100,0%
BMW2 Digital	3,7%	4,3%	11,2%	16,8%	14,9%	10,6%	0,0%	2,5%	9,3%	8,1%	18,6%	100,0%
Br Insurance	12,3%	11,1%	9,9%	11,1%	6,2%	12,3%	7,4%	4,9%	8,6%	3,7%	12,3%	100,0%
BR Malls	5,6%	6,4%	5,6%	12,8%	12,0%	11,2%	2,4%	4,8%	11,2%	6,4%	21,6%	100,0%
Bradesco	7,1%	7,1%	8,0%	7,1%	14,2%	8,0%	3,5%	4,4%	9,7%	8,8%	22,1%	100,0%
Bradespar	11,1%	10,3%	9,4%	6,8%	15,4%	8,5%	1,7%	3,4%	7,7%	8,5%	17,1%	100,0%
Brasi	7,7%	8,5%	8,5%	6,2%	16,2%	8,5%	3,8%	2,3%	8,5%	7,7%	22,3%	100,0%
Braskem	3,5%	5,8%	7,6%	12,3%	15,2%	8,8%	3,5%	5,3%	7,6%	9,9%	20,5%	100,0%
BRF SA	9,0%	9,7%	11,2%	9,0%	11,2%	9,0%	3,0%	3,0%	8,2%	7,5%	19,4%	100,0%
CCR SA	6,3%	6,3%	6,3%	7,9%	11,8%	10,2%	3,9%	2,4%	11,0%	10,2%	23,6%	100,0%
Cemig	8,4%	9,2%	9,2%	13,0%	10,7%	8,4%	3,1%	3,8%	7,6%	9,2%	17,6%	100,0%
Cesp	7,0%	7,7%	9,2%	16,9%	12,0%	7,7%	2,1%	2,8%	8,5%	7,0%	19,0%	100,0%
Cetip	7,1%	7,9%	7,1%	11,4%	15,7%	10,0%	2,9%	3,6%	6,4%	9,3%	18,6%	100,0%
Cia. Hering	5,8%	8,0%	10,2%	7,3%	12,4%	10,2%	3,6%	1,5%	8,8%	10,2%	21,9%	100,0%
Cielo	8,7%	8,7%	8,7%	9,5%	10,3%	7,9%	2,4%	4,0%	10,3%	9,5%	19,8%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Copasa	9,9%	10,7%	7,4%	16,5%	4,1%	8,3%	3,3%	3,3%	9,9%	5,0%	21,5%	100,0%
Copel	6,0%	6,8%	8,5%	10,3%	15,4%	8,5%	3,4%	2,6%	6,8%	11,1%	20,5%	100,0%
Cosan	10,2%	9,5%	10,2%	10,2%	10,2%	7,3%	2,9%	4,4%	8,8%	8,0%	18,2%	100,0%
Cosan Log	5,2%	7,5%	11,0%	10,4%	12,7%	11,6%	1,7%	2,9%	8,1%	9,2%	19,7%	100,0%
CPFL	9,0%	10,1%	10,6%	15,9%	13,8%	6,9%	2,6%	2,6%	5,3%	7,9%	15,3%	100,0%
CVC	6,1%	6,1%	6,1%	7,3%	2,4%	15,9%	4,9%	12,2%	13,4%	11,0%	14,6%	100,0%
Cyrela	5,6%	5,6%	9,9%	8,5%	15,5%	11,3%	2,1%	2,8%	7,7%	8,5%	22,5%	100,0%
Direcional	7,8%	7,8%	6,3%	13,0%	9,4%	5,7%	3,1%	7,8%	14,6%	7,3%	17,2%	100,0%
Duratex	7,6%	7,6%	7,6%	12,0%	13,9%	8,2%	3,8%	3,8%	7,6%	8,9%	19,0%	100,0%
Ecorodovias	5,8%	6,3%	5,8%	13,2%	11,1%	8,5%	3,2%	5,8%	10,1%	9,5%	20,6%	100,0%
Eletrobras	4,1%	5,4%	6,8%	11,6%	13,6%	10,2%	2,7%	4,8%	8,2%	10,9%	21,8%	100,0%
Eletropaulo	5,6%	6,5%	7,5%	7,5%	9,3%	10,3%	4,7%	4,7%	9,3%	14,0%	20,6%	100,0%
Embraer	7,9%	7,9%	9,4%	11,5%	11,5%	8,6%	1,4%	5,8%	10,8%	9,4%	15,8%	100,0%
Energias BR	7,1%	8,8%	9,4%	12,9%	15,9%	7,1%	3,5%	2,4%	7,1%	8,2%	17,6%	100,0%
Equatorial	8,4%	8,4%	6,9%	16,0%	11,5%	9,9%	4,6%	1,5%	6,9%	6,1%	19,8%	100,0%
Estacio Part	5,7%	5,7%	8,1%	9,8%	13,0%	11,4%	3,3%	4,1%	8,1%	8,9%	22,0%	100,0%
Even	5,3%	5,8%	7,6%	8,2%	12,3%	11,1%	4,1%	5,3%	9,9%	8,2%	22,2%	100,0%
Eztec	8,4%	8,4%	9,7%	11,7%	5,2%	7,8%	3,2%	3,9%	11,7%	6,5%	23,4%	100,0%
Fibria	9,8%	11,8%	5,9%	14,4%	11,8%	7,8%	2,0%	4,6%	7,8%	8,5%	15,7%	100,0%
Fleury	8,4%	9,2%	10,4%	16,7%	8,4%	8,8%	3,6%	5,2%	6,4%	6,8%	16,3%	100,0%
Gafisa	5,9%	5,9%	7,8%	8,5%	13,7%	9,8%	2,0%	5,9%	11,1%	10,5%	19,0%	100,0%
Gerdau	10,5%	9,9%	10,5%	8,7%	11,0%	6,4%	4,1%	2,9%	8,1%	6,4%	21,5%	100,0%
Gol	4,8%	5,2%	6,2%	13,8%	13,8%	10,0%	4,8%	2,9%	9,0%	7,6%	21,9%	100,0%
Grandene	7,1%	9,9%	10,6%	9,9%	14,2%	7,1%	5,0%	3,5%	7,1%	7,1%	18,4%	100,0%
Helbor	5,5%	6,2%	7,5%	6,8%	11,0%	11,6%	5,5%	2,7%	11,0%	11,0%	21,2%	100,0%
Hypermarcas	5,8%	5,8%	6,5%	14,4%	10,8%	8,6%	5,0%	3,6%	10,1%	9,4%	20,1%	100,0%
Iguatemi	9,1%	9,1%	7,0%	10,5%	10,5%	9,1%	2,8%	4,2%	10,5%	9,8%	17,5%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
IOCHP-Maxion	10,4%	12,3%	5,8%	14,3%	10,4%	7,1%	3,2%	2,6%	5,2%	8,4%	20,1%	100,0%
Itau/Unibanco	8,5%	9,4%	8,5%	16,2%	14,5%	14,5%	4,3%	3,4%	5,1%	1,7%	13,7%	100,0%
JBS	7,6%	7,6%	7,6%	10,4%	13,9%	9,0%	4,9%	2,8%	6,9%	7,6%	21,5%	100,0%
Klabin	8,1%	8,8%	8,1%	11,9%	11,3%	10,6%	2,5%	3,1%	8,8%	10,0%	16,9%	100,0%
Kroton	6,0%	6,0%	6,9%	6,0%	11,2%	11,2%	4,3%	3,4%	12,1%	8,6%	24,1%	100,0%
Light	4,5%	6,4%	10,0%	11,8%	9,1%	7,3%	2,7%	4,5%	10,9%	11,8%	20,9%	100,0%
Linux	6,3%	5,1%	3,8%	10,1%	3,8%	12,7%	6,3%	10,1%	16,5%	7,6%	17,7%	100,0%
Localiza	5,7%	4,9%	6,6%	9,8%	6,6%	9,0%	3,3%	6,6%	9,8%	13,1%	24,6%	100,0%
Lojas Americanas	4,5%	5,1%	8,0%	9,1%	12,5%	10,8%	1,7%	3,4%	13,1%	9,1%	22,7%	100,0%
Lojas Renner	8,2%	9,7%	9,0%	11,9%	11,9%	6,7%	3,0%	1,5%	11,2%	2,2%	24,6%	100,0%
M Dias Branco	6,8%	6,8%	4,5%	12,5%	2,3%	11,4%	3,4%	9,1%	15,9%	10,2%	17,0%	100,0%
Mag Luiza	4,1%	6,2%	10,3%	10,3%	3,1%	5,2%	6,2%	5,2%	14,4%	2,1%	33,0%	100,0%
Marcopolo	8,8%	7,5%	7,5%	10,0%	2,5%	15,0%	3,8%	11,3%	11,3%	10,0%	12,5%	100,0%
Marfrig	4,7%	5,4%	6,8%	16,2%	14,2%	7,4%	4,1%	2,7%	8,8%	9,5%	20,3%	100,0%
Metal Leve	3,3%	9,8%	10,6%	16,3%	0,0%	4,9%	4,9%	5,7%	16,3%	5,7%	22,8%	100,0%
Mills	7,7%	8,5%	7,0%	12,7%	13,4%	7,0%	3,5%	2,8%	8,5%	9,2%	19,7%	100,0%
Minerva	8,9%	11,1%	8,9%	11,6%	13,7%	7,9%	2,1%	2,6%	8,4%	7,9%	16,8%	100,0%
MRV	5,6%	5,0%	8,1%	8,1%	9,9%	10,6%	2,5%	3,1%	7,5%	13,7%	26,1%	100,0%
Multiplan	6,7%	10,0%	8,0%	11,3%	13,3%	4,7%	4,0%	3,3%	12,0%	7,3%	19,3%	100,0%
Multiplus	7,4%	9,1%	10,3%	7,4%	13,1%	3,4%	2,9%	5,1%	13,7%	5,1%	22,3%	100,0%
Natura	5,6%	7,5%	8,1%	13,0%	10,6%	9,3%	3,7%	3,7%	11,8%	7,5%	19,3%	100,0%
Odontoprev	4,7%	5,5%	6,3%	12,6%	11,0%	11,8%	3,1%	7,1%	10,2%	9,4%	18,1%	100,0%
Oi	10,9%	10,9%	10,9%	9,4%	6,3%	10,9%	7,8%	6,3%	9,4%	4,7%	12,5%	100,0%
Pão de Açúcar CBD	9,2%	9,2%	12,3%	12,3%	16,0%	7,4%	1,8%	2,5%	4,3%	5,5%	19,6%	100,0%
Par Corretora	14,9%	14,9%	15,6%	3,9%	7,1%	3,9%	2,6%	6,5%	10,4%	1,3%	18,8%	100,0%
PDG Empreend	2,5%	3,4%	5,1%	6,8%	3,4%	5,9%	4,2%	2,5%	20,3%	5,1%	40,7%	100,0%
Petrobras	9,1%	9,7%	9,1%	12,3%	8,4%	9,7%	1,9%	4,5%	10,4%	9,7%	14,9%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Porto Seguro	4,7%	7,5%	5,6%	7,5%	10,3%	9,3%	5,6%	3,7%	10,3%	8,4%	27,1%	100,0%
Proper	7,3%	7,3%	10,0%	10,9%	10,0%	11,8%	1,8%	3,6%	10,0%	9,1%	18,2%	100,0%
Prumo	8,8%	11,2%	10,4%	17,5%	11,2%	5,6%	1,6%	4,0%	5,2%	8,0%	16,7%	100,0%
QGEP	17,2%	0,0%	0,0%	6,9%	3,4%	6,9%	10,3%	13,8%	17,2%	10,3%	13,8%	100,0%
Qualicorp	7,2%	7,7%	8,8%	10,5%	11,6%	7,2%	1,7%	6,6%	11,0%	9,4%	18,2%	100,0%
RaiaDrogasil	4,9%	6,1%	7,3%	14,0%	12,8%	9,1%	4,3%	4,3%	10,4%	7,9%	18,9%	100,0%
Randon	16,3%	14,0%	11,6%	9,3%	7,0%	9,3%	7,0%	7,0%	9,3%	2,3%	7,0%	100,0%
Rumo	5,0%	6,7%	10,6%	9,4%	12,8%	11,7%	2,8%	3,3%	6,1%	10,6%	21,1%	100,0%
Sabesp	4,8%	4,8%	6,4%	11,2%	13,6%	12,0%	2,4%	4,0%	11,2%	8,0%	21,6%	100,0%
San Martinho	16,0%	16,0%	5,5%	17,7%	3,9%	4,4%	4,4%	3,9%	9,9%	2,2%	16,0%	100,0%
Santander	9,8%	10,3%	11,2%	12,6%	9,8%	9,3%	1,9%	5,1%	8,4%	9,3%	12,1%	100,0%
Ser Educa	2,3%	3,8%	5,4%	14,6%	0,8%	3,8%	3,1%	6,9%	20,8%	2,3%	36,2%	100,0%
Sid Nacional	11,5%	15,5%	13,3%	17,7%	9,3%	5,3%	2,2%	3,1%	7,1%	3,5%	11,5%	100,0%
SLC Agrícola	9,6%	5,3%	6,4%	9,6%	3,2%	16,0%	4,3%	12,8%	13,8%	8,5%	10,6%	100,0%
Smiles	4,1%	4,1%	4,9%	12,2%	0,0%	7,3%	4,1%	8,1%	17,1%	5,7%	32,5%	100,0%
Sul América	6,9%	6,9%	10,1%	8,8%	13,8%	9,4%	3,1%	6,3%	7,5%	8,2%	18,9%	100,0%
Suzano	5,0%	5,7%	5,7%	12,6%	13,2%	12,6%	2,5%	3,1%	10,1%	9,4%	20,1%	100,0%
Taesa	4,6%	4,6%	5,5%	11,0%	13,8%	11,0%	4,6%	1,8%	7,3%	11,9%	23,9%	100,0%
Tecnisa	5,5%	7,5%	6,2%	15,1%	8,2%	6,2%	4,1%	4,1%	10,3%	8,9%	24,0%	100,0%
Telef	8,4%	8,4%	7,8%	16,2%	10,1%	7,8%	7,3%	3,4%	7,8%	5,6%	17,3%	100,0%
Tim Part	10,9%	10,9%	8,0%	13,1%	10,2%	8,0%	2,9%	2,2%	10,2%	5,1%	18,2%	100,0%
Totvs	6,1%	7,4%	6,1%	12,2%	12,2%	6,8%	4,1%	6,1%	10,1%	8,1%	20,9%	100,0%
Tractebel	6,4%	7,1%	6,4%	14,3%	12,1%	10,0%	5,0%	2,9%	7,9%	5,7%	22,1%	100,0%
Tranpaulist	6,3%	7,6%	7,6%	8,9%	10,1%	6,3%	5,1%	3,8%	10,1%	12,7%	21,5%	100,0%
Tupy	2,1%	3,4%	4,8%	19,3%	3,4%	8,3%	2,8%	6,2%	17,2%	3,4%	29,0%	100,0%
Ultrapar	11,3%	10,8%	12,2%	14,1%	14,6%	6,1%	2,3%	2,8%	6,6%	6,1%	13,1%	100,0%
Usiminas	11,5%	12,0%	13,9%	16,8%	10,6%	4,8%	3,8%	2,4%	6,7%	3,8%	13,5%	100,0%

(conclusão)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Vale	9,5%	8,1%	10,1%	10,8%	7,4%	8,1%	2,0%	4,1%	9,5%	10,1%	20,3%	100,0%
Valid	3,2%	5,6%	4,0%	8,9%	2,4%	7,3%	5,6%	5,6%	21,0%	1,6%	34,7%	100,0%
Viavarejo	6,9%	6,9%	10,6%	8,8%	14,4%	7,5%	1,3%	5,6%	10,6%	6,9%	20,6%	100,0%
Weg	12,3%	12,3%	12,8%	16,0%	9,1%	7,0%	2,7%	2,7%	6,4%	3,2%	15,5%	100,0%
Media	7,4%	7,9%	8,3%	11,7%	10,4%	8,8%	3,6%	4,4%	10,0%	7,7%	19,9%	
Desvio padrão	2,9%	2,7%	2,4%	3,3%	4,1%	2,5%	1,6%	2,3%	3,4%	2,8%	5,2%	
Minimo	2,1%	0,0%	0,0%	3,9%	0,0%	3,4%	0,0%	1,4%	4,3%	1,3%	7,0%	
Maximo	17,2%	16,0%	15,6%	19,3%	16,2%	16,0%	10,3%	13,8%	21,0%	14,0%	40,7%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se ao percentual de citações Geral (FR e Site) dos parâmetros do MN por empresa, juntamente com a média, desvio padrão, percentual mínimo e máximo.

APÊNDICE E – TEMA & CARACTERÍSTICA GERAL

Dimensão	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Quantitativo 1	827	878	851	1023	545	949	131	481	1245	875	1183	8988
Quantitativo 0	336	420	499	885	1151	410	405	187	302	334	1979	6908
Total	1163	1298	1350	1908	1696	1359	536	668	1547	1209	3162	15896
Financeiro 0	943	1077	1238	1551	1605	306	450	115	324	232	1788	9629
Financeiro 1	211	210	101	324	81	976	81	513	1110	655	941	5203
Financeiro 2	9	11	11	33	10	77	5	40	113	322	433	1064
Total	1163	1298	1350	1908	1696	1359	536	668	1547	1209	3162	15896
Prospectivo 0	0	0	0	1	0	1	0	1	1	1	1	6
Prospectivo 1	843	969	1121	1464	1563	286	496	107	398	210	1955	9412
Prospectivo 2	320	329	229	443	133	1072	40	560	1148	998	1206	6478
Total	1163	1298	1350	1908	1696	1359	536	668	1547	1209	3162	15896

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE F – CITAÇÕES PARÂMETRO/TEMA GERAL

Parâmetro	1º tema	2º tema	3º tema	4º tema	5º tema	Total	Por Parâmetro	Por Componente
1	1.078	70	10	5	0	1.163	7,3%	
2	139	1.090	58	6	5	1.298	8,2%	24,0%
3	343	145	838	23	1	1.350	8,5%	
4	543	448	198	711	8	1.908	12,0%	22,7%
5	641	550	117	87	301	1.696	10,7%	
6	1.029	90	184	45	11	1.359	8,5%	11,9%
7	414	96	16	5	5	536	3,4%	
8	247	257	41	121	2	668	4,2%	
9	328	873	195	134	17	1.547	9,7%	41,4%
10	656	343	150	12	48	1.209	7,6%	
11	295	1.402	1.204	121	140	3.162	19,9%	
Total	5.713	5.364	3.011	1.270	538	15.896	100,0%	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE G – SETORES E TAMANHO GERAL

(continua)

Empresa	Setor	Subsetor	Tamanho	ln(Tam)	Cod_setor	Cod-subsetor	Quant	Resíduos	Resíduos Estandarizados
ABC Brasil	Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	53848137	17,8016784	4	13	170	35,4886493	0,376061449
AES Tiête	Utilidade Pública	Energia Elétrica	180923473	19,0135847	10	11	138	4,95551491	0,511261112
Aliansce	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	79678412	18,1935092	4	12	142	4,36462398	0,513877556
Alpargatas	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	166059934	18,9278593	2	27	156	8,79997531	0,494237974
Alupar	Utilidade Pública	Energia Elétrica	73633600	18,114612	10	11	143	17,1229272	0,457384231
Ambev	Consumo não Cíclico	Bebidas	4394000710	22,203506	3	5	209	37,5384755	0,36698489
Anima	Consumo Cíclico	Diversos	36571481	17,4147793	2	10	185	49,8635992	0,312409669
Arteris	Bens industriais	Transporte	105881135	18,4778277	1	29	166	20,5331519	0,442283874
Banrisul	Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	174315674	18,9763784	4	13	187	43,1228924	0,342257285
BB Seguridade	Financeiro e Outros	Previdência e Seguros	674972311	20,3301822	4	19	112	-42,6708391	0,722148959
BM&F	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos	1778324029	21,2989372	4	24	97	-65,3946179	0,822769066
BMW2 Digital	Consumo Cíclico	Comércio	110392364	18,5195515	2	6	161	17,0553694	0,457683375
Br Insurance	Financeiro e Outros	Previdência e Seguros	3733717	15,1329148	4	19	81	-32,233587	0,675933168
BR Malls	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	462652489	19,9524868	4	12	125	-26,659514	0,651251366
Bradesco	Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	3196681251	21,885379	4	13	113	-54,0702551	0,772625179
Bradespar	Materiais Básicos	Mineração	221328102	19,2151568	5	17	117	-26,9259843	0,652431287
Brasi	Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	839653556	20,5484999	4	13	130	-26,4114626	0,650153003
Braskem	Materiais Básicos	Químicos	264585622	19,3936755	5	22	171	25,6507055	0,419623524

(continuação)

Empresa	Setor	Subsetor	Tamanho	ln(Tam)	Cod_setor	Cod-subsetor	Quant	Resíduos	Resíduos Estandarizados
BRF SA	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	832081344	20,5394408	3	3	134	-24,1941122	0,640334652
CCR SA	Bens industriais	Transporte	861253436	20,5738994	1	29	127	-35,1786016	0,688973591
Cemig	Utilidade Pública	Energia Elétrica	758373518	20,4466866	10	11	131	-13,4704518	0,592850655
Cesp	Utilidade Pública	Energia Elétrica	181964945	19,0193246	10	11	142	8,90975117	0,493751891
Cetip	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros	252173097	19,3456263	4	24	140	-6,82108099	0,563407471
Cia. Hering	Consumo Cíclico	Diversos Tecidos, Vestuário e Calçados	127749285	18,6655802	2	27	137	-8,10890142	0,569109895
Cielo	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros	772547017	20,4652034	4	24	126	-29,7473486	0,664924191
Copasa	Utilidade Pública	Diversos Água e Saneamento	58136685	17,8783074	10	2	121	-2,993042	0,546457047
Copel	Utilidade Pública	Energia Elétrica	100961998	18,4302547	10	11	117	-11,3936583	0,583654685
Cosan	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	152149931	18,840377	6	18	137	-2,08302801	0,542427536
Cosan Log	Bens industriais	Transporte	151098726	18,833444	1	29	173	24,6978612	0,423842685
CPFL	Utilidade Pública	Energia Elétrica	308487239	19,547191	10	11	189	51,7011292	0,304273149
CVC	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	39734887	17,4977401	2	30	82	-53,7978386	0,771418928
Cyrela	Consumo Cíclico	Construção Civil	241564476	19,302647	2	8	142	-8,18816615	0,569460877
Direcional	Consumo Cíclico	Construção Civil	73232619	18,1091515	2	8	192	51,3274445	0,305927812
Duratex	Materiais Básicos	Madeira e Papel	261664151	19,3825724	5	14	158	12,7392293	0,476795094
Ecorodovias	Bens industriais	Transporte	198834559	19,1079837	1	29	189	38,508986	0,362687503
Eletrobras	Utilidade Pública	Energia Elétrica	489461407	20,0088162	10	11	147	6,02064178	0,506544767
Eletropaulo	Utilidade Pública	Energia Elétrica	92735426	18,3452611	10	11	107	-20,7160133	0,62493375
Embraer	Bens industriais	Material de transporte	736053091	20,4168128	1	16	139	-21,9261674	0,630292271
Energias BR	Utilidade Pública	Energia Elétrica	232602876	19,2648432	10	11	170	34,9522583	0,37843657
Equatorial	Utilidade Pública	Energia Elétrica	197784403	19,1026881	10	11	131	-2,75489706	0,545402549

(continuação)

Empresa	Setor	Subsetor	Tamanho	In(Tam)	Cod_setor	Cod-subsetor	Quant	Resíduos	Resíduos Estandarizados
Estacio Part	Consumo Cíclico	Diversos	269026552	19,4103206	2	10	123	-28,0466366	0,657393497
Even	Consumo Cíclico	Construção Civil	205645961	19,1416666	2	8	171	22,0953129	0,435366679
Eztec	Consumo Cíclico	Construção Civil	53227551	17,7900867	2	8	154	15,8713137	0,462926333
Fibria	Materiais Básicos	Madeira e Papel	222307680	19,2195729	5	14	153	9,03880631	0,493180439
Fleury	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares,	66112089	18,0068622	7	25	251	120,417373	0
Gafisa	Consumo Cíclico	Construção Civil	365768901	19,7175123	2	8	153	-0,49584238	0,535399533
Gerdau	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	1455313567	21,0984872	5	26	172	13,0584254	0,475381705
Gol	Bens industriais	Transporte	130778714	18,6890172	1	29	210	62,8493601	0,254909169
Grandene	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	82514922	18,2284897	2	27	141	-0,62402618	0,535967127
Helbor	Consumo Cíclico	Construção Civil	104154863	18,4613894	2	8	146	2,51908957	0,522049519
Hypermarcas	Consumo não Cíclico	Diversos	372954664	19,7369674	3	10	139	-12,7960789	0,589864555
Iguatemi	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	84039084	18,2467925	4	12	143	4,93980203	0,511330688
IOCHP-Maxion	Consumo Cíclico	Automóveis e Motocicletas	70989042	18,0780361	2	4	154	13,5755243	0,473092009
Itau/Unibanco	Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	6625477516	22,6141883	4	13	117	-55,8809729	0,780642975
JBS	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	1676252804	21,2398267	3	3	144	-19,7782134	0,620781205
Klabin	Materiais Básicos	Madeira e Papel	498464534	20,027043	5	14	160	9,60093458	0,490691354
Kroton	Consumo Cíclico	Diversos	1615275745	21,2027715	2	10	116	-49,337654	0,751669385
Light	Utilidade Pública	Energia Elétrica	97629475	18,39669	10	11	110	-18,1260503	0,613465484
Linux	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	32932383	17,309967	8	21	79	-44,1714799	0,728793745
Localiza	Consumo Cíclico	Diversos	149615920	18,823582	2	10	122	-24,3686331	0,641107424
Lojas Americanas	Consumo Cíclico	Comércio	583045585	20,1837759	2	6	176	18,7866878	0,450017157
Lojas Renner	Consumo Cíclico	Comércio	632852470	20,2657479	2	6	134	-23,8668658	0,638885616

(continuação)

Empresa	Setor	Subsetor	Tamanho	ln(Tam)	Cod_setor	Cod-subsetor	Quant	Resíduos	Resíduos Estandarizados
M Dias Branco	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	28376197	17,1610612	3	3	88	-43,2586567	0,724751795
Mag Luiza	Consumo Cíclico	Comércio	5964398	15,6013187	2	6	97	-23,6778752	0,638048773
Marcopolo	Bens industriais	Material de transporte	538761121	20,1047828	1	16	80	-78,4383862	0,88052642
Marfrig	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	339576742	19,6432105	3	3	148	-3,0485652	0,546702902
Metal Leve	Consumo Cíclico	Automóveis e Motocicletas	38492519	17,4659745	2	4	123	-12,5445745	0,588750902
Mills	Bens industriais	Construção e Engenharia	79849331	18,1956521	1	9	142	-1,21709246	0,538593204
Minerva	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	128878572	18,6743812	3	3	190	46,6758063	0,326525105
MRV	Consumo Cíclico	Construção Civil	269738473	19,4129634	2	8	161	9,93229269	0,489224112
Multiplan	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	78663321	18,1806875	4	12	150	12,46685	0,47800118
Multiplus	Consumo Cíclico	Diversos	44140205	17,6028816	2	10	175	38,3638797	0,363330029
Natura	Consumo não Cíclico	Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	171984796	18,9629166	3	20	161	15,3753445	0,465122467
Odontoprev	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares,	269986765	19,4138835	7	25	127	-14,8006562	0,598740754
Oi	Telecomunicações	Telecomunicações	549475628	20,124475	9	28	64	-79,7563707	0,88636241
Pão de Açúcar CBD	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	155874755	18,8645634	3	7	163	18,1595043	0,452794304
Par Corretora	Financeiro e Outros	Previdência e Seguros	48875385	17,7047845	4	19	154	20,261174	0,443488183
PDG Empreend	Consumo Cíclico	Construção Civil	49189727	17,7111954	2	8	118	-19,4996942	0,619547931
Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6746435151	22,6322801	6	18	154	-15,3154621	0,601020297
Porto Seguro	Financeiro e Outros	Previdência e Seguros	94329291	18,3623023	4	19	107	-31,981145	0,674815364
Proper	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	295259171	19,5033641	4	12	110	-38,0787072	0,701815158

(continuação)

Empresa	Setor	Subsetor	Tamanho	ln(Tam)	Cod_setor	Cod-subsetor	Quant	Resíduos	Resíduos Estandarizados
Prumo	Bens industriais	Transporte	71466802	18,0847436	1	29	251	108,667169	0,052029497
QGEP	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71577609	18,0862929	6	18	29	-104,070797	0,994025847
Qualicorp	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares,	216334932	19,1923384	7	25	181	40,9656991	0,351809262
RaiaDrogasil	Saúde	Comércio e Distribuição	198046365	19,1040117	7	7	164	24,669918	0,423966417
Randon	Bens industriais	Material de transporte	153348656	18,8482247	1	16	43	-105,419984	1
Rumo	Bens industriais	Transporte	229464223	19,2512577	1	29	180	28,3666778	0,407597293
Sabesp	Utilidade Pública	Água e Saneamento	339985584	19,6444138	10	2	125	-13,0740172	0,591095256
San Martinho	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	44629955	17,6139158	3	3	181	46,1307824	0,328938452
Santander	Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	360467881	19,7029134	4	13	214	64,3303074	0,248351585
Ser Educa	Consumo Cíclico	Diversos	36288702	17,407017	2	10	130	-5,07451304	0,555673729
Sid Nacional SLC	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	601218004	20,2144682	5	26	226	74,106614	0,205062438
Agrícola	Consumo não Cíclico	Agropecuária	46561624	17,6562872	3	1	94	-41,2070403	0,715667309
Smiles	Consumo Cíclico	Diversos	56503753	17,8498176	2	10	123	-15,6049145	0,602301982
Sul América	Financeiro e Outros	Previdência e Seguros	240708419	19,2990969	4	19	159	12,5498931	0,477633468
Suzano	Materiais Básicos	Madeira e Papel	388624563	19,7781243	5	14	159	10,5855365	0,486331571
Taesa	Utilidade Pública	Energia Elétrica	118866050	18,5935078	10	11	109	-20,6952572	0,624841843
Tecnisa	Consumo Cíclico	Construção Civil	76051070	18,1469156	2	8	146	5,026355	0,510947434
Telef	Telecomunicações	Telecomunicações	473532117	19,9757303	9	28	179	36,4295546	0,371895153
Tim Part	Telecomunicações	Telecomunicações	808255142	20,5103883	9	28	137	-9,83321627	0,576745102
Totvs	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	134510562	18,7171533	8	21	148	13,6091759	0,472943
Tractebel	Utilidade Pública	Energia Elétrica	203848427	19,1328873	10	11	140	6,00432838	0,506617002
Tranpaulist	Utilidade Pública	Energia Elétrica	94517622	18,3642969	10	11	79	-48,8677832	0,749588813

(conclusão)

Empresa	Setor	Subsetor	Tamanho	ln(Tam)	Cod_setor	Cod-subsetor	Quant	Resíduos	Resíduos Estandarizados
Tupy	Bens industriais	Material de transporte	63470970	17,9660932	1	16	145	3,61315556	0,517205033
Ultrapar	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	542593819	20,1118716	6	18	213	63,7794829	0,250790617
Usiminas	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	481380035	19,9921676	5	26	208	57,8789923	0,276917785
Vale	Materiais Básicos	Mineração	3415039644	21,9514549	5	17	148	-17,7421941	0,611765782
Valid	Bens industriais	Serviços diversos	63512030	17,9667399	1	23	124	-17,3920005	0,610215137
Viavarejo	Consumo Cíclico	Comércio	128004867	18,6675788	2	6	160	14,8751635	0,467337251
Weg	Bens industriais	Máquinas e Equipamentos	568316152	20,1581884	1	15	187	28,1358169	0,408619537

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se as 110 empresas da amostra de acordo com a classificação setorial realizada pela Bovespa, mais os resíduos calculados por uma regressão linear.

APÊNDICE H – INDÍCES GERAL

(continua)

Empresa	IQ1	IQ2	COB	DISP	EXT	QUANT	FIN	PROSP	PROF	RIQUEZA	IQG
ABC Brasil	0,67729	0,62394	1,00000	0,88270	0,94135	0,28571	0,23214	1,00000	0,50595	0,72365	0,67379
AES Tiête	0,54980	0,48874	1,00000	0,87230	0,93615	0,44000	0,36000	1,00000	0,60000	0,76807	0,62841
Aliansce	0,56574	0,48612	1,00000	0,89794	0,94897	0,36000	0,26000	1,00000	0,54000	0,74448	0,61530
Alpargatas	0,62151	0,50576	1,00000	0,88733	0,94366	0,56250	0,35417	1,00000	0,63889	0,79128	0,64852
Alupar	0,56972	0,54262	1,00000	0,87799	0,93899	0,28000	0,22000	1,00000	0,50000	0,71950	0,63106
Ambev	0,83267	0,63302	1,00000	0,84549	0,92275	0,92105	0,47368	0,99123	0,79532	0,85903	0,74602
Anima	0,73705	0,68759	1,00000	0,85113	0,92557	0,59740	0,27273	1,00000	0,62338	0,77447	0,73103
Arteris	0,66135	0,55772	1,00000	0,87487	0,93744	0,28814	0,35593	1,00000	0,54802	0,74273	0,65022
Banrisul	0,74502	0,65774	1,00000	0,89514	0,94757	0,74194	0,53226	1,00000	0,75806	0,85282	0,75528
BB Seguridade	0,44622	0,27785	1,00000	0,88409	0,94204	0,56098	0,43902	1,00000	0,66667	0,80436	0,54110
BM&F	0,38645	0,17723	1,00000	0,89297	0,94649	1,00000	0,74194	1,00000	0,91398	0,93023	0,55373
BMW2 Digital	0,64143	0,54232	0,90909	0,87219	0,89064	0,52632	0,38596	1,00000	0,63743	0,76403	0,65317
Br Insurance	0,32271	0,32407	1,00000	0,89925	0,94963	1,00000	0,66667	1,00000	0,88889	0,91926	0,62166
BR Malls	0,49801	0,34875	1,00000	0,88013	0,94006	0,43182	0,34091	1,00000	0,59091	0,76549	0,55712
Bradesco	0,45020	0,22737	1,00000	0,88276	0,94138	0,51220	0,43902	1,00000	0,65041	0,79589	0,51163
Bradespar	0,46614	0,34757	1,00000	0,88874	0,94437	0,73684	0,55263	1,00000	0,76316	0,85376	0,60067
Brasi	0,51793	0,34985	1,00000	0,87787	0,93893	0,51064	0,44681	1,00000	0,65248	0,79571	0,57278
Braskem	0,68127	0,58038	1,00000	0,88212	0,94106	0,51667	0,38333	1,00000	0,63333	0,78720	0,68379
BRF as	0,53386	0,35967	1,00000	0,88973	0,94487	0,65957	0,48936	1,00000	0,71631	0,83059	0,59513
CCR as	0,50598	0,31103	1,00000	0,87693	0,93846	0,68889	0,55556	1,00000	0,74815	0,84331	0,57717
Cemig	0,52191	0,40715	1,00000	0,89342	0,94671	0,66667	0,40000	1,00000	0,68889	0,81780	0,61247
Cesp	0,56574	0,50625	1,00000	0,88227	0,94113	0,65957	0,42553	1,00000	0,69504	0,81808	0,66217
Cetip	0,55777	0,43659	1,00000	0,88653	0,94327	0,45652	0,36957	1,00000	0,60870	0,77598	0,60629
Cia. Hering	0,54582	0,43089	1,00000	0,88092	0,94046	0,47917	0,39583	1,00000	0,62500	0,78273	0,60681
Cielo	0,50199	0,33508	1,00000	0,88990	0,94495	0,65909	0,54545	1,00000	0,73485	0,83990	0,58749

(continuação)

Empresa	IQ1	IQ2	COB	DISP	EXT	QUANT	FIN	PROSP	PROF	RIQUEZA	IQG
Copasa	0,48207	0,45354	1,00000	0,87658	0,93829	0,37778	0,37778	1,00000	0,58519	0,76174	0,60764
Copel	0,46614	0,41635	1,00000	0,88202	0,94101	0,23077	0,35897	1,00000	0,52991	0,73546	0,57590
Cosan	0,54582	0,45757	1,00000	0,89371	0,94685	0,68085	0,53191	1,00000	0,73759	0,84222	0,64990
Cosan Log	0,68924	0,57616	1,00000	0,88436	0,94218	0,45763	0,38983	1,00000	0,61582	0,77900	0,67758
CPFL	0,75299	0,69573	1,00000	0,88771	0,94386	0,65574	0,34426	1,00000	0,66667	0,80526	0,75049
CVC	0,32669	0,22858	1,00000	0,88905	0,94453	1,00000	0,82143	1,00000	0,94048	0,94250	0,58554
Cyrela	0,56574	0,43054	1,00000	0,87493	0,93746	0,46000	0,40000	1,00000	0,62000	0,77873	0,60464
Direcional	0,76494	0,69407	1,00000	0,89166	0,94583	0,38462	0,33846	1,00000	0,57436	0,76009	0,72708
Duratex	0,62948	0,52320	1,00000	0,88952	0,94476	0,56604	0,37736	1,00000	0,64780	0,79628	0,65974
Ecorodovias	0,75299	0,63731	1,00000	0,88603	0,94302	0,62903	0,50000	1,00000	0,70968	0,82635	0,73183
Eletrobras	0,58566	0,49346	1,00000	0,87954	0,93977	0,55769	0,42308	1,00000	0,66026	0,80001	0,64673
Eletropaulo	0,42629	0,37507	1,00000	0,88706	0,94353	0,42857	0,31429	1,00000	0,58095	0,76224	0,56865
Embraer	0,55378	0,36971	1,00000	0,89581	0,94791	0,70213	0,53191	1,00000	0,74468	0,84629	0,60800
Energias BR	0,67729	0,62156	1,00000	0,88671	0,94336	0,54386	0,35088	1,00000	0,63158	0,78747	0,70452
Equatorial	0,52191	0,45460	1,00000	0,88235	0,94117	0,60000	0,42222	1,00000	0,67407	0,80762	0,63111
Estacio Part	0,49004	0,34261	1,00000	0,88201	0,94101	0,54762	0,42857	1,00000	0,65873	0,79987	0,57124
Even	0,68127	0,56463	1,00000	0,88349	0,94174	0,55556	0,36508	1,00000	0,64021	0,79098	0,67781
Eztec	0,61355	0,53707	1,00000	0,87873	0,93937	0,46552	0,37931	1,00000	0,61494	0,77715	0,65711
Fibria	0,60956	0,50682	1,00000	0,89196	0,94598	0,44444	0,42593	1,00000	0,62346	0,78472	0,64577
Fleury	1,00000	1,00000	1,00000	0,89189	0,94595	0,28736	0,25287	1,00000	0,51341	0,72968	0,86484
Gafisa	0,60956	0,46460	1,00000	0,88821	0,94410	0,43636	0,47273	1,00000	0,63636	0,79023	0,62742
Gerdaul	0,68526	0,52462	1,00000	0,88494	0,94247	0,61017	0,38983	1,00000	0,66667	0,80457	0,66459
Gol	0,83665	0,74509	1,00000	0,87796	0,93898	0,53165	0,36709	0,98734	0,62869	0,78384	0,76446
Grandene	0,56175	0,46403	1,00000	0,89100	0,94550	0,31915	0,29787	1,00000	0,53901	0,74225	0,60314
Helbor	0,58167	0,47795	1,00000	0,88441	0,94220	0,38462	0,40385	1,00000	0,59615	0,76918	0,62356
Hypermarcas	0,55378	0,41014	1,00000	0,88608	0,94304	0,53191	0,42553	1,00000	0,65248	0,79776	0,60395
Iguatemi	0,56972	0,48867	1,00000	0,89462	0,94731	0,34091	0,40909	1,00000	0,58333	0,76532	0,62699
IOCHP-Maxion	0,61355	0,52691	1,00000	0,88219	0,94109	0,26786	0,17857	1,00000	0,48214	0,71162	0,61926

(continuação)

Empresa	IQ1	IQ2	COB	DISP	EXT	QUANT	FIN	PROSP	PROF	RIQUEZA	IQG
Itau/Unibanco	0,46614	0,21936	1,00000	0,88334	0,94167	0,96875	0,75000	1,00000	0,90625	0,92396	0,57166
JBS	0,57371	0,37922	1,00000	0,88407	0,94203	0,60377	0,41509	1,00000	0,67296	0,80749	0,59336
Klabin	0,63745	0,50931	1,00000	0,89336	0,94668	0,50909	0,49091	1,00000	0,66667	0,80667	0,65799
Kroton	0,46215	0,24833	1,00000	0,87589	0,93795	0,59524	0,52381	1,00000	0,70635	0,82215	0,53524
Light	0,43825	0,38653	1,00000	0,88397	0,94198	0,45000	0,35000	1,00000	0,60000	0,77099	0,57876
Linux	0,31474	0,27121	1,00000	0,88576	0,94288	1,00000	0,76000	1,00000	0,92000	0,93144	0,60132
Localiza	0,48606	0,35889	1,00000	0,87517	0,93758	0,47727	0,45455	1,00000	0,64394	0,79076	0,57483
Lojas Americanas	0,70120	0,54998	1,00000	0,87500	0,93750	0,49206	0,46032	1,00000	0,65079	0,79415	0,67206
Lojas Renner	0,53386	0,36111	1,00000	0,86801	0,93401	0,56250	0,35417	1,00000	0,63889	0,78645	0,57378
M Dias Branco	0,35060	0,27525	1,00000	0,88533	0,94267	1,00000	0,75862	1,00000	0,91954	0,93110	0,60318
Mag Luiza	0,38645	0,36195	1,00000	0,83303	0,91652	0,45652	0,32609	1,00000	0,59420	0,75536	0,55866
Marcopolo	0,31873	0,11947	1,00000	0,89563	0,94781	1,00000	0,75000	1,00000	0,91667	0,93224	0,52586
Marfrig	0,58964	0,45330	1,00000	0,87820	0,93910	0,52000	0,46000	1,00000	0,66000	0,79955	0,62642
Metal Leve	0,49004	0,41125	0,90909	0,86232	0,88570	0,58065	0,43548	1,00000	0,67204	0,77887	0,59506
Mills	0,56574	0,46141	1,00000	0,88653	0,94327	0,36957	0,34783	1,00000	0,57246	0,75786	0,60964
Minerva	0,75697	0,67347	1,00000	0,89058	0,94529	0,51563	0,40625	1,00000	0,64063	0,79296	0,73322
MRV	0,64143	0,51078	1,00000	0,86648	0,93324	0,55000	0,51667	1,00000	0,68889	0,81106	0,66092
Multiplan	0,59761	0,52200	1,00000	0,88649	0,94324	0,23529	0,17647	1,00000	0,47059	0,70692	0,61446
Multiplus	0,69721	0,63667	1,00000	0,87700	0,93850	0,40244	0,37805	1,00000	0,59350	0,76600	0,70133
Natura	0,64143	0,53488	1,00000	0,88862	0,94431	0,66667	0,48148	1,00000	0,71605	0,83018	0,68253
Odontoprev	0,50598	0,40126	1,00000	0,89057	0,94528	0,59524	0,57143	1,00000	0,72222	0,83375	0,61751
Oi	0,25498	0,11364	1,00000	0,90283	0,95142	1,00000	0,65000	1,00000	0,88333	0,91737	0,51551
Pão de Açúcar CBD	0,64940	0,54721	1,00000	0,87771	0,93886	0,49091	0,25455	1,00000	0,58182	0,76034	0,65377
Par Corretora	0,61355	0,55651	1,00000	0,87165	0,93582	0,32258	0,33871	1,00000	0,55376	0,74479	0,65065
PDG Empreend	0,47012	0,38045	1,00000	0,77449	0,88725	0,49180	0,36066	1,00000	0,61749	0,75237	0,56641
Petrobras	0,61355	0,39898	1,00000	0,89712	0,94856	0,72000	0,52000	1,00000	0,74667	0,84761	0,62330
Porto Seguro	0,42629	0,32518	1,00000	0,86855	0,93427	0,54054	0,48649	1,00000	0,67568	0,80497	0,56508
Proper	0,43825	0,29818	1,00000	0,89058	0,94529	0,57895	0,47368	1,00000	0,68421	0,81475	0,55647

(continuação)

Empresa	IQ1	IQ2	COB	DISP	EXT	QUANT	FIN	PROSP	PROF	RIQUEZA	IQG
Prumo	1,00000	0,94797	1,00000	0,88399	0,94199	0,40964	0,28916	1,00000	0,56627	0,75413	0,85105
QGEP	0,11554	0,00597	0,81818	0,87039	0,84429	0,85714	0,66667	1,00000	0,84127	0,84278	0,42438
Qualicorp	0,72112	0,64819	1,00000	0,89246	0,94623	0,56452	0,43548	1,00000	0,66667	0,80645	0,72732
RaiaDrogasil	0,65339	0,57603	1,00000	0,88772	0,94386	0,59259	0,48148	1,00000	0,69136	0,81761	0,69682
Randon	0,17131	0,00000	1,00000	0,89454	0,94727	0,88235	0,52941	1,00000	0,80392	0,87560	0,43780
Rumo	0,71713	0,59240	1,00000	0,88173	0,94086	0,47619	0,41270	1,00000	0,62963	0,78525	0,68882
Sabesp	0,49801	0,40890	1,00000	0,87808	0,93904	0,61364	0,50000	1,00000	0,70455	0,82179	0,61535
San Martinho	0,72112	0,67106	1,00000	0,87140	0,93570	0,50704	0,29577	1,00000	0,60094	0,76832	0,71969
Santander	0,85259	0,75165	1,00000	0,89938	0,94969	0,71622	0,50000	1,00000	0,73874	0,84421	0,79793
Ser Educa	0,51793	0,44433	1,00000	0,79207	0,89604	0,53968	0,28571	1,00000	0,60847	0,75225	0,59829
Sid Nacional	0,90040	0,79494	1,00000	0,88143	0,94072	0,54667	0,24000	1,00000	0,59556	0,76814	0,78154
SLC Agrícola	0,37450	0,28433	1,00000	0,89249	0,94624	1,00000	0,88571	1,00000	0,96190	0,95407	0,61920
Smiles	0,49004	0,39770	0,90909	0,82768	0,86839	0,61538	0,75385	1,00000	0,78974	0,82907	0,61338
Sul América	0,63347	0,52237	1,00000	0,89158	0,94579	0,49091	0,45455	1,00000	0,64848	0,79714	0,65975
Suzano	0,63347	0,51367	1,00000	0,88082	0,94041	0,52632	0,45614	1,00000	0,66082	0,80061	0,65714
Taesa	0,43426	0,37516	1,00000	0,87063	0,93532	0,28947	0,42105	1,00000	0,57018	0,75275	0,56395
Tecnisa	0,58167	0,48905	1,00000	0,87493	0,93746	0,20000	0,20000	1,00000	0,46667	0,70207	0,59556
Telef	0,71315	0,62810	1,00000	0,89173	0,94587	0,47619	0,26984	1,00000	0,58201	0,76394	0,69602
Tim Part	0,54582	0,42325	1,00000	0,88774	0,94387	0,43182	0,36364	1,00000	0,59848	0,77118	0,59722
Totvs	0,58964	0,52706	1,00000	0,88687	0,94343	0,54000	0,44000	1,00000	0,66000	0,80172	0,66439
Tractebel	0,55777	0,49338	1,00000	0,87969	0,93985	0,48936	0,31915	1,00000	0,60284	0,77134	0,63236
Tranpaulist	0,31474	0,25041	1,00000	0,88576	0,94288	0,44444	0,40741	1,00000	0,61728	0,78008	0,51525
Tupy	0,57769	0,48279	1,00000	0,83130	0,91565	0,64000	0,77333	1,00000	0,80444	0,86005	0,67142
Ultrapar	0,84861	0,74921	1,00000	0,88933	0,94466	0,60294	0,35294	1,00000	0,65196	0,79831	0,77376
Usiminas	0,82869	0,72308	1,00000	0,88480	0,94240	0,55072	0,18841	1,00000	0,57971	0,76106	0,74207
Vale	0,58964	0,38823	1,00000	0,88806	0,94403	0,63462	0,48077	1,00000	0,70513	0,82458	0,60641
Valid	0,49402	0,38978	1,00000	0,80957	0,90479	0,79365	0,79365	1,00000	0,86243	0,88361	0,63670

(conclusão)

Empresa	IQ1	IQ2	COB	DISP	EXT	QUANT	FIN	PROSP	PROF	RIQUEZA	IQG
Viavarejo	0,63745	0,53266	1,00000	0,88344	0,94172	0,43103	0,37931	1,00000	0,60345	0,77258	0,65262
Weg	0,74502	0,59138	1,00000	0,88381	0,94191	0,62712	0,27119	1,00000	0,63277	0,78734	0,68936

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE I - PROJEÇÃO LINEAR E CORRELAÇÃO GERAL

O apêndice refere-se ao cálculo das regressões lineares e da correlação entre IQ1 e IQ2.

Relatório Detalhado

regressão estatística

coeficiente de determinação múltipla	0.96788915
Coeficiente de determinação de R^2	0.9368094
Coeficiente de determinação de R^2	0.92696504
Erro	37.9107445
Observações	110

Análise de variância

	<i>Grau de liberdade</i>	<i>Soma dos quadrados</i>	<i>quadrada média</i>	<i>F</i>
Regressão	2	2,301,161.7491	1,150,580.874	800.5574885
Resíduos	108	155220.2512	1437.224548	
Total	110	2456382		

	<i>coeficientes</i>	<i>Erro</i>	<i>Estatísticas t probabilidade</i>	
Constante	0	# N / A	# N / A	# N / A
Variável X 1 (tamanho)	7.97289206	0,337515793	23.6222785	0.00
Variável X 2 (Setor)	-1,85487734	1,220249203	-1,520080763	0,13

ANÁLISE DE RESÍDUOS

(continua)

<i>Observação</i>	<i>Previsão para Y</i>	<i>Resíduos</i>
1	134.511351	35.48864926
2	133.044485	4,955514912
3	137.635376	4,364623978
4	147.200025	8,799975313
5	125.877073	17.12292719
6	171.461524	37.53847554
7	135.136401	49.86359917
8	145.466848	20.53315194
9	143.877108	43.12289242
10	154.670839	-42,67083911
11	162.394618	-65,39461794
12	143.944631	17.05536938
13	113.233587	-32,23358698
14	151.659514	-26,65951397

(continuação)

<i>Observação</i>	<i>Previsão para Y</i>	<i>Resíduos</i>
17	156.411463	-26,4114626
18	145.349294	25.65070553
19	158.194112	-24,19411217
20	162.178602	-35,1786016
21	144.470452	-13,47045178
22	133.090249	8,909751166
23	146.821081	-6,821080991
24	145.108901	-8,10890142
25	155.747349	-29,74734857
26	123.993042	-2,993041997
27	128.393658	-11,39365834
28	139.083028	-2,083028007
29	148.302139	24.69786124
30	137.298871	51.70112918
31	135.797839	-53,79783864
32	150.188166	-8,188166145
33	140.672555	51.32744451
34	145.260771	12.73922932
35	150.491014	38.50898601
36	140.979358	6,020641775
37	127.716013	-20,71601329
38	160.926167	-21,9261674
39	135.047742	34.9522583
40	133.754897	-2,754897061
41	151.046637	-28,04663663
42	148.904687	22.09531292
43	138.128686	15.87131371
44	143.961194	9,038806311
45	130.582627	120.4173729
46	153.495842	-,495842379
47	158.941575	13.05842542
48	147,15064	62.84936012
49	141.624026	-,624026183
50	143,48091	2,519089575
51	151.796079	-12,79607887
52	138.060198	4,939802035
53	140.424476	13.57552431
54	172.880973	-55,88097286
55	163.778213	-19,77821336
56	150.399065	9,600934576
57	165.337654	-49,33765402
58	128,12605	-18,12605027
59	123,17148	-44,17147988
60	146.368633	-24,36863307

(continuação)

<i>Observação</i>	<i>Previsão para Y</i>	<i>Resíduos</i>
63	131.258657	-43,25865671
64	120.677875	-23,67787521
65	158.438386	-78,43838615
66	151.048565	-3,048565204
67	135.544574	-12,54457449
68	143.217092	-1,217092457
69	143.324194	46.67580628
70	151.067707	9,932292688
71	137,53315	12.46684999
72	136,63612	38.36387971
73	145.624655	15.37534453
74	141.800656	-14,80065622
75	143.756371	-79,75637071
76	144.840496	18.15950434
77	133.738826	20.26117396
78	137.499694	-19,49969418
79	169.315462	-15,31546209
80	138.981145	-31,98114497
81	148.078707	-38,07870722
82	142.332831	108.6671687
83	133.070797	-104,0707967
84	140.034301	40.96569912
85	139.330082	24.66991795
86	148.419984	-105,4199836
87	151.633322	28.3666778
88	138.074017	-13,07401722
89	134.869218	46.13078236
90	149.669693	64.33030743
91	135.074513	-5,074513043
92	151.893386	74.10661398
93	135,20704	-41,20704034
94	138.604914	-15,60491449
95	146.450107	12.54989308
96	148.414464	10.58553648
97	129.695257	-20,69525721
98	140.973645	5,026355004
99	142.570445	36.42955457
100	146.833216	-9,833216267
101	134.390824	13.60917592
102	133.995672	6,004328383
103	127.867783	-48,86778316
104	141.386844	3,613155558
105	149.220517	63.7794829
106	150.121008	57.87899229

(conclusão)

Observação	Previsão para Y	Resíduos
109	145.124836	14.87516352
110	158.864183	28.13581688

	IQ1	IQ2
IQ1	1	
IQ2	0,95670407	1

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE J – INTER-RELAÇÕES GERAL

Parâmetro	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1											
2	779										
3	707	445									
4	196	91	425								
5	481	1	72	6							
6	959	416	512	268	81						
7	1017	45	40	13	117	129					
8	707	74	218	120	38	233	860				
9	218	2	46	34	19	12	673	805			
10	234	1	153	30	19	129	463	873	930		
11	181	3	144	31	15	129	405	796	859	1095	

Componentes	PV	AV	HC	EE
PV	2884			
AV	4015	860		
HC	323	517	81	
EE	1077	2234	2715	2643

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE L - CONTAGEM FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

(continua)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
ABC Brasil	12	11	13	25	18	11	2	7	11	10	29	149
AES Tiête	4	4	9	15	17	12	5	2	11	11	30	120
Aliansce	4	6	4	15	11	6	8	10	13	9	21	107
Alpargatas	9	10	11	14	22	15	4	5	10	13	28	141
Alupar	5	8	11	20	12	12	2	3	11	13	29	126
Ambev	9	23	11	33	3	12	9	6	37	5	52	200
Anima	11	24	16	13	2	11	11	3	19	4	45	159
Arteris	4	5	7	12	19	12	3	4	11	17	36	130
Banrisul	6	6	8	14	15	18	5	16	22	16	29	155
BB Seguridade	4	4	8	5	14	10	6	4	9	9	23	96
BM&F	4	1	3	8	8	10	5	5	4	4	6	58
BMW2 Digital	2	3	7	17	15	16	0	4	13	13	29	119
Br Insurance	6	5	5	6	4	9	6	4	6	3	9	63
BR Malls	4	5	5	14	13	13	3	6	13	8	26	110
Bradesco	4	4	6	5	14	8	4	5	10	10	24	94
Bradespar	7	6	6	6	14	9	2	4	8	10	19	91
Brasi	7	8	9	6	20	10	4	3	10	10	28	115
Braskem	3	7	7	17	21	14	6	9	12	17	34	147
BRF as	8	9	13	9	13	11	3	4	10	10	25	115
CCR as	4	4	5	7	13	12	4	3	13	13	29	107
Cemig	5	6	7	12	13	10	4	5	9	12	22	105
Cesp	6	6	9	19	15	10	3	4	11	10	26	119
Cetip	6	6	8	11	18	12	3	5	8	13	25	115
Cia. Hering	6	9	12	9	15	13	5	2	11	14	29	125
Cielo	6	6	7	8	12	9	3	5	12	12	24	104

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Copasa	6	6	6	15	5	9	3	3	10	6	25	94
Copel	5	6	8	11	16	9	4	3	7	13	23	105
Cosan	9	8	10	10	13	9	4	6	11	11	24	115
Cosan Log	4	5	9	12	15	15	2	5	11	15	30	123
CPFL	8	10	11	21	21	12	5	4	9	15	28	144
CVC	2	2	3	4	1	12	4	10	10	9	11	68
Cyrela	5	5	12	10	22	15	3	4	10	12	31	129
Direcional	12	10	9	21	15	10	6	15	26	14	31	169
Duratex	7	7	8	13	18	12	6	6	11	14	29	131
Ecorodovias	4	5	6	19	18	15	4	11	18	18	36	154
Eletrobras	2	4	7	14	19	14	4	7	11	16	31	129
Eletropaulo	3	4	6	6	8	10	5	5	9	15	21	92
Embraer	4	4	7	10	11	11	2	8	14	13	21	105
Energias BR	7	10	12	18	25	11	6	4	11	14	29	147
Equatorial	8	8	6	16	13	11	5	2	8	8	24	109
Estacio Part	5	5	9	10	15	13	3	5	9	11	26	111
Even	5	6	10	9	17	18	7	6	13	13	34	138
Eztec	5	4	9	13	7	11	4	5	16	9	34	117
Fibria	4	5	5	10	15	11	3	7	11	13	23	107
Fleury	18	18	21	38	18	21	9	13	14	17	40	227
Gafisa	7	7	9	12	19	14	3	9	16	16	28	140
Gerdau	9	8	10	7	19	10	6	5	13	11	35	133
Gol	4	5	6	16	20	18	7	6	18	14	44	158
Grandene	7	11	11	11	16	9	5	5	9	10	25	119
Helbor	5	6	8	7	12	16	8	4	15	16	30	127
Hypermarcas	4	4	7	17	15	11	7	5	13	13	27	123
Iguatemi	10	9	7	14	12	12	4	6	14	14	24	126

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
IOCHP-Maxion	12	16	8	19	14	10	4	4	7	13	30	137
Itau/Unibanco	3	4	4	13	12	16	5	4	5	2	15	83
JBS	6	6	7	10	17	12	6	4	9	11	30	118
Klabin	6	6	8	12	16	13	4	5	13	16	26	125
Kroton	4	4	6	6	12	12	5	4	13	10	27	103
Light	2	2	7	9	10	7	3	4	10	13	22	89
Linux	2	1	1	6	2	9	5	8	12	6	13	65
Localiza	5	4	7	11	8	10	4	8	11	16	29	113
Lojas Americanas	4	5	8	11	18	18	3	6	21	16	39	149
Lojas Renner	4	6	7	9	12	8	4	2	14	3	32	101
M Dias Branco	3	3	2	9	1	9	3	8	13	9	14	74
Mag Luiza	2	4	9	9	2	4	6	5	13	2	31	87
Marcopolo	3	2	3	5	1	11	3	9	8	8	9	62
Marfrig	4	4	7	18	17	10	5	4	12	14	29	124
Metal Leve	2	10	12	19	0	5	5	7	19	7	27	113
Mills	6	6	5	13	14	9	4	4	11	13	26	111
Minerva	12	15	12	17	21	14	4	4	14	15	31	159
MRV	6	5	11	11	16	16	4	5	11	22	41	148
Multiplan	6	11	8	14	18	6	6	5	17	11	28	130
Multiplus	7	9	12	10	21	4	5	9	21	9	37	144
Natura	5	8	7	16	12	14	4	6	18	12	30	132
Odontoprev	3	4	6	13	13	14	4	9	12	12	21	111
Oi	2	2	3	2	2	6	5	4	5	3	7	41
Pão de Açúcar CBD	5	5	11	11	23	11	3	4	6	9	31	119
Par Corretora	9	9	11	4	7	5	4	10	15	2	28	104
PDG Empreend	2	3	6	8	4	6	5	3	23	6	47	113
Petrobras	9	10	10	13	9	12	3	6	14	14	21	121

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Porto Seguro	3	5	4	7	9	9	5	4	10	9	28	93
Proper	5	5	9	10	11	12	2	4	10	10	19	97
Prumo	19	18	18	34	19	13	4	9	11	20	41	206
QGEP	2	0	0	2	0	1	2	4	5	3	4	23
Qualicorp	4	5	7	11	15	12	3	12	19	17	32	137
RaiaDrogasil	4	6	7	19	17	14	6	7	16	13	30	139
Randon	4	3	3	2	2	3	3	3	3	1	2	29
Rumo	4	4	9	11	16	16	4	6	8	18	34	130
Sabesp	4	4	6	13	16	13	3	5	13	10	25	112
San Martinho	20	25	8	22	7	7	3	7	17	4	23	143
Santander	14	15	16	18	13	16	4	11	16	20	24	167
Ser Educa	2	4	7	19	1	4	4	9	26	3	46	125
Sid Nacional	16	17	21	23	20	11	5	7	15	8	25	168
SLC Agrícola	5	1	3	6	2	14	4	12	12	8	9	76
Smiles	4	4	6	15	0	8	5	10	20	7	39	118
Sul América	4	4	8	8	21	14	4	9	10	13	29	124
Suzano	4	4	6	15	19	15	4	5	15	14	30	131
Taesa	3	3	5	10	13	10	4	2	7	13	25	95
Tecnisa	6	9	8	20	12	8	6	6	13	13	33	134
Telef	8	8	10	15	17	12	5	6	13	10	30	134
Tim Part	10	10	8	14	12	9	4	3	13	7	24	114
Totvs	6	7	6	15	15	9	6	8	13	12	30	127
Tractebel	6	7	6	17	14	13	7	4	10	8	30	122
Tranpaulist	3	4	5	6	8	4	4	3	6	10	16	69
Tupy	1	3	7	27	5	11	4	9	24	5	41	137
Ultrapar	17	16	20	24	25	12	5	6	13	13	27	178
Usiminas	17	17	22	23	21	9	7	5	13	8	26	168

(conclusão)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Vale	9	7	10	12	10	11	3	6	13	15	29	125
Valid	3	6	3	11	3	9	7	7	24	2	41	116
Viavarejo	4	4	11	8	18	11	2	7	15	11	32	123
Weg	12	12	14	20	17	12	5	5	11	6	28	142
Total	672	769	910	1439	1426	1217	489	649	1402	1201	3014	13188

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se ao número de citações nos FR dos parâmetros do MN por empresa

APÊNDICE M – PERCENTUAL CONTAGEM FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

(continua)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
ABC Brasil	8,1%	7,4%	8,7%	16,8%	12,1%	7,4%	1,3%	4,7%	7,4%	6,7%	19,5%	100,0%
AES Tiête	3,3%	3,3%	7,5%	12,5%	14,2%	10,0%	4,2%	1,7%	9,2%	9,2%	25,0%	100,0%
Aliansce	3,7%	5,6%	3,7%	14,0%	10,3%	5,6%	7,5%	9,3%	12,1%	8,4%	19,6%	100,0%
Alpargatas	6,4%	7,1%	7,8%	9,9%	15,6%	10,6%	2,8%	3,5%	7,1%	9,2%	19,9%	100,0%
Alupar	4,0%	6,3%	8,7%	15,9%	9,5%	9,5%	1,6%	2,4%	8,7%	10,3%	23,0%	100,0%
Ambev	4,5%	11,5%	5,5%	16,5%	1,5%	6,0%	4,5%	3,0%	18,5%	2,5%	26,0%	100,0%
Anima	6,9%	15,1%	10,1%	8,2%	1,3%	6,9%	6,9%	1,9%	11,9%	2,5%	28,3%	100,0%
Arteris	3,1%	3,8%	5,4%	9,2%	14,6%	9,2%	2,3%	3,1%	8,5%	13,1%	27,7%	100,0%
Banrisul	3,9%	3,9%	5,2%	9,0%	9,7%	11,6%	3,2%	10,3%	14,2%	10,3%	18,7%	100,0%
BB Seguridade	4,2%	4,2%	8,3%	5,2%	14,6%	10,4%	6,3%	4,2%	9,4%	9,4%	24,0%	100,0%
BM&F	6,9%	1,7%	5,2%	13,8%	13,8%	17,2%	8,6%	8,6%	6,9%	6,9%	10,3%	100,0%
BMW2 Digital	1,7%	2,5%	5,9%	14,3%	12,6%	13,4%	0,0%	3,4%	10,9%	10,9%	24,4%	100,0%
Br Insurance	9,5%	7,9%	7,9%	9,5%	6,3%	14,3%	9,5%	6,3%	9,5%	4,8%	14,3%	100,0%
BR Malls	3,6%	4,5%	4,5%	12,7%	11,8%	11,8%	2,7%	5,5%	11,8%	7,3%	23,6%	100,0%
Bradesco	4,3%	4,3%	6,4%	5,3%	14,9%	8,5%	4,3%	5,3%	10,6%	10,6%	25,5%	100,0%
Bradespar	7,7%	6,6%	6,6%	6,6%	15,4%	9,9%	2,2%	4,4%	8,8%	11,0%	20,9%	100,0%
Brasi	6,1%	7,0%	7,8%	5,2%	17,4%	8,7%	3,5%	2,6%	8,7%	8,7%	24,3%	100,0%
Braskem	2,0%	4,8%	4,8%	11,6%	14,3%	9,5%	4,1%	6,1%	8,2%	11,6%	23,1%	100,0%
BRF SA	7,0%	7,8%	11,3%	7,8%	11,3%	9,6%	2,6%	3,5%	8,7%	8,7%	21,7%	100,0%
CCR SA	3,7%	3,7%	4,7%	6,5%	12,1%	11,2%	3,7%	2,8%	12,1%	12,1%	27,1%	100,0%
Cemig	4,8%	5,7%	6,7%	11,4%	12,4%	9,5%	3,8%	4,8%	8,6%	11,4%	21,0%	100,0%
Cesp	5,0%	5,0%	7,6%	16,0%	12,6%	8,4%	2,5%	3,4%	9,2%	8,4%	21,8%	100,0%
Cetip	5,2%	5,2%	7,0%	9,6%	15,7%	10,4%	2,6%	4,3%	7,0%	11,3%	21,7%	100,0%
Cia. Hering	4,8%	7,2%	9,6%	7,2%	12,0%	10,4%	4,0%	1,6%	8,8%	11,2%	23,2%	100,0%
Cielo	5,8%	5,8%	6,7%	7,7%	11,5%	8,7%	2,9%	4,8%	11,5%	11,5%	23,1%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Copasa	6,4%	6,4%	6,4%	16,0%	5,3%	9,6%	3,2%	3,2%	10,6%	6,4%	26,6%	100,0%
Copel	4,8%	5,7%	7,6%	10,5%	15,2%	8,6%	3,8%	2,9%	6,7%	12,4%	21,9%	100,0%
Cosan	7,8%	7,0%	8,7%	8,7%	11,3%	7,8%	3,5%	5,2%	9,6%	9,6%	20,9%	100,0%
Cosan Log	3,3%	4,1%	7,3%	9,8%	12,2%	12,2%	1,6%	4,1%	8,9%	12,2%	24,4%	100,0%
CPFL	5,6%	6,9%	7,6%	14,6%	14,6%	8,3%	3,5%	2,8%	6,3%	10,4%	19,4%	100,0%
CVC	2,9%	2,9%	4,4%	5,9%	1,5%	17,6%	5,9%	14,7%	14,7%	13,2%	16,2%	100,0%
Cyrela	3,9%	3,9%	9,3%	7,8%	17,1%	11,6%	2,3%	3,1%	7,8%	9,3%	24,0%	100,0%
Direcional	7,1%	5,9%	5,3%	12,4%	8,9%	5,9%	3,6%	8,9%	15,4%	8,3%	18,3%	100,0%
Duratex	5,3%	5,3%	6,1%	9,9%	13,7%	9,2%	4,6%	4,6%	8,4%	10,7%	22,1%	100,0%
Ecorodovias	2,6%	3,2%	3,9%	12,3%	11,7%	9,7%	2,6%	7,1%	11,7%	11,7%	23,4%	100,0%
Eletrobras	1,6%	3,1%	5,4%	10,9%	14,7%	10,9%	3,1%	5,4%	8,5%	12,4%	24,0%	100,0%
Eletropaulo	3,3%	4,3%	6,5%	6,5%	8,7%	10,9%	5,4%	5,4%	9,8%	16,3%	22,8%	100,0%
Embraer	3,8%	3,8%	6,7%	9,5%	10,5%	10,5%	1,9%	7,6%	13,3%	12,4%	20,0%	100,0%
Energias BR	4,8%	6,8%	8,2%	12,2%	17,0%	7,5%	4,1%	2,7%	7,5%	9,5%	19,7%	100,0%
Equatorial	7,3%	7,3%	5,5%	14,7%	11,9%	10,1%	4,6%	1,8%	7,3%	7,3%	22,0%	100,0%
Estacio Part	4,5%	4,5%	8,1%	9,0%	13,5%	11,7%	2,7%	4,5%	8,1%	9,9%	23,4%	100,0%
Even	3,6%	4,3%	7,2%	6,5%	12,3%	13,0%	5,1%	4,3%	9,4%	9,4%	24,6%	100,0%
Eztec	4,3%	3,4%	7,7%	11,1%	6,0%	9,4%	3,4%	4,3%	13,7%	7,7%	29,1%	100,0%
Fibria	3,7%	4,7%	4,7%	9,3%	14,0%	10,3%	2,8%	6,5%	10,3%	12,1%	21,5%	100,0%
Fleury	7,9%	7,9%	9,3%	16,7%	7,9%	9,3%	4,0%	5,7%	6,2%	7,5%	17,6%	100,0%
Gafisa	5,0%	5,0%	6,4%	8,6%	13,6%	10,0%	2,1%	6,4%	11,4%	11,4%	20,0%	100,0%
Gerdau	6,8%	6,0%	7,5%	5,3%	14,3%	7,5%	4,5%	3,8%	9,8%	8,3%	26,3%	100,0%
Gol	2,5%	3,2%	3,8%	10,1%	12,7%	11,4%	4,4%	3,8%	11,4%	8,9%	27,8%	100,0%
Grandene	5,9%	9,2%	9,2%	9,2%	13,4%	7,6%	4,2%	4,2%	7,6%	8,4%	21,0%	100,0%
Helbor	3,9%	4,7%	6,3%	5,5%	9,4%	12,6%	6,3%	3,1%	11,8%	12,6%	23,6%	100,0%
Hypermarcas	3,3%	3,3%	5,7%	13,8%	12,2%	8,9%	5,7%	4,1%	10,6%	10,6%	22,0%	100,0%
Iguatemi	7,9%	7,1%	5,6%	11,1%	9,5%	9,5%	3,2%	4,8%	11,1%	11,1%	19,0%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
IOCHP-Maxion	8,8%	11,7%	5,8%	13,9%	10,2%	7,3%	2,9%	2,9%	5,1%	9,5%	21,9%	100,0%
Itau/Unibanco	3,6%	4,8%	4,8%	15,7%	14,5%	19,3%	6,0%	4,8%	6,0%	2,4%	18,1%	100,0%
JBS	5,1%	5,1%	5,9%	8,5%	14,4%	10,2%	5,1%	3,4%	7,6%	9,3%	25,4%	100,0%
Klabin	4,8%	4,8%	6,4%	9,6%	12,8%	10,4%	3,2%	4,0%	10,4%	12,8%	20,8%	100,0%
Kroton	3,9%	3,9%	5,8%	5,8%	11,7%	11,7%	4,9%	3,9%	12,6%	9,7%	26,2%	100,0%
Light	2,2%	2,2%	7,9%	10,1%	11,2%	7,9%	3,4%	4,5%	11,2%	14,6%	24,7%	100,0%
Linux	3,1%	1,5%	1,5%	9,2%	3,1%	13,8%	7,7%	12,3%	18,5%	9,2%	20,0%	100,0%
Localiza	4,4%	3,5%	6,2%	9,7%	7,1%	8,8%	3,5%	7,1%	9,7%	14,2%	25,7%	100,0%
Lojas Americanas	2,7%	3,4%	5,4%	7,4%	12,1%	12,1%	2,0%	4,0%	14,1%	10,7%	26,2%	100,0%
Lojas Renner	4,0%	5,9%	6,9%	8,9%	11,9%	7,9%	4,0%	2,0%	13,9%	3,0%	31,7%	100,0%
M Dias Branco	4,1%	4,1%	2,7%	12,2%	1,4%	12,2%	4,1%	10,8%	17,6%	12,2%	18,9%	100,0%
Mag Luiza	2,3%	4,6%	10,3%	10,3%	2,3%	4,6%	6,9%	5,7%	14,9%	2,3%	35,6%	100,0%
Marcopolo	4,8%	3,2%	4,8%	8,1%	1,6%	17,7%	4,8%	14,5%	12,9%	12,9%	14,5%	100,0%
Marfrig	3,2%	3,2%	5,6%	14,5%	13,7%	8,1%	4,0%	3,2%	9,7%	11,3%	23,4%	100,0%
Metal Leve	1,8%	8,8%	10,6%	16,8%	0,0%	4,4%	4,4%	6,2%	16,8%	6,2%	23,9%	100,0%
Mills	5,4%	5,4%	4,5%	11,7%	12,6%	8,1%	3,6%	3,6%	9,9%	11,7%	23,4%	100,0%
Minerva	7,5%	9,4%	7,5%	10,7%	13,2%	8,8%	2,5%	2,5%	8,8%	9,4%	19,5%	100,0%
MRV	4,1%	3,4%	7,4%	7,4%	10,8%	10,8%	2,7%	3,4%	7,4%	14,9%	27,7%	100,0%
Multiplan	4,6%	8,5%	6,2%	10,8%	13,8%	4,6%	4,6%	3,8%	13,1%	8,5%	21,5%	100,0%
Multiplus	4,9%	6,3%	8,3%	6,9%	14,6%	2,8%	3,5%	6,3%	14,6%	6,3%	25,7%	100,0%
Natura	3,8%	6,1%	5,3%	12,1%	9,1%	10,6%	3,0%	4,5%	13,6%	9,1%	22,7%	100,0%
Odontoprev	2,7%	3,6%	5,4%	11,7%	11,7%	12,6%	3,6%	8,1%	10,8%	10,8%	18,9%	100,0%
Oi	4,9%	4,9%	7,3%	4,9%	4,9%	14,6%	12,2%	9,8%	12,2%	7,3%	17,1%	100,0%
Pão de Açúcar CBD	4,2%	4,2%	9,2%	9,2%	19,3%	9,2%	2,5%	3,4%	5,0%	7,6%	26,1%	100,0%
Par Corretora	8,7%	8,7%	10,6%	3,8%	6,7%	4,8%	3,8%	9,6%	14,4%	1,9%	26,9%	100,0%
PDG Empreend	1,8%	2,7%	5,3%	7,1%	3,5%	5,3%	4,4%	2,7%	20,4%	5,3%	41,6%	100,0%
Petrobras	7,4%	8,3%	8,3%	10,7%	7,4%	9,9%	2,5%	5,0%	11,6%	11,6%	17,4%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Porto Seguro	3,2%	5,4%	4,3%	7,5%	9,7%	9,7%	5,4%	4,3%	10,8%	9,7%	30,1%	100,0%
Proper	5,2%	5,2%	9,3%	10,3%	11,3%	12,4%	2,1%	4,1%	10,3%	10,3%	19,6%	100,0%
Prumo	9,2%	8,7%	8,7%	16,5%	9,2%	6,3%	1,9%	4,4%	5,3%	9,7%	19,9%	100,0%
QGEP	8,7%	0,0%	0,0%	8,7%	0,0%	4,3%	8,7%	17,4%	21,7%	13,0%	17,4%	100,0%
Qualicorp	2,9%	3,6%	5,1%	8,0%	10,9%	8,8%	2,2%	8,8%	13,9%	12,4%	23,4%	100,0%
RaiaDrogasil	2,9%	4,3%	5,0%	13,7%	12,2%	10,1%	4,3%	5,0%	11,5%	9,4%	21,6%	100,0%
Randon	13,8%	10,3%	10,3%	6,9%	6,9%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	3,4%	6,9%	100,0%
Rumo	3,1%	3,1%	6,9%	8,5%	12,3%	12,3%	3,1%	4,6%	6,2%	13,8%	26,2%	100,0%
Sabesp	3,6%	3,6%	5,4%	11,6%	14,3%	11,6%	2,7%	4,5%	11,6%	8,9%	22,3%	100,0%
San Martinho	14,0%	17,5%	5,6%	15,4%	4,9%	4,9%	2,1%	4,9%	11,9%	2,8%	16,1%	100,0%
Santander	8,4%	9,0%	9,6%	10,8%	7,8%	9,6%	2,4%	6,6%	9,6%	12,0%	14,4%	100,0%
Ser Educa	1,6%	3,2%	5,6%	15,2%	0,8%	3,2%	3,2%	7,2%	20,8%	2,4%	36,8%	100,0%
Sid Nacional	9,5%	10,1%	12,5%	13,7%	11,9%	6,5%	3,0%	4,2%	8,9%	4,8%	14,9%	100,0%
SLC Agrícola	6,6%	1,3%	3,9%	7,9%	2,6%	18,4%	5,3%	15,8%	15,8%	10,5%	11,8%	100,0%
Smiles	3,4%	3,4%	5,1%	12,7%	0,0%	6,8%	4,2%	8,5%	16,9%	5,9%	33,1%	100,0%
Sul América	3,2%	3,2%	6,5%	6,5%	16,9%	11,3%	3,2%	7,3%	8,1%	10,5%	23,4%	100,0%
Suzano	3,1%	3,1%	4,6%	11,5%	14,5%	11,5%	3,1%	3,8%	11,5%	10,7%	22,9%	100,0%
Taesa	3,2%	3,2%	5,3%	10,5%	13,7%	10,5%	4,2%	2,1%	7,4%	13,7%	26,3%	100,0%
Tecnisa	4,5%	6,7%	6,0%	14,9%	9,0%	6,0%	4,5%	4,5%	9,7%	9,7%	24,6%	100,0%
Telef	6,0%	6,0%	7,5%	11,2%	12,7%	9,0%	3,7%	4,5%	9,7%	7,5%	22,4%	100,0%
Tim Part	8,8%	8,8%	7,0%	12,3%	10,5%	7,9%	3,5%	2,6%	11,4%	6,1%	21,1%	100,0%
Totvs	4,7%	5,5%	4,7%	11,8%	11,8%	7,1%	4,7%	6,3%	10,2%	9,4%	23,6%	100,0%
Tractebel	4,9%	5,7%	4,9%	13,9%	11,5%	10,7%	5,7%	3,3%	8,2%	6,6%	24,6%	100,0%
Tranpaulist	4,3%	5,8%	7,2%	8,7%	11,6%	5,8%	5,8%	4,3%	8,7%	14,5%	23,2%	100,0%
Tupy	0,7%	2,2%	5,1%	19,7%	3,6%	8,0%	2,9%	6,6%	17,5%	3,6%	29,9%	100,0%
Ultrapar	9,6%	9,0%	11,2%	13,5%	14,0%	6,7%	2,8%	3,4%	7,3%	7,3%	15,2%	100,0%
Usiminas	10,1%	10,1%	13,1%	13,7%	12,5%	5,4%	4,2%	3,0%	7,7%	4,8%	15,5%	100,0%

(conclusão)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Vale	7,2%	5,6%	8,0%	9,6%	8,0%	8,8%	2,4%	4,8%	10,4%	12,0%	23,2%	100,0%
Valid	2,6%	5,2%	2,6%	9,5%	2,6%	7,8%	6,0%	6,0%	20,7%	1,7%	35,3%	100,0%
Viavarejo	3,3%	3,3%	8,9%	6,5%	14,6%	8,9%	1,6%	5,7%	12,2%	8,9%	26,0%	100,0%
Weg	8,5%	8,5%	9,9%	14,1%	12,0%	8,5%	3,5%	3,5%	7,7%	4,2%	19,7%	100,0%
Media	5,0%	5,6%	6,7%	10,6%	10,6%	9,5%	4,0%	5,3%	10,8%	9,2%	22,7%	
Desvio padrão	2,4%	2,7%	2,2%	3,3%	4,5%	3,0%	1,9%	2,9%	3,5%	3,2%	5,1%	
Minimo	0,7%	0,0%	0,0%	3,8%	0,0%	2,8%	0,0%	1,6%	5,0%	1,7%	6,9%	
Maximo	14,0%	17,5%	13,1%	19,7%	19,3%	19,3%	12,2%	17,4%	21,7%	16,3%	41,6%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se ao percentual de citações nos FR dos parâmetros do MN por empresa, juntamente com a média, desvio padrão, percentual mínimo e máximo.

APÊNDICE N - CONTAGEM SITE INTERNET

(continua)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
ABC Brasil	3	4	3	4	3	1	0	0	1	0	2	21
AES Tiête	2	2	5	1	5	1	0	0	1	0	1	18
Aliansce	6	8	5	5	5	2	2	0	1	0	1	35
Alpargatas	3	3	2	2	2	1	0	0	1	0	1	15
Alupar	3	4	2	3	1	1	0	0	2	0	1	17
Ambev	0	0	1	1	0	0	0	2	3	0	2	9
Anima	3	5	4	3	0	1	1	0	3	0	6	26
Arteris	5	3	6	6	4	5	0	1	4	0	2	36
Banrisul	5	5	5	4	6	1	0	2	3	0	1	32
BB Seguridade	3	3	3	2	2	1	0	0	1	0	1	16
BM&F	9	9	8	8	2	1	0	0	1	0	1	39
BMW2 Digital	4	4	11	10	9	1	0	0	2	0	1	42
Br Insurance	4	4	3	3	1	1	0	0	1	0	1	18
BR Malls	3	3	2	2	2	1	0	0	1	0	1	15
Bradesco	4	4	3	3	2	1	0	0	1	0	1	19
Bradespar	6	6	5	2	4	1	0	0	1	0	1	26
Brasi	3	3	2	2	1	1	1	0	1	0	1	15
Braskem	3	3	6	4	5	1	0	0	1	0	1	24
BRF as	4	4	2	3	2	1	1	0	1	0	1	19
CCR as	4	4	3	3	2	1	1	0	1	0	1	20
Cemig	6	6	5	5	1	1	0	0	1	0	1	26
Cesp	4	5	4	5	2	1	0	0	1	0	1	23
Cetip	4	5	2	5	4	2	1	0	1	0	1	25
Cia. Hering	2	2	2	1	2	1	0	0	1	0	1	12
Cielo	5	5	4	4	1	1	0	0	1	0	1	22

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Copasa	6	7	3	5	0	1	1	1	2	0	1	27
Copel	2	2	2	1	2	1	0	0	1	0	1	12
Cosan	5	5	4	4	1	1	0	0	1	0	1	22
Cosan Log	5	8	10	6	7	5	1	0	3	1	4	50
CPFL	9	9	9	9	5	1	0	1	1	0	1	45
CVC	3	3	2	2	1	1	0	0	1	0	1	14
Cyrela	3	3	2	2	0	1	0	0	1	0	1	13
Direcional	3	5	3	4	3	1	0	0	2	0	2	23
Duratex	5	5	4	6	4	1	0	0	1	0	1	27
Ecorodovias	7	7	5	6	3	1	2	0	1	0	3	35
Elektrobras	4	4	3	3	1	1	0	0	1	0	1	18
Eletropaulo	3	3	2	2	2	1	0	0	1	0	1	15
Embraer	7	7	6	6	5	1	0	0	1	0	1	34
Energias BR	5	5	4	4	2	1	0	0	1	0	1	23
Equatorial	3	3	3	5	2	2	1	0	1	0	2	22
Estacio Part	2	2	1	2	1	1	1	0	1	0	1	12
Even	4	4	3	5	4	1	0	3	4	1	4	33
Eztec	8	9	6	5	1	1	1	1	2	1	2	37
Fibria	11	13	4	12	3	1	0	0	1	0	1	46
Fleury	3	5	5	4	3	1	0	0	2	0	1	24
Gafisa	2	2	3	1	2	1	0	0	1	0	1	13
Gerdau	9	9	8	8	0	1	1	0	1	0	2	39
Gol	6	6	7	13	9	3	3	0	1	2	2	52
Grandene	3	3	4	3	4	1	2	0	1	0	1	22
Helbor	3	3	3	3	4	1	0	0	1	0	1	19
Hypermarcas	4	4	2	3	0	1	0	0	1	0	1	16
Iguatemi	3	4	3	1	3	1	0	0	1	0	1	17

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
IOCHP-Maxion	4	3	1	3	2	1	1	0	1	0	1	17
Itau/Unibanco	7	7	6	6	5	1	0	0	1	0	1	34
JBS	5	5	4	5	3	1	1	0	1	0	1	26
Klabin	7	8	5	7	2	4	0	0	1	0	1	35
Kroton	3	3	2	1	1	1	0	0	1	0	1	13
Light	3	5	4	4	0	1	0	1	2	0	1	21
Linux	3	3	2	2	1	1	0	0	1	0	1	14
Localiza	2	2	1	1	0	1	0	0	1	0	1	9
Lojas Americanas	4	4	6	5	4	1	0	0	2	0	1	27
Lojas Renner	7	7	5	7	4	1	0	0	1	0	1	33
M Dias Branco	3	3	2	2	1	1	0	0	1	0	1	14
Mag Luiza	2	2	1	1	1	1	0	0	1	0	1	10
Marcopolo	4	4	3	3	1	1	0	0	1	0	1	18
Marfrig	3	4	3	6	4	1	1	0	1	0	1	24
Metal Leve	2	2	1	1	0	1	1	0	1	0	1	10
Mills	5	6	5	5	5	1	1	0	1	0	2	31
Minerva	5	6	5	5	5	1	0	1	2	0	1	31
MRV	3	3	2	2	0	1	0	0	1	0	1	13
Multiplan	4	4	4	3	2	1	0	0	1	0	1	20
Multipius	6	7	6	3	2	2	0	0	3	0	2	31
Natura	4	4	6	5	5	1	2	0	1	0	1	29
Odontoprev	3	3	2	3	1	1	0	0	1	0	2	16
Oi	5	5	4	4	2	1	0	0	1	0	1	23
Pão de Açúcar CBD	10	10	9	9	3	1	0	0	1	0	1	44
Par Corretora	14	14	13	2	4	1	0	0	1	0	1	50
PDG Empreend	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	5
Petrobras	5	5	4	6	4	3	0	1	2	1	2	33

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Porto Seguro	2	3	2	1	2	1	1	0	1	0	1	14
Proper	3	3	2	2	0	1	0	0	1	0	1	13
Prumo	3	10	8	10	9	1	0	1	2	0	1	45
QGEP	3	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	6
Qualicorp	9	9	9	8	6	1	0	0	1	0	1	44
RaiaDrogasil	4	4	5	4	4	1	1	0	1	0	1	25
Randon	3	3	2	2	1	1	0	0	1	0	1	14
Rumo	5	8	10	6	7	5	1	0	3	1	4	50
Sabesp	2	2	2	1	1	2	0	0	1	0	2	13
San Martinho	9	4	2	10	0	1	5	0	1	0	6	38
Santander	7	7	8	9	8	4	0	0	2	0	2	47
Ser Educa	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	5
Sid Nacional	10	18	9	17	1	1	0	0	1	0	1	58
SLC Agrícola	4	4	3	3	1	1	0	0	1	0	1	18
Smiles	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	5
Sul América	7	7	8	6	1	1	1	1	2	0	1	35
Suzano	4	5	3	5	2	5	0	0	1	1	2	28
Taesa	2	2	1	2	2	2	1	0	1	0	1	14
Tecnisa	2	2	1	2	0	1	0	0	2	0	2	12
Telef	7	7	4	14	1	2	8	0	1	0	1	45
Tim Part	5	5	3	4	2	2	0	0	1	0	1	23
Totvs	3	4	3	3	3	1	0	1	2	0	1	21
Tractebel	3	3	3	3	3	1	0	0	1	0	1	18
Tranpaulist	2	2	1	1	0	1	0	0	2	0	1	10
Tupy	2	2	0	1	0	1	0	0	1	0	1	8
Ultrapar	7	7	6	6	6	1	0	0	1	0	1	35
Usiminas	7	8	7	12	1	1	1	0	1	0	2	40

(conclusão)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Vale	5	5	5	4	1	1	0	0	1	0	1	23
Valid	1	1	2	0	0	0	0	0	2	0	2	8
Viavarejo	7	7	6	6	5	1	0	2	2	0	1	37
Weg	11	11	10	10	0	1	0	0	1	0	1	45
Total	491	529	440	469	270	142	47	19	145	8	148	2708

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se ao número de citações no Sites dos parâmetros do MN por empresa

APÊNDICE O – PERCENTUAL CONTAGEM SITE INTERNET

(continua)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
ABC Brasil	14,3%	19,0%	14,3%	19,0%	14,3%	4,8%	0,0%	0,0%	4,8%	0,0%	9,5%	100,0%
AES Tiête	11,1%	11,1%	27,8%	5,6%	27,8%	5,6%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	5,6%	100,0%
Aliansce	17,1%	22,9%	14,3%	14,3%	14,3%	5,7%	5,7%	0,0%	2,9%	0,0%	2,9%	100,0%
Alpargatas	20,0%	20,0%	13,3%	13,3%	13,3%	6,7%	0,0%	0,0%	6,7%	0,0%	6,7%	100,0%
Alupar	17,6%	23,5%	11,8%	17,6%	5,9%	5,9%	0,0%	0,0%	11,8%	0,0%	5,9%	100,0%
Ambev	0,0%	0,0%	11,1%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	22,2%	33,3%	0,0%	22,2%	100,0%
Anima	11,5%	19,2%	15,4%	11,5%	0,0%	3,8%	3,8%	0,0%	11,5%	0,0%	23,1%	100,0%
Arteris	13,9%	8,3%	16,7%	16,7%	11,1%	13,9%	0,0%	2,8%	11,1%	0,0%	5,6%	100,0%
Banrisul	15,6%	15,6%	15,6%	12,5%	18,8%	3,1%	0,0%	6,3%	9,4%	0,0%	3,1%	100,0%
BB Seguridade	18,8%	18,8%	18,8%	12,5%	12,5%	6,3%	0,0%	0,0%	6,3%	0,0%	6,3%	100,0%
BM&F	23,1%	23,1%	20,5%	20,5%	5,1%	2,6%	0,0%	0,0%	2,6%	0,0%	2,6%	100,0%
BMW2 Digital	9,5%	9,5%	26,2%	23,8%	21,4%	2,4%	0,0%	0,0%	4,8%	0,0%	2,4%	100,0%
Br Insurance	22,2%	22,2%	16,7%	16,7%	5,6%	5,6%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	5,6%	100,0%
BR Malls	20,0%	20,0%	13,3%	13,3%	13,3%	6,7%	0,0%	0,0%	6,7%	0,0%	6,7%	100,0%
Bradesco	21,1%	21,1%	15,8%	15,8%	10,5%	5,3%	0,0%	0,0%	5,3%	0,0%	5,3%	100,0%
Bradespar	23,1%	23,1%	19,2%	7,7%	15,4%	3,8%	0,0%	0,0%	3,8%	0,0%	3,8%	100,0%
Brasi	20,0%	20,0%	13,3%	13,3%	6,7%	6,7%	6,7%	0,0%	6,7%	0,0%	6,7%	100,0%
Braskem	12,5%	12,5%	25,0%	16,7%	20,8%	4,2%	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	4,2%	100,0%
BRF SA	21,1%	21,1%	10,5%	15,8%	10,5%	5,3%	5,3%	0,0%	5,3%	0,0%	5,3%	100,0%
CCR SA	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%	100,0%
Cemig	23,1%	23,1%	19,2%	19,2%	3,8%	3,8%	0,0%	0,0%	3,8%	0,0%	3,8%	100,0%
Cesp	17,4%	21,7%	17,4%	21,7%	8,7%	4,3%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	4,3%	100,0%
Cetip	16,0%	20,0%	8,0%	20,0%	16,0%	8,0%	4,0%	0,0%	4,0%	0,0%	4,0%	100,0%
Cia. Hering	16,7%	16,7%	16,7%	8,3%	16,7%	8,3%	0,0%	0,0%	8,3%	0,0%	8,3%	100,0%
Cielo	22,7%	22,7%	18,2%	18,2%	4,5%	4,5%	0,0%	0,0%	4,5%	0,0%	4,5%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Copasa	22,2%	25,9%	11,1%	18,5%	0,0%	3,7%	3,7%	3,7%	7,4%	0,0%	3,7%	100,0%
Copel	16,7%	16,7%	16,7%	8,3%	16,7%	8,3%	0,0%	0,0%	8,3%	0,0%	8,3%	100,0%
Cosan	22,7%	22,7%	18,2%	18,2%	4,5%	4,5%	0,0%	0,0%	4,5%	0,0%	4,5%	100,0%
Cosan Log	10,0%	16,0%	20,0%	12,0%	14,0%	10,0%	2,0%	0,0%	6,0%	2,0%	8,0%	100,0%
CPFL	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	11,1%	2,2%	0,0%	2,2%	2,2%	0,0%	2,2%	100,0%
CVC	21,4%	21,4%	14,3%	14,3%	7,1%	7,1%	0,0%	0,0%	7,1%	0,0%	7,1%	100,0%
Cyrela	23,1%	23,1%	15,4%	15,4%	0,0%	7,7%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	7,7%	100,0%
Direcional	13,0%	21,7%	13,0%	17,4%	13,0%	4,3%	0,0%	0,0%	8,7%	0,0%	8,7%	100,0%
Duratex	18,5%	18,5%	14,8%	22,2%	14,8%	3,7%	0,0%	0,0%	3,7%	0,0%	3,7%	100,0%
Ecorodovias	20,0%	20,0%	14,3%	17,1%	8,6%	2,9%	5,7%	0,0%	2,9%	0,0%	8,6%	100,0%
Eletrobras	22,2%	22,2%	16,7%	16,7%	5,6%	5,6%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	5,6%	100,0%
Eletropaulo	20,0%	20,0%	13,3%	13,3%	13,3%	6,7%	0,0%	0,0%	6,7%	0,0%	6,7%	100,0%
Embraer	20,6%	20,6%	17,6%	17,6%	14,7%	2,9%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	2,9%	100,0%
Energias BR	21,7%	21,7%	17,4%	17,4%	8,7%	4,3%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	4,3%	100,0%
Equatorial	13,6%	13,6%	13,6%	22,7%	9,1%	9,1%	4,5%	0,0%	4,5%	0,0%	9,1%	100,0%
Estacio Part	16,7%	16,7%	8,3%	16,7%	8,3%	8,3%	8,3%	0,0%	8,3%	0,0%	8,3%	100,0%
Even	12,1%	12,1%	9,1%	15,2%	12,1%	3,0%	0,0%	9,1%	12,1%	3,0%	12,1%	100,0%
Eztec	21,6%	24,3%	16,2%	13,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	5,4%	2,7%	5,4%	100,0%
Fibria	23,9%	28,3%	8,7%	26,1%	6,5%	2,2%	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	2,2%	100,0%
Fleury	12,5%	20,8%	20,8%	16,7%	12,5%	4,2%	0,0%	0,0%	8,3%	0,0%	4,2%	100,0%
Gafisa	15,4%	15,4%	23,1%	7,7%	15,4%	7,7%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	7,7%	100,0%
Gerdau	23,1%	23,1%	20,5%	20,5%	0,0%	2,6%	2,6%	0,0%	2,6%	0,0%	5,1%	100,0%
Gol	11,5%	11,5%	13,5%	25,0%	17,3%	5,8%	5,8%	0,0%	1,9%	3,8%	3,8%	100,0%
Grandene	13,6%	13,6%	18,2%	13,6%	18,2%	4,5%	9,1%	0,0%	4,5%	0,0%	4,5%	100,0%
Helbor	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	21,1%	5,3%	0,0%	0,0%	5,3%	0,0%	5,3%	100,0%
Hypermarcas	25,0%	25,0%	12,5%	18,8%	0,0%	6,3%	0,0%	0,0%	6,3%	0,0%	6,3%	100,0%
Iguatemi	17,6%	23,5%	17,6%	5,9%	17,6%	5,9%	0,0%	0,0%	5,9%	0,0%	5,9%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
IOCHP-Maxion	23,5%	17,6%	5,9%	17,6%	11,8%	5,9%	5,9%	0,0%	5,9%	0,0%	5,9%	100,0%
Itau/Unibanco	20,6%	20,6%	17,6%	17,6%	14,7%	2,9%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	2,9%	100,0%
JBS	19,2%	19,2%	15,4%	19,2%	11,5%	3,8%	3,8%	0,0%	3,8%	0,0%	3,8%	100,0%
Klabin	20,0%	22,9%	14,3%	20,0%	5,7%	11,4%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	2,9%	100,0%
Kroton	23,1%	23,1%	15,4%	7,7%	7,7%	7,7%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	7,7%	100,0%
Light	14,3%	23,8%	19,0%	19,0%	0,0%	4,8%	0,0%	4,8%	9,5%	0,0%	4,8%	100,0%
Linux	21,4%	21,4%	14,3%	14,3%	7,1%	7,1%	0,0%	0,0%	7,1%	0,0%	7,1%	100,0%
Localiza	22,2%	22,2%	11,1%	11,1%	0,0%	11,1%	0,0%	0,0%	11,1%	0,0%	11,1%	100,0%
Lojas Americanas	14,8%	14,8%	22,2%	18,5%	14,8%	3,7%	0,0%	0,0%	7,4%	0,0%	3,7%	100,0%
Lojas Renner	21,2%	21,2%	15,2%	21,2%	12,1%	3,0%	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%	3,0%	100,0%
M Dias Branco	21,4%	21,4%	14,3%	14,3%	7,1%	7,1%	0,0%	0,0%	7,1%	0,0%	7,1%	100,0%
Mag Luiza	20,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	0,0%	0,0%	10,0%	0,0%	10,0%	100,0%
Marcopolo	22,2%	22,2%	16,7%	16,7%	5,6%	5,6%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	5,6%	100,0%
Marfrig	12,5%	16,7%	12,5%	25,0%	16,7%	4,2%	4,2%	0,0%	4,2%	0,0%	4,2%	100,0%
Metal Leve	20,0%	20,0%	10,0%	10,0%	0,0%	10,0%	10,0%	0,0%	10,0%	0,0%	10,0%	100,0%
Mills	16,1%	19,4%	16,1%	16,1%	16,1%	3,2%	3,2%	0,0%	3,2%	0,0%	6,5%	100,0%
Minerva	16,1%	19,4%	16,1%	16,1%	16,1%	3,2%	0,0%	3,2%	6,5%	0,0%	3,2%	100,0%
MRV	23,1%	23,1%	15,4%	15,4%	0,0%	7,7%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	7,7%	100,0%
Multiplan	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%	100,0%
Multiplus	19,4%	22,6%	19,4%	9,7%	6,5%	6,5%	0,0%	0,0%	9,7%	0,0%	6,5%	100,0%
Natura	13,8%	13,8%	20,7%	17,2%	17,2%	3,4%	6,9%	0,0%	3,4%	0,0%	3,4%	100,0%
Odontoprev	18,8%	18,8%	12,5%	18,8%	6,3%	6,3%	0,0%	0,0%	6,3%	0,0%	12,5%	100,0%
Oi	21,7%	21,7%	17,4%	17,4%	8,7%	4,3%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	4,3%	100,0%
Pão de Açúcar CBD	22,7%	22,7%	20,5%	20,5%	6,8%	2,3%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0%	2,3%	100,0%
Par Corretora	28,0%	28,0%	26,0%	4,0%	8,0%	2,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	2,0%	100,0%
PDG Empreend	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	20,0%	100,0%
Petrobras	15,2%	15,2%	12,1%	18,2%	12,1%	9,1%	0,0%	3,0%	6,1%	3,0%	6,1%	100,0%

(continuação)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Porto Seguro	14,3%	21,4%	14,3%	7,1%	14,3%	7,1%	7,1%	0,0%	7,1%	0,0%	7,1%	100,0%
Proper	23,1%	23,1%	15,4%	15,4%	0,0%	7,7%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	7,7%	100,0%
Prumo	6,7%	22,2%	17,8%	22,2%	20,0%	2,2%	0,0%	2,2%	4,4%	0,0%	2,2%	100,0%
QGEP	50,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Qualicorp	20,5%	20,5%	20,5%	18,2%	13,6%	2,3%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0%	2,3%	100,0%
RaiaDrogasil	16,0%	16,0%	20,0%	16,0%	16,0%	4,0%	4,0%	0,0%	4,0%	0,0%	4,0%	100,0%
Randon	21,4%	21,4%	14,3%	14,3%	7,1%	7,1%	0,0%	0,0%	7,1%	0,0%	7,1%	100,0%
Rumo	10,0%	16,0%	20,0%	12,0%	14,0%	10,0%	2,0%	0,0%	6,0%	2,0%	8,0%	100,0%
Sabesp	15,4%	15,4%	15,4%	7,7%	7,7%	15,4%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	15,4%	100,0%
San Martinho	23,7%	10,5%	5,3%	26,3%	0,0%	2,6%	13,2%	0,0%	2,6%	0,0%	15,8%	100,0%
Santander	14,9%	14,9%	17,0%	19,1%	17,0%	8,5%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	4,3%	100,0%
Ser Educa	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	20,0%	100,0%
Sid Nacional	17,2%	31,0%	15,5%	29,3%	1,7%	1,7%	0,0%	0,0%	1,7%	0,0%	1,7%	100,0%
SLC Agrícola	22,2%	22,2%	16,7%	16,7%	5,6%	5,6%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	5,6%	100,0%
Smiles	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	20,0%	100,0%
Sul América	20,0%	20,0%	22,9%	17,1%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	5,7%	0,0%	2,9%	100,0%
Suzano	14,3%	17,9%	10,7%	17,9%	7,1%	17,9%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%	7,1%	100,0%
Taesa	14,3%	14,3%	7,1%	14,3%	14,3%	14,3%	7,1%	0,0%	7,1%	0,0%	7,1%	100,0%
Tecnisa	16,7%	16,7%	8,3%	16,7%	0,0%	8,3%	0,0%	0,0%	16,7%	0,0%	16,7%	100,0%
Telef	15,6%	15,6%	8,9%	31,1%	2,2%	4,4%	17,8%	0,0%	2,2%	0,0%	2,2%	100,0%
Tim Part	21,7%	21,7%	13,0%	17,4%	8,7%	8,7%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	4,3%	100,0%
Totvs	14,3%	19,0%	14,3%	14,3%	14,3%	4,8%	0,0%	4,8%	9,5%	0,0%	4,8%	100,0%
Tractebel	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	5,6%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	5,6%	100,0%
Tranpaulist	20,0%	20,0%	10,0%	10,0%	0,0%	10,0%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	10,0%	100,0%
Tupy	25,0%	25,0%	0,0%	12,5%	0,0%	12,5%	0,0%	0,0%	12,5%	0,0%	12,5%	100,0%
Ultrapar	20,0%	20,0%	17,1%	17,1%	17,1%	2,9%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	2,9%	100,0%
Usiminas	17,5%	20,0%	17,5%	30,0%	2,5%	2,5%	2,5%	0,0%	2,5%	0,0%	5,0%	100,0%

(conclusão)

Empresa	Param 1	Param 2	Param 3	Param 4	Param 5	Param 6	Param 7	Param 8	Param 9	Param 10	Param 11	Total
Vale	21,7%	21,7%	21,7%	17,4%	4,3%	4,3%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	4,3%	100,0%
Valid	12,5%	12,5%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	0,0%	25,0%	100,0%
Viavarejo	18,9%	18,9%	16,2%	16,2%	13,5%	2,7%	0,0%	5,4%	5,4%	0,0%	2,7%	100,0%
Weg	24,4%	24,4%	22,2%	22,2%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	2,2%	100,0%
Media	18,6%	19,3%	15,2%	15,6%	9,4%	6,2%	1,7%	0,7%	6,7%	0,2%	6,6%	
Desvio padrão	5,4%	4,8%	5,5%	6,0%	6,5%	4,0%	3,4%	2,5%	4,9%	0,7%	4,7%	
Minimo	0,0%	0,0%	0,0%									
Maximo	50,0%	31,0%	27,8%	31,1%	27,8%	20,0%	17,8%	22,2%	33,3%	3,8%	25,0%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: A tabela refere-se ao percentual de citações nos Sites dos parâmetros do MN por empresa, juntamente com a média, desvio padrão, percentual mínimo e máximo.