



**Universidade do Estado do Rio de Janeiro**  
Centro de Ciências Sociais  
Faculdade de Administração e Finanças

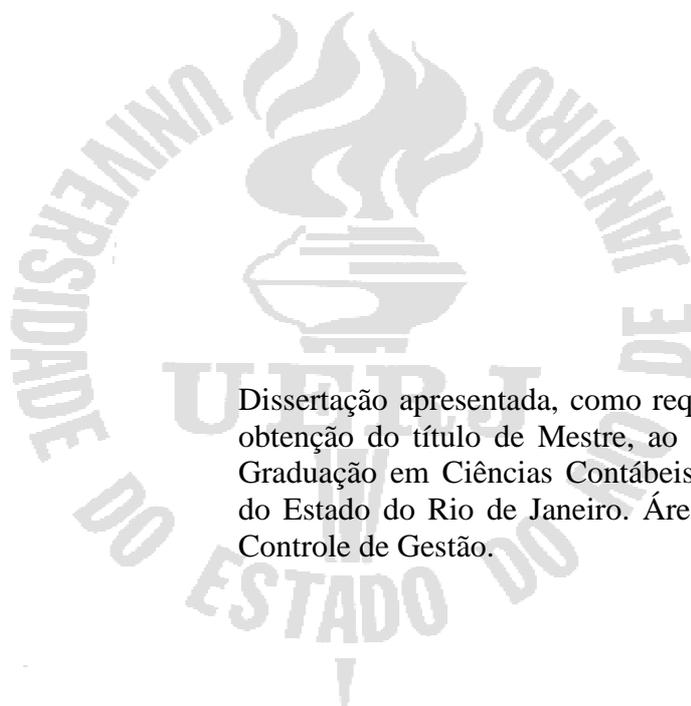
Marcella Rodrigues Montes

**Fatores Condicionantes do Valor de Mercado das Empresas Negociadas na  
BM&FBOVESPA**

Rio de Janeiro  
2013

Marcella Rodrigues Montes

**Fatores Condicionantes do Valor de Mercado das Empresas Negociadas na  
BM&FBOVESPA**



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração Controle de Gestão.

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Vieira Lima

Rio de Janeiro  
2013

CATALOGAÇÃO NA FONTE  
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

M779 Montes, Marcella Rodrigues.

Fatores Condicionantes do Valor de Mercado das  
Empresas Negociadas na BM&FBOVESPA. / Marcella  
Rodrigues Montes. – 2013.

76 f.

Orientador: Álvaro Vieira Lima.

Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração  
e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

Bibliografia: f. 67-71.

1. Governança corporativa - Teses 2. Análise fatorial -  
Teses. 3. Administração de empresas - Teses. I. Lima,  
Álvaro Vieira. II. Universidade do Estado do Rio de  
Janeiro. Faculdade de Administração e Finanças. III.  
Título.

CDU 658

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta  
dissertação.

---

Assinatura

---

Data

Marcella Rodrigues Montes

**Fatores Condicionantes do Valor de Mercado das Empresas Negociadas na  
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Estadual do Rio de Janeiro. Área de Concentração: Controle de Gestão.

Aprovado em 31 de janeiro de 2013

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Álvaro Vieira Lima (orientador)  
Faculdade de Administração e Finanças – FAF/UERJ

---

Prof. Dra. Simone Silva da Cunha Vieira  
Faculdade de Administração e Finanças – FAF/UERJ

---

Prof. Dr. Frederico Antônio Azevedo de Carvalho  
Faculdade de Administração e Ciências Contábeis – FACC/UFRJ

Rio de Janeiro  
2013

## DEDICATÓRIA

À minha vózinha, Iracema, a minha “Trinha”, que com todo amor e carinho sempre esteve ao meu lado, dedico este trabalho.

## AGRADECIMENTOS

Para que este curso fosse realizado, tendo como conclusão este trabalho, algumas pessoas foram fundamentais e não poderiam deixar de ser citadas.

Primeiramente, o mais especial agradecimento, a Deus, porque sem Ele, não teria superado todas as dificuldades, nada seria.

Ao meu orientador e professor, Dr. Álvaro Vieira Lima, que foi mais que um professor, foi um parceiro na elaboração deste trabalho. Sempre muito paciente, compreensivo e prestativo, não deixou de me ajudar quando precisei, acreditou em mim e me fez acreditar que conseguiria.

Aos professores Dra. Simone Vieira e Dr. Frederico Carvalho, componentes da banca examinadora, pelas generosas contribuições.

Aos meus colegas da turma MCC UERJ 2011 pelos chopes, infelizmente, cada vez mais escassos e pelos e-mails mais divertidos que recebi nesses dois anos.

Aos Funcionários do MCC UERJ, em especial a Betinha e ao Felipe, pela dedicação e presteza com que atendem aos alunos e ao Luis pelas gargalhadas únicas. E a todos que se dedicam ao programa e estão sempre dispostos a ajudar.

Ao meu amigo, colega de trabalho e de Mestrado, o futuro Mestre Joelson Fagundes Jr., por aturar meu mau humor (coitadinho), por sempre me dizer que eu conseguiria, por me ajudar na busca de dados e em tantas tarefas que tive com este trabalho. Joelsu, você foi mais do que show de bola, muito, mas muito obrigada mesmo, por tudo! Espero, um dia, poder retribuir a altura!

A Gerência de Contabilidade da BR Distribuidora e, em especial, ao meu gerente Luiz Claudio Ferreira por todo apoio para a realização deste curso e, por todas as horas de trabalho gentilmente abonadas.

Aos meus amigos no trabalho, Alexandre Calabria, Carol Naegele e Vinícius Riscado, por todo companheirismo e torcida. Em especial ao Xande pelas oportunidades não dispensadas de me ajudar.

Ao querido Bruno D`Assis, que me ajudou muito durante a realização do curso, em cada disciplina cursada. Por cada "help" atendido! Por tudo! Que não daria para escrever aqui senão eu teria que escrever outra dissertação, mas que você e eu sabemos o quanto. Muito obrigada!

Aos meus amigos que compreenderam minha ausência e que torceram por mim.

A minha mãe, Liliana, de quem recebi a base para os estudos e educação.

A minha avó, Iracema, a quem eu agradeceria apenas por existir, por estar sempre do meu lado e ter o melhor colo de avó do mundo inteiro, o que foi tão importante receber em dias de tanto cansaço, durante essa trajetória!

Aos meus afilhados Gabriel e Miguel, meus amores, que me recebiam com sorrisos e carinhos que me revigoravam, mesmo depois de longas ausências da dinda. E à Beatriz, o novo anjinho que ganhamos e que também me proporcionou muitas alegrias.

Lute diante das coisas difíceis da vida com amor e sabedoria, para que um dia você possa  
olhar para trás e dizer:  
Foi difícil, mas eu venci!!!!

*Autor desconhecido.*

## RESUMO

MONTES, Marcella Rodrigues. *Fatores Condicionantes do Valor de Mercado das Empresas Negociadas na BM&FBOVESPA*. 2013. 76 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

Um dos temas mais estudados na área de finanças corporativas é a determinação de fatores que influenciem o valor de mercado das companhias. Outro tema, também bastante comum, é a relação entre proprietários e agentes. Ambas as questões se entrelaçam porque, em tese, agentes podem orientar suas decisões em benefício próprio, contrariando os interesses dos proprietários, o que, em última análise, impactaria negativamente no valor das empresas. No Brasil, face às características próprias de controle e propriedade das companhias, o conflito de interesses passa a englobar também as relações entre controladores e minoritários. Uma rápida análise da literatura existente irá constatar que são muitas as variáveis consideradas. A tentativa de tratá-las num único modelo esbarra nas correlações muito elevadas que as referidas variáveis possuem entre si. Este estudo pretendeu lançar um novo olhar sobre o problema, utilizando Análise Fatorial para contornar estas dificuldades. Partindo de uma amostra com 114 empresas, foi possível identificar dois fatores aos quais se relacionam as nove variáveis consideradas no trabalho. Os fatores, nomeados Negociabilidade e Governança Corporativa, respondem por mais de 2/3 da variabilidade dos dados. As coordenadas dos fatores, divididas em altas e baixas, combinadas em pares, permitiu a caracterização de quatro quadrantes, pelos quais as empresas se distribuem. Através da utilização de teste não paramétrico de diferenças de médias, foi possível rejeitar a hipótese nula de igualdade do valor médio de mercado das empresas entre os quatro quadrantes. Os resultados encontrados são explicados pelos valores assumidos pelas variáveis para as empresas de cada quadrante.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Análise Fatorial. Valor de Mercado.

## **ABSTRACT**

One of the most studied topics in corporate finance is the determination of factors that influence the market value of companies. Another issue, also fairly common, is the relationship between owners and agents. Both issues are intertwined because, in theory, agents can guide their decisions for their own benefit, against the wishes of the owners, which ultimately negatively impact the value of companies. In Brazil, due to the characteristics of control and ownership of the companies, the conflict of interest shall also include the relationship between controlling and minority shareholders. A quick analysis of the existing literature will find that there are many related variables. The attempt to treat them in a single model faces the very high correlations that these variables have with each other. This study sought to launch a fresh look at the problem, using factor analysis to circumvent these difficulties. From a sample of 114 companies, it was possible to identify two factors which are related to the nine variables considered in the study. Factors appointed Negotiability and Corporate Governance, account for over two thirds of data variability. The coordinates of the factors, divided into high and low, combined in pairs, allowed the characterization of four quadrants, whereby firms are distributed. Through the use of nonparametric mean differences, it was possible to reject the null hypothesis of equality of the average market value of companies among the four quadrants. The results are explained by the values assumed by the variables for companies in each quadrant.

**Key Words:** Corporate Governance. Factor Analysis. Market Value.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

|           |   |    |
|-----------|---|----|
| Quadro 1  | Níveis de Governança Corporativa e suas exigências .....  | 27 |
| Figura 1  | Esquema Analítico .....   | 38 |
| Tabela 1  | Divisão da Amostra .....  | 38 |
| Figura 2  | Composição da Amostra .....   | 39 |
| Quadro 2  | Variáveis e Critérios de Pontuação .....  | 48 |
| Tabela 2  | Matriz de Correlação (Pearson(n)) .....   | 50 |
| Tabela 3  | Autovalores ..  | 51 |
| Gráfico 1 | Coordenadas Fatoriais .....   | 51 |
| Tabela 4  | Alfa de Cronbach .....  | 52 |
| Tabela 5  | Correlações entre Variáveis e Fatores .....   | 52 |
| Tabela 6  | Coordenadas dos fatores após a rotação <i>Varimax</i> .....   | 54 |
| Gráfico 2 | Observações (eixos D1 e D2: 66,74 %) .....  | 55 |
| Quadro 3  | Disposição dos Quadrantes .....   | 55 |
| Gráfico 3 | Empresas Seleccionadas .....  | 56 |
| Tabela 7  | Empresas Seleccionadas dos Quadrantes .....   | 57 |
| Tabela 8  | Coeficientes do modelo fatorial após a rotação <i>Varimax</i> .....                                       | 59 |
| Tabela 9  | Matriz de Correlações.....  | 60 |
| Tabela 10 | Resultado da Regressão $VM_i / VP_i = \alpha_i + \beta_1 DI_i + \beta_2 D2_i + \beta_3 ROA_i + e_i$ ..... | 60 |
| Tabela 11 | Empresas Seleccionadas dos Quadrantes com P/PVA .....   | 61 |
| Tabela 12 | Média de VM/VP por quadrante – Empresas Seleccionadas .....   | 61 |
| Tabela 13 | Teste não paramétrico – Emp. Selec. ....  | 61 |
| Tabela 14 | Média de VM/VP por quadrante .....  | 62 |
| Tabela 15 | Teste não paramétrico .....   | 62 |
| Figura 2  | Nomes das Empresas nos Quadrantes .....   | 64 |

## SUMÁRIO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>INTRODUÇÃO</b> .....   | <b>10</b> |
| <b>1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....                              | <b>14</b> |
| 1.1 Teoria da Agência.....  | 14        |
| 1.2 Governança Corporativa .....                                  | 16        |
| 1.3 Níveis de Governança Corporativa Conforme a BM&FBOVESPA ..... | 24        |
| 1.4 Governança Corporativa e o IBGC .....                         | 27        |
| <b>2 ESTUDOS ANTERIORES</b> .....                                 | <b>29</b> |
| <b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....                            | <b>37</b> |
| 3.1 Hipóteses da Pesquisa.....                                    | 37        |
| 3.2 Esquema Analítico .....                                       | 37        |
| 3.3 Universo e Amostra .....                                      | 38        |
| 3.4 Coleta dos Dados.....   | 39        |
| 3.5 Análise Fatorial.....   | 40        |
| 3.6 Definição das Variáveis e Pontuação dos Critérios .....       | 41        |
| 3.6.1 <u>Volume de Negociação</u> .....                           | 42        |
| 3.6.2 <u>Free float</u> .....                                     | 42        |
| 3.6.3 <u>Grau de Expropriação (DIF)</u> .....                     | 43        |
| 3.6.4 <u>Tag Along</u> .....                                      | 43        |
| 3.6.5 <u>Câmara de Arbitragem</u> .....                           | 44        |
| 3.6.6 <u>Market Share</u> .....                                   | 45        |
| 3.6.7 <u>Remuneração de Executivos</u> .....                      | 45        |
| 3.6.8 <u>American Depositary Receipts (ADR)</u> .....             | 46        |
| 3.6.9 <u>Porte da empresa</u> .....                               | 47        |
| 3.6 <b>Relação entre Fatores e Valor da Empresa</b> .....         | <b>49</b> |
| <b>4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....                 | <b>50</b> |
| 4.1 Geração de Fatores Explicativos .....                         | 50        |
| 4.2 Regressão entre Fatores e Valor de Mercado .....              | 58        |
| 4.3 Teste da Hipótese .....                                       | 61        |
| <b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....                               | <b>63</b> |
| <b>REFERÊNCIAS</b> .....  | <b>67</b> |
| <b>APÊNDICE A</b> .....   | <b>72</b> |

## INTRODUÇÃO

Um dos temas mais estudados na área de finanças corporativas é a determinação de fatores que influenciem o valor de mercado das companhias. Outro tema, também bastante comum, é a relação entre proprietários e agentes. Ambas as questões se entrelaçam porque, em tese, agentes podem orientar suas decisões em benefício próprio, contrariando os interesses dos proprietários, o que, em última análise, impactaria negativamente no valor das empresas. No Brasil, face às características próprias de controle e propriedade das companhias, o conflito de interesses passa a englobar também as relações entre controladores e minoritários.

Neste contexto surge o que se convencionou chamar de Governança Corporativa, conjunto de práticas gerenciais, de caráter regulador, adotadas pelas companhias visando eliminar os impactos negativos causados pelos conflitos de agenciamento. No atual cenário econômico mundial, observa-se com grande frequência a importância dada ao exercício de práticas de Governança Corporativa, especialmente onde as possibilidades para investimentos são cada vez maiores. Os investidores não precisam estar presentes nas empresas, e nem mesmo no país onde realizam investimentos, porque o mundo globalizado permite que empresas recebam investimentos realizados no seu próprio país ou de qualquer país estrangeiro.

Impulsionados pela oportunidade de realizar investimentos até mesmo em empresas estrangeiras, investidores em todo o mundo procuram entender sobre estas práticas e tirar proveito delas, analisando se as empresas onde pretendem investir estão empenhadas em realizá-las. Objetiva-se, prioritariamente, através de práticas de Governança Corporativa, diminuir problemas de agência, bem como diminuir as desvantagens sobre os acionistas não controladores (minoritários).

A insatisfação dos acionistas com a má administração de suas empresas proporciona discussões e debates acirrados. Acionistas controladores sentem-se prejudicados por entenderem que os administradores não tomam as decisões conforme os interesses daqueles. Em contrapartida, acionistas não controladores acreditam que a administração das empresas favorece os controladores, prejudicando o retorno de seus capitais. E é nesse cenário que a Governança Corporativa estabelece relações de negócios entre os que investem e os que administram, ganhando importância através de ações reguladoras.

No contexto brasileiro, o conceito de Governança Corporativa foi desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Atualmente, investidores podem avaliar as empresas pelas práticas de Governança Corporativa através da classificação adotada pela Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) que coloca as companhias em níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Os níveis de classificação da Bovespa são, basicamente, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado. A classificação, ou mesmo a passagem de um nível a outro mais elevado, pressupõe um aumento do nível de exigências a serem atendidas pelas empresas. Nessas condições, as empresas classificadas no nível Novo Mercado são consideradas melhores que as demais, inclusive melhores do que aquelas que não aderem à Governança Corporativa, nos termos propostos pela BM&FBOVESPA. Estas empresas vêm ganhando, cada vez mais, a confiança dos investidores por possuírem, em princípio, melhores práticas de Governança Corporativa, além do importante diferencial da emissão exclusiva de ações ordinárias (ON).

Sempre em busca de melhor visibilidade no mercado, muitas empresas objetivam se alinhar cada vez mais às práticas de Governança Corporativa, buscando preencher as exigências feitas pela Bovespa para enquadramento em cada um dos níveis de Governança.

Entretanto, há empresas que só emitem ações ordinárias que não aderiram à Governança Corporativa, nos termos propostos pela BM&FBOVESPA. Outras há que atendem a requisitos mais elevados do que aqueles exigidos para o nível em que estão classificadas (provavelmente não atendem a todos os requisitos exigidos para o nível superior). Estas questões dificultam a avaliação das empresas com base nos níveis de governança. Some-se a isso o fato de que muitas das variáveis utilizadas na avaliação do valor de mercado das companhias, estejam ou não ligadas à governança corporativa, apresentam alto grau de correlação entre si, dificultando o entendimento das relações entre elas e o valor de mercado das empresas.

### **Relevância do Tema**

A questão do valor de mercado das companhias e as variáveis a ele relacionadas tem sido muito estudada, analisada e reportada na literatura de finanças corporativas. Isto por si só reflete a relevância do tema.

O estudo pretende atender à crescente preocupação das empresas em aprimorar seus níveis de Governança Corporativa, bem como na preocupação, não menos relevante, dos investidores, com as práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas por eles analisadas. Tais práticas vêm ganhando cada vez mais a atenção dos responsáveis dentro das companhias, tanto administradores, responsáveis pelo desempenho das empresas, como pelos acionistas, preocupados com o retorno desejado em seus investimentos.

No Brasil, particularmente na BM&FBOVESPA, a Governança Corporativa está escalonada em níveis, com graus de exigência crescente. O presente trabalho pode ajudar no entendimento da relevância destas exigências e, eventualmente, ajudar no aperfeiçoamento das regras estabelecidas.

A preocupação com o exercício da Governança Corporativa vem associada ao interesse dos investidores em valorizar seus investimentos, o que leva acionistas e administradores a se preocuparem não somente com o atendimento às exigências por si só, mas, também com o impacto que podem ter sobre o valor de mercado de suas empresas.

### **Objetivo da Pesquisa**

O objetivo desta pesquisa é lançar um novo olhar sobre um problema que de há muito tempo tem chamado a atenção de pesquisadores interessados na identificação dos fatores que determinam o valor de mercado das empresas, em especial aquelas negociadas em bolsas de valores, cujo preço das ações é de conhecimento público.

A análise da literatura existente permite constatar que são muitas as variáveis consideradas, estejam ou não associadas à Governança Corporativa. Como se irá verificar, a tentativa de tratá-las num único modelo esbarraria nas correlações muito elevadas que as referidas variáveis possuem entre si.

Este trabalho pretende identificar fatores que respondam pelas correlações entre as variáveis, permitindo um melhor entendimento entre as referidas variáveis e o valor de mercado das empresas. Pretende ainda verificar se é possível estabelecer o grau de importância das variáveis, em relação aos fatores a que se relacionam.

Tendo estes objetivos em foco, a pesquisa pretende responder aos seguintes questionamentos:

- As variáveis normalmente utilizadas para avaliação de empresas podem ser representadas por um ou mais fatores?
- Os fatores que representam as variáveis possuem relação com o valor de mercado das empresas?

## **Estrutura do estudo**

Após a introdução e caracterização do problema, relevância do estudo e a delimitação dos objetivos da pesquisa, segue-se estrutura deste estudo, que se distribuirá por cinco capítulos.

No capítulo 1, o estudo desenvolve o referencial teórico dos aspectos conceituais, partindo com a Teoria de Agência, a qual dá origem ao desenvolvimento das práticas de Governança Corporativa, seus desdobramentos no Brasil, em particular na BM&FBOVESPA.

O capítulo 2 será caracterizado por estudos anteriores que apresentem a relevância do tema exposto e como foi abordado por outros autores, demonstrando os objetivos, a metodologia e os resultados apresentados nos trabalhos.

O capítulo 3 será composto pela apresentação dos temas de caráter metodológico que envolvem o processo de elaboração deste trabalho. Para tanto, neste capítulo serão descritos a tipologia da pesquisa, a construção da amostra, os mecanismos de coleta, o tratamento dado às variáveis, bem como as características e limitações dos métodos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa.

No capítulo 4 serão apresentados e discutidos os resultados da pesquisa, analisando-se e comentando-se os resultados encontrados.

E, para finalizar, no capítulo 5 serão apresentadas conclusões e as considerações finais sobre os resultados encontrados, além de recomendações para futuras pesquisas.

# 1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

## 1.1 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976), em estudo que se tornou clássico sobre A Teoria da Agência, a qual trata do relacionamento entre o principal, que representa os interesses dos acionistas ou controladores, e o agente, administrador contratado para gerir os negócios da empresa em nome do principal. Foi o crescimento das grandes corporações que determinou a necessidade da divisão de funções entre proprietários e administradores.

A referida teoria baseia-se no conflito de interesses que surge quando o agente orienta suas decisões tendo em vista o seu próprio benefício em detrimento dos interesses dos acionistas. Os interesses dos administradores, em algumas situações, podem divergir dos interesses dos proprietários gerando o que se entende por conflitos de agência.

Maximizar o retorno dos acionistas nem sempre se alinha com os interesses dos administradores, eventualmente mais preocupados com a manutenção dos benefícios e vantagens que o cargo de gestor lhes proporciona.

Jensen e Meckling (1976) acreditam que, num contexto onde se espera que o agente haja em favor do acionista, aquele receberá deste poder para tomada de decisões. Porém, ao receber poder, nem sempre o administrador agirá em favor do acionista.

Dentro deste contexto, Jensen e Meckling (1976) acrescentam que alguns destes problemas podem ser evitados em empresas onde há concentração de propriedade. Pois, segundo os autores, nestas empresas, a existência de grandes acionistas facilita o acompanhamento dos administradores. Os autores os consideram mais capazes de monitorar os gerentes.

Hendriksen e Van Breda (1999) ensinam que os proprietários possuem uma visão limitada das ações realizadas pelos administradores à frente das empresas. Tal fato pode ensejar que as decisões tomadas pelos gestores sejam divergentes das decisões que os proprietários gostariam que fossem tomadas. Em consonância com o apresentado pelos autores, podem ser caracterizados problemas de agência nas decisões tomadas pelos administradores, quando independentes do consentimento e autorização dos acionistas.

Quando os gestores exercem sua administração pelo funcionamento das empresas, muitas vezes o fazem visando seu próprio interesse, já que não necessariamente são beneficiados quando ocorrem bons resultados.

Nesse sentido, Dalmácio e Nossa (2003) consideram que, de início, os gestores devem estar preocupados em elevar ao máximo a riqueza dos acionistas. Entretanto, isto não necessariamente acontece, já que os ganhos dos administradores não possuem relação direta com o valor da empresa. Assim, concluem que, já que as decisões que maximizam o valor da firma não necessariamente se relacionam diretamente aos ganhos dos administradores, tais decisões podem gerar perda de riqueza.

Num ambiente em que ocorrem divergências entre um controlador e um administrador, um poderá sair perdendo, completam Dalmácio e Nossa (2003). São as situações geradoras de conflitos de interesses, situações estas que desencadeiam os conflitos de agência.

Andrade e Rossetti (2009) argumentam sobre a improbabilidade de impedir a ocorrência de conflitos de agência e justificam com a inexistência de um contrato completo entre as partes ou de um agente ideal.

Conforme inferem os autores, não existe um contrato que represente integralmente os direitos e os deveres dos administradores e dos acionistas. Bem como não há perfeição nas decisões tomadas pelos agentes gerando os problemas de agência a partir dos desacordos da relação e dos interesses.

Já para Segatto-Mendes (2001), a não participação do acionista na gestão da empresa pode ser bem vista quando se tratar de sociedade por ações, uma vez que esse tipo de sociedade limita a participação do acionista, o que permite a este criar uma carteira de investimentos em diversos segmentos, possibilitando a minimização dos riscos através da diversificação do investimento. Esta situação se caracteriza através da atuação de investidores no mercado de ações, comprando e vendendo ações. Situação que, progressivamente, desvincula os investidores da administração da empresa.

No Brasil, a questão dos conflitos de agência ganha contornos diversos do que é proposto por Jensen e Meckling (1976). Em países anglo-saxões e em alguns países da Europa, a dispersão do capital permite que os administradores tenham mais poder em suas mãos, deixando acionistas isolados, com pouca margem de ação, fazendo com que ocorram problemas principalmente entre acionistas e executivos.

Os problemas entre agentes no Brasil possuem peculiaridades próprias. Silveira et al. (2007) julgam que, na gestão de negócios no Brasil, os principais problemas de Governança Corporativa ocorrem entre acionistas majoritários, que são os controladores e acionistas

minoritários, os não controladores. Assim, os conflitos de agência no Brasil tendem a girar em torno de expropriações econômicas por parte dos controladores, em detrimento dos acionistas minoritários.

Adotando-se a ideia de que numa empresa onde não são adotadas práticas de Governança Corporativa há prejuízos aos acionistas não controladores, identifica-se que eles sejam os menos favorecidos, já que acabam obrigados a se sujeitarem às decisões impostas pelos controladores, que tendem a tomar decisões que muitas vezes beneficiam apenas a eles mesmos.

## **1.2 Governança Corporativa**

No contexto de gestão de negócios, num ambiente que enseja o surgimento de conflitos de agência, surge a Governança Corporativa. Pode-se qualificar Governança Corporativa como “o conjunto de estratégias utilizadas para administrar a relação entre acionistas, que é utilizado para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho das organizações”. (HITT, IRELAND e HOSKISSON, 2007)

Hitt, Ireland e Hoskisson (2007) também apresentam os mecanismos de Governança Corporativa, e os dividem em Mecanismos Internos de Governança e Mecanismos Externos de Governança. Conforme os autores, os mecanismos internos são:

- Concentração de Propriedade – caracterizado como a quantidade de ações que acionistas individuais e investidores institucionais detém;
- Conselho de Administração – órgão que ao representar os donos da firma, acompanham as decisões estratégicas dos gerentes;
- Remuneração Executiva – Servir-se bons salários e incentivos de longo prazo para acertar os interesses dos donos com os dos gerentes;
- Estrutura Multidivisional – Utilização de divisões que possam monitorar as ações dos gerentes.

Por seu turno, os mecanismos externos se concentram no chamado Mercado para Controle Corporativo, onde ocorre a compra de uma firma com desempenho inferior para melhorar a competitividade da empresa no mercado.

“Chama-se Governança Corporativa, o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre os acionistas, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e *stakeholders*: empregados, credores e clientes” (LODI, 2000).

E, no sentido apresentado, vemos que se deve considerar, ao avaliar as práticas de governança corporativa dentro de uma empresa, todas as relações envolvidas, todos os que participam do funcionamento das empresas e que, de uma ou outra forma, devem ser atendidos.

A adoção de práticas de Governança Corporativa deve ser feita objetivando atender aos interesses de todos os acionistas e atender às exigências de bom relacionamento da companhia com investidores de forma a garantir que estes estejam satisfeitos com seus investimentos.

Borgerth (2007) descreve que a Governança Corporativa tem como base quatro princípios fundamentais:

**Transparência** – Este princípio é conhecido na nomenclatura internacional como *disclosure* e expressa o dever de revelar informações úteis no momento oportuno.

Através desse princípio há a garantia de que sejam reveladas à sociedade as informações financeiras da empresa. Isto permitirá que atuais e possíveis acionistas possam avaliar as empresas quando do interesse por elas.

**Equidade** – Internacionalmente conhecido como *fairness*, o princípio prega que sejam dados direitos iguais para todos os acionistas.

Este princípio garante direitos, principalmente aos acionistas não controladores, que muitas vezes ficam em desvantagem em situações onde os acionistas majoritários exercem seus direitos com poder de voto diante das decisões das empresas.

**Prestação de contas** – Princípio que é conhecido na literatura internacional como *accountability* e diz que os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas dos seus atos administrativos.

De acordo com este princípio, administradores devem zelar pelo interesse da companhia como um todo e não atender apenas aos interesses dos acionistas controladores. E neste contexto, devem cuidar da empresa como justificativa para sua remuneração, vigiando pela continuidade da companhia.

**Conformidade** – Na literatura internacional, o termo que representa este princípio é *compliance* e segundo ele, as empresas devem obedecer às leis e regulamentos corporativos.

Em concórdia com esse princípio, os investidores devem usufruir da proteção legal existente em seus países para que seus direitos de acionistas sejam garantidos, uma vez que as empresas devem obedecer às leis dos países onde se instalam, assim como aos regulamentos de suas classes.

Ao adotar práticas de Governança Corporativa, a empresa deve seguir os princípios citados que servirão de base para o bom relacionamento das companhias com seus investidores, uma vez que estes terão a chance de ficar mais informados sobre as decisões e os rumos da empresa.

Um importante benefício auferido pelas empresas ao adotarem uma das práticas de Governança Corporativa é a instauração do Conselho de Administração que atue juntamente com uma Auditoria Independente e com um Conselho Fiscal. O papel do Conselho de Administração envolve grande responsabilidade sobre decisões estratégicas e sobre toda a empresa, inclusive no sentido de diminuir conflitos entre administradores e proprietários.

Para Fama e Jensen (1983), no contexto de tomadas de decisões dentro das empresas, o Conselho de Administração deve ser responsável pelo acompanhamento dos administradores e pela revalidação de decisões aprovadas para a empresa. Os autores também destacam a importância de que as decisões de controle sejam desempenhadas pelo Conselho de Administração a fim de que, ocorrendo perda de riqueza, numa empresa onde haja separação entre propriedade e controle, aquele possa garantir a sobrevivência da empresa.

São grandes os benefícios proporcionados aos acionistas não controladores em empresas onde são adotadas práticas de Governança Corporativa, nas quais existe a separação entre o administrador e o proprietário. Sob a Governança Corporativa, as decisões são tomadas prioritariamente pelos administradores, com visão independente permitindo o equilíbrio entre o interesse pelo lucro e pelo crescimento da empresa. Para La Porta et al. (1999), os acionistas estariam mais protegidos ocorrendo a fragmentação da estrutura de propriedade das empresas, resultante de melhorias nos aspectos legais.

Carvalho da Silva e Leal (2005) citam a importância presente no entendimento da adoção de práticas de Governança Corporativa por parte das companhias, uma vez que, ao adotá-las, observarão influência positiva no valor e desempenho da firma. Como opinam os autores, o investimento em Governança Corporativa ajuda na imagem das empresas, fazendo com que seu valor seja reavaliado pelo mercado.

No atual cenário econômico mundial, questões sobre Governança Corporativa estão ganhando, cada vez mais, atenção e destaque. Muito se tem discutido sobre Governança Corporativa e sobre os efeitos trazidos pelas aplicações de suas práticas pelas empresas, além

de ser cada vez mais valorizada e observada a sua adoção. A segregação de função entre o administrador e o controlador (proprietário) vem ganhando importância com a valorização da existência de dois papéis, com pessoas distintas exercendo-os.

Os investidores tem se preocupado e analisado o nível de adoção de Governança Corporativa das empresas como fundamental para realização de seus investimentos e para medir seu grau de confiança nas empresas.

Para La Porta et al. (1998), os investidores têm a garantia de receber retorno sobre o que investiram, o que vai além da seus direitos, não apenas por existirem leis de proteção, mas por existirem garantia que essas leis sejam aplicadas. E, considerando esse pensamento, ainda que os interesses dos acionistas controladores sejam os prioritariamente pretendidos, todos os acionistas devem ter seus direitos garantidos, independente do poder que possam exercer os acionistas controladores para que sejam priorizados seus interesses, ou mesmo a influência que possam exercer sobre os administradores.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a estrutura de propriedade é um dos itens mais importantes para a determinação do nível de Governança Corporativa numa empresa. O que pode ser entendido quando se analisa o percentual de ações ordinárias (ON) emitidas pela empresa sobre o total de ações emitidas, pois quanto maior o número de ações preferenciais (PN) emitidas maiores as chances de o acionista controlador possuir baixo percentual no total de ações da empresa.

As ações preferenciais são as ações que garantem aos detentores dessas ações prioridade de participação nos lucros através de dividendos. O máximo de ações preferências que uma empresa pode emitir é de 50%, esse percentual já foi de 2/3 do total de ações emitidas. São esses os acionistas que recebem maior retorno no caso de maiores lucros. Em certas situações, o acionista da ação preferencial pode ter a maior quantidade de ações entre todos os acionistas, sem possuir direito de voto.

As ações ordinárias são as ações que dão aos acionistas possuidores destas o poder de voto, e através deste, o poder sobre as decisões da empresa. Atualmente, o mínimo de emissão de ações ordinárias é de 50% do total de ações emitidas. E, para obter controle da companhia, é necessário possuir o mínimo de metade destas ações mais uma. O que significa que um acionista controlador pode ter apenas um pouco mais de 25% do total de ações emitidas pela empresa, e possuindo apenas ações ordinárias, este acionista não terá preferência na distribuição de dividendos, bem como terá participação nos lucros equivalente a sua participação acionária.

Não possuindo elevadas participações sobre o total da companhia, os controladores não se interessam em manter os lucros elevados já que suas participações não serão altas. E diante disso, tentam de outras formas obter retorno de seus investimentos, ainda que suas ações causem redução no lucro. Empresas onde os acionistas majoritários não possuem elevada participação no total do capital da empresa, geralmente, possuem baixos índices de governança corporativa. Nestes casos, a relação entre o acionista e o administrador normalmente é mais próxima e com menor independência.

Baía (2010) afirma que o risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorre, fundamentalmente, da existência de separação entre propriedade e controle, em que as pessoas que fornecem capital não participam diretamente das decisões corporativas.

Não detendo o controle, muitas vezes, os acionistas que mais investem na companhia, esperando disso um retorno, não o obtém. O que pode se dar devido à aplicação de capital em ações preferenciais que os darão dividendos, mas não poder de decisão. Sendo que o retorno através de dividendos muitas vezes dependerá do rumo do que for decidido pelos acionistas que, apesar de controladores, não têm como objetivo maior o lucro da empresa, já que seus retornos através do lucro muitas vezes não são expressivos.

Para Silveira (2002), um ponto decisivo da Governança Corporativa é a estrutura de propriedade. O autor expõe que, não havendo garantia de direitos aos acionistas não controladores através de proteção legal, pode supor que o que lhes garante segurança para aplicar em empresas é que nestas haja a presença de grandes investidores que possam assegurar a existência de controle por parte de acionistas.

Silveira (2002) considera que a existência de muitos investidores provoque nas empresas um maior equilíbrio entre o poder de controle, onde o acionista possui o direito sobre as decisões da empresa e o poder sobre o caixa, onde o acionista é recompensado com o retorno do que investiu através de dividendos.

Os acionistas são considerados controladores pelo poder de voto que possuem sobre as decisões da empresa, o que não os associa ao retorno através do lucro. Que, em contrapartida, é o esperado pelos acionistas minoritários, muitas vezes detentores das ações preferenciais, ações que dão a eles direitos sobre os dividendos da empresa, não tendo poder de decisão.

Lethbridge (1997) define Governança Corporativa como se tratando de arranjos institucionais que têm a premissa básica de reger as relações entre acionistas e as administrações das empresas. Segundo o autor, através do estabelecimento da Governança Corporativa nas companhias, passa-se a se preocupar com a possibilidade de existirem

benefícios na relação entre administradores e controladores e destes com acionistas minoritários.

Em paralelo, Lethbridge (1997) afirma que a tendência é que esta se transforme numa crescente preocupação no Brasil. O que pode acontecer por conta da existência do elevado número de empresas com um baixo índice de Governança Corporativa. Onde os controladores exercem muita influência sobre os administradores e sobre as decisões das empresas.

Em companhias onde os administradores sofrem influências dos acionistas controladores, os acionistas minoritários (não controladores) ficam em desvantagens. Os interesses destes são deixados de lado e seu objetivo principal, que se dá com o retorno de seus investimentos através de dividendos, fica abalado, uma vez que acionistas controladores estão mais preocupados em obter retorno com vantagens que podem conseguir ao influenciar as decisões dos administradores.

Bebchuk (1999) sustenta que, num ambiente onde o controle é exercido por diversos acionistas, os que seriam controladores acabam renunciando à possibilidade de ter benefícios sobre o controle para que todos os acionistas sejam beneficiados. Neste ambiente, os acionistas controladores deixam de exercer a possibilidade de receber ganhos sobre sua condição de acionista controlador.

Neste contexto, Bebchuk (1999) destaca a importância exercida pelo protecionismo legal em países onde existem. E que tal protecionismo podem sim garantir a situação de equilíbrio em companhias controladas por diversos acionistas. Assim, nenhum acionista exerceria controle sobre os demais. Mas, tal situação só seria garantida por uma forte legislação. E na inexistência desta, ainda que houvesse a intenção de que o controle não fosse exercido por um só acionista, poderia ocorrer no caso dos demais acionistas não conseguirem se proteger.

La Porta et al. (2000) ao descreverem os benefícios da Governança Corporativa, expõem a proteção, que a adoção de práticas desse mecanismo assegura aos investidores minoritários contra os poderes exercidos pelos acionistas controladores e pelos administradores.

As empresas que adotam práticas de Governança garantindo proteção aos acionistas, conforme traçado por La Porta et al. (2000), são as empresas onde os investidores externos sentem maior segurança para realizar seus investimentos, certo da obtenção de retorno. O que também é garantido aos investidores através da classificação das empresas nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA. Meio pelo qual os investidores podem saber se as empresas adotam a Governança Corporativa e a que práticas atendem.

Para Lopes e Martins (2005), são considerados instrumentos de Governança Corporativa a relevância e o conservadorismo das informações Contábeis. O que vai de encontro às exigências da BM&FBOVESPA de acordo com cada segmento de Governança Corporativa, onde as informações obtidas através das demonstrações financeiras também podem auxiliar os investidores na tomada de decisões ao avaliarem as empresas onde desejam realizar investimentos.

Carvalho (2003), em seu trabalho, cita a importância exercida pelos acionistas minoritários para o desenvolvimento do mercado. O autor cita também o direito pertencente a estes acionistas sobre o lucro. A parcela deles é pequena, mas ainda assim, os acionistas minoritários se preocuparão em realizar investimentos seguros que possam lhes garantir retorno.

Neste contexto, é possível associar a importância das classificações das empresas dentro do seu respectivo segmento de Governança Corporativa determinado pela BM&FBOVESPA. Essas classificações garantem ao acionista minoritário saber previamente quais informações as empresas já estão obrigadas a disponibilizar e que direitos devem garantir a seus acionistas através de práticas de Governança.

No cenário de benefícios proporcionados pela Governança Corporativa, Souza e Borba (2007) estudaram a publicação de artigos sobre a relação entre a Remuneração de Executivos e a Governança Corporativa destacando o fato de grandes empresas basearem suas políticas de remuneração em função do crescimento da empresa no mercado.

Claessens et al. (2002), ao estudarem a relação estabelecida entre as leis dos países e as finanças das empresas, sugeriram que leis mais rígidas e com maior garantia de emprego destas leis geram um ambiente mais seguro para os investidores. Existem, dentro de um mesmo país diferentes estruturas de propriedade, sendo essas diferenças geradas pelas diferenças nas leis. Como acontecem com as diferenças de exigências entre os segmentos de Governança Corporativa determinados pela BM&FBOVESPA.

As empresas são classificadas nos Níveis de Governança Corporativa conforme as leis às quais se adaptam e conforme as políticas que seguem, bem como as informações e o retorno que garantem aos investidores, em especial os não controladores.

Para Kappler e Love (2004) existem alguns determinantes, que os autores chamam de fatores endógenos, para que as práticas de Governança Corporativa gerem bons resultados para as companhias. Os autores procuram mostrar que sabendo que as empresas objetivam obter recursos através da negociação de suas ações, elas devem garantir aos investidores o retorno para seus investimentos. Para tanto, espera-se que as empresas visualizem nas práticas

de Governança a oportunidade de maior captação de recursos no mercado. Por isso, as empresas devem procurar enquadrar-se nos segmentos de Governança que lhes permitam melhor visibilidade no mercado e maior captação de investimentos. Bem como manter os acionistas mais confiantes.

A adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, juntamente com práticas mercadológicas necessariamente adotadas pelas empresas, possibilitam a estas captar mais recursos no mercado conforme mantém seus investidores mais seguros e com mais informações sobre as empresas onde operam.

As empresas bem conceituadas no exercício de práticas de Governança Corporativa estão enquadradas no Novo Mercado e são mais bem vistas pelos investidores. São nessas empresas, onde só há emissão de ações ordinárias, que os controladores, então, estão mais preocupados com o lucro, sabendo que deles obterão um retorno compatível com seus investimentos.

Rodrigues (2003) destaca, em seu trabalho, os objetivos de adotar práticas de Governança Corporativa, citados abaixo:

- Aumentar a transparência das informações disponibilizadas aos investidores;
- Despertar o interesse de investidores internacionais;
- Favorecer o acesso ao capital;
- Aumentar vantagem competitiva;
- Proteger os acionistas minoritários;
- Aumentar o controle sobre a gestão da empresa;
- Aumentar o valor da empresa;
- Aprimorar a relação com os investidores.

Analisando os objetivos citados pela autora, podemos verificar que ao se enquadrarem nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa, determinados pela BM&FBOVESPA, as empresas os estarão alcançando. Os pré-requisitos para o enquadramento nos segmentos geram nos investidores mais confiança nas empresas onde realizam negociações.

Siffert (1998) argumenta que a Governança Corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada

empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

### **1.3 Níveis de Governança Corporativa Conforme a BM&FBOVESPA**

Segundo Procianoy e Rocha (2002), ao avaliar em que empresas investirem, os investidores procuram saber sobre a qualidade e a quantidade de informações que as empresas analisadas mantêm divulgadas e que assim estão disponíveis para suas análises. Para atingir tal exigência dos investidores, as empresas procuram atender ao princípio da transparência, o que é facilitado quando as empresas mantêm um setor que responsável por promover esse relacionamento.

A colocação dos autores acrescenta importância à classificação realizada pela BM&FBOVESPA para as empresas conforme os níveis de Governança Corporativa, já que através deles, as empresas são obrigadas a realizar divulgações conforme o nível em que se enquadram. Através da identificação do nível de Governança das empresas que estão avaliando, os investidores podem ter acesso a diversas informações que os auxiliem na tomada de decisão.

Na página eletrônica da BM&FBOVESPA, encontramos a seguinte definição para Governança Corporativa: “esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas. Isso envolve as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, uma Auditoria Independente e até mesmo um Conselho Fiscal”. Baseada neste conceito, a BM&FBOVESPA criou diferentes níveis a fim de classificar as empresas conforme suas práticas de Governança Corporativa, tais níveis são conhecidos com Níveis Diferenciados de Governança da BM&FBOVESPA (NDGB).

Atualmente, a BM&FBOVESPA estabelece níveis de Governança Corporativa para as empresas a fim de classificá-las conforme as práticas que adotam para a relação entre seus administradores e seus investidores, bem como os níveis de independência entre eles. Através destes níveis de Governança, os investidores podem fazer um julgamento prévio das empresas onde pretendem realizar seus investimentos.

Os níveis de Governança Corporativa nos quais são classificadas as empresas, pela BM&FBOVESPA são os seguintes, discriminados abaixo:

**Nível I** – Para que possam ser classificadas neste nível, as empresas devem adotar práticas que garantam aos investidores a transparência e o acesso às informações de que necessitem.

Neste nível, há a permissão de emissão de ações Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN). As empresas devem ter o percentual mínimo de 25% de ações em circulação, exigência conhecida como *free float*.

O *free-float*, (ou com a tradução, livre negociação) é utilizado para fazer referência a ações que estão à disposição para negociação no mercado, não considerando aquelas pertencentes aos controladores das companhias e aquelas que estão em tesouraria.

No nível I as empresas devem realizar esforços de dispersão acionária através de distribuição pública de ações.

Empresas enquadradas neste nível I de Governança, não podem ter as funções do Presidente do Conselho e do Diretor Presidente exercidas pela mesma pessoa. Essas empresas também estão obrigadas a realizar reunião pública anual além de manter calendário de eventos corporativos.

Desde 10 de maio de 2011, as empresas devem divulgar Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.

Em relação ao *Tag Along*, que é o mecanismo que garante aos acionistas minoritários a garantia de alienação de suas ações no caso do controle companhia ser adquirido por um investidor que não participava da mesma, no Nível I, a concessão desse mecanismo é de 80% para ações ordinárias (ON).

Para empresas neste nível, a oferta pública de ações no mínimo pelo valor econômico deve ser realizada conforme a legislação. E a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado é facultativa.

**Nível II** – As empresas classificadas neste nível de Governança Corporativa exercem práticas que estão extremamente próximas às regras determinadas para o nível de Novo Mercado, sendo a principal diferença entre os níveis a possibilidade das empresas do nível II emitirem ações preferenciais (PN).

As ações preferenciais das empresas classificadas neste nível de Governança Corporativa dão aos seus investidores direito de voto em situações críticas.

Além das exigências feitas às empresas enquadradas no Nível I, para estar no nível II, desde 10 de maio de 2011, as empresas possuem vedação a disposições estatutárias com limitação de voto a 5% do capital, além de *quorum* qualificado e “clausulas pétreas”. A partir

da data citada, o Conselho de Administração está obrigado a realizar a manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.

Neste nível, a composição do Conselho de Administração deve possuir um mínimo de cinco membros, em que destes, no mínimo 20% devem ser independentes e com mandato unificado de até dois anos.

As Demonstrações Financeiras das empresas classificadas neste nível devem ser traduzidas para o Inglês.

Diferentemente da exigência do Nível I, as empresas enquadradas no Nível II, desde 10 de maio de 2011, devem possuir concessão de *Tag Along* de 100% para ações ordinárias (ON) e de 100% para ações preferenciais (PN).

Para empresas neste nível, a oferta pública de ações no mínimo pelo valor econômico deve ser realizada e é obrigatória em caso de fechamento de capital ou saída do segmento. A adesão a Câmara de Arbitragem é obrigatória.

**Novo Mercado (NM)** – é um segmento diferenciado de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela regulamentação brasileira. O capital social das companhias listadas no NM é composto apenas por ações ordinárias.

Para se enquadrarem neste nível de Governança Corporativa, além de todas as exigências feitas as empresas do Nível II, as empresas só podem emitir ações ordinárias (ON).

Em relação aos critérios de *Tag Along* exigidos pela BM&FBOVESPA, as empresas do Novo Mercado devem possuir concessão de 100% para as ações ordinárias (ON).

Os níveis diferenciados de Governança da BM&FBOVESPA estão apresentados no quadro a seguir, acompanhados das exigências feitas às empresas para enquadramento em cada um dos segmentos.

| SEGMENTO     |         | EXIGÊNCIAS  |
|--------------|---------|---|
| Novo Mercado | Nível 1 | Esforços de dispersão acionária<br>Reunião Pública Anual<br>Calendário de eventos corporativos<br>Divulgação de Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta<br>Cargos de Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo exercidos por pessoas distintas<br><i>Free Float</i> mínimo de 25%<br><i>Tag Along</i> 80% para ações ON  |
|              | Nível 2 | Mínimo de 5 membros no Conselho de Administração<br>Mínimo de 20% membros independentes no Conselho de Administração<br>Mandato de 2 anos para os membros do Conselho de Administração<br>Demonstrações financeiras traduzidas para o Inglês<br>Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"<br><i>Tag Along</i> 100% para ações ON<br><i>Tag Along</i> 100% para ações PN<br>Obrigatoriedade de oferta pública em caso de fechamento ou saída de segmento.<br>Obrigatoriedade de adesão a Câmara de Arbitragem |
|              |         | <i>Tag Along</i> 100% para ações ON<br>Emissão apenas de Ações ON   |

**Quadro 1** - Níveis de Governança Corporativa e suas exigências.

**Fonte:** A autora, 2013.

Atualmente, existe ainda um novo nível diferenciado de Governança Corporativa criado pela BM&FBOVESPA, denominado Bovespa Mais, que é um segmento especial de listagem que foi criado com o objetivo de dar acesso ao mercado de ações a mais empresas, em especial às que possuem pequeno e médio porte. Este segmento possui algumas peculiaridades, mas pode ser considerado mais próximo do Novo Mercado, apenas com a opção de não possuir regras para as disposições acionárias, das distribuições públicas de ações, da vedação a acumulação de cargos e a divulgação adicional de informações. Porém, possui a obrigatoriedade de Adesão a Câmara de Arbitragem do Mercado, a concessão de *Tag Along* de 100% de ações ON, além de só poderem negociar e emitir ações ON, sendo permitida a existência de ações PN.

Os investidores que se interessam pelas empresas classificadas neste nível visualizam nelas um potencial diferenciado porque as empresas dele devem seguir regras semelhantes às do Novo Mercado.

#### 1.4 Governança Corporativa e o IBGC

No Brasil, o primeiro código criado para tratar de Governança Corporativa foi lançado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em conjunto com a BM&FBOVESPA no ano de 1999. Denominado “Código das Melhores Práticas de

Governança Corporativa”, este código foi lançado com o objetivo de instituir, no país, práticas que melhorassem a visão das empresas, principalmente para investidores internacionais.

A versão mais recente do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, a 4ª edição, foi lançada em Julho de 2010 com o objetivo de ajustar as recentes exigências ao código.

O IBGC (2012) divulga a seguinte definição para conceituar Governança Corporativa, conforme descrito abaixo:

É o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Lamentavelmente, nem sempre é possível identificar um bom nível de Governança Corporativa desenvolvido pelas empresas. O que pode ocorrer por diversos motivos, entre eles, por conta da diferença entre o percentual de ações ordinárias detidas pelos controladores e o percentual destes sobre o total de ações emitidas pela companhia. Não detendo um percentual elevado de ações e conseqüentemente, também não detendo um percentual elevado de participação nos lucros, acionistas majoritários não se empenham na tarefa de tornar a empresa rentável. De posse do controle, mas não do capital, estes controladores não desempenham de maneira satisfatória práticas de governança corporativa.

O IBGC considera que a importância das empresas possuem a preocupação com o exercício da Governança Corporativa está muito relacionada ao fato de deixarem os investidores tranquilos quanto a possíveis conflitos de agência, o que permite maior captação de recursos pelas empresas.

## 2 ESTUDOS ANTERIORES

Shleifer e Vishny (1997) produziram seu trabalho pesquisando, com foco em Governança Corporativa, a importância da proteção legal dos investidores e de concentração de propriedade em sistemas de Governança. Observaram que as práticas de Governança Corporativa lidam com as formas que os financiadores têm de garantir o retorno sobre o investimento que fazem nas companhias.

Shleifer e Vishny (1997) analisam a possibilidade do retorno recebido pelos acionistas ser aquém ou mesmo nulo quando considerada a forma como as empresas são administradas pelos gestores. Os autores descrevem que essas possibilidades são mais remotas, mas não podem ser descartadas e que esses problemas conseguem ser reduzidos através da prática de Governança Corporativa com destaque especial para a distribuição de lucros também entre administradores.

Shleifer e Vishny (1997) destacam ainda que o tema Governança Corporativa é de grande importância prática. Muitos autores, até mesmo entre os que pesquisam sobre o tema associando-o a economias de mercado avançadas, discordam sobre serem mesmo bons ou ruins para o desenvolvimento das empresas estes processos. Os autores apresentam pesquisas que acreditam serem muito falhos os processos de Governança Corporativa.

Ao desenvolver o trabalho, Shleifer e Vishny (1997) descrevem as práticas de Governança Corporativa relacionando-as aos problemas de agência. E assim, como ressaltam os autores, os problemas de agência podem ser caracterizados por problemas entre propriedade e controle. Os investidores querem sempre estar representados por administradores de confiança, os quais estarão trabalhando com os recursos fornecidos por aqueles que aguardam retorno. Porém, as visões de mercado dos administradores nem sempre agradam os acionistas, já que administradores procuram dar retorno sobre investimentos através de investimentos melhores enquanto acionistas esperam esse retorno através de dividendos.

Já em seções seguintes, Shleifer e Vishny (1997) apresentam, apontando diversos autores que pesquisaram com esse enfoque, as maneiras traçadas pelas empresas para atrair capital, contornando os problemas de agência. Para argumentar sobre as medidas tomadas pelas empresas, os autores descrevem os chamados contratos de incentivos aos gestores. Conforme definido pelos autores, os contratos de incentivos procuram alinhar os interesses de

administradores e acionistas, algumas vezes até oferecendo participações acionárias a bons administradores.

Em seguida, Shleifer e Vishny (1997) citam práticas mais comuns de Governança Corporativa que envolvem a correlação entre controles significativos com direitos de fluxo de caixa significativos. Nesta etapa são analisadas as desigualdades entre o percentual de participação dos acionistas controladores sobre as ações com direito a voto e o total de ações da companhia. A esse respeito, os autores investigam como acionistas controladores buscam obter retorno sobre seus investimentos quando não possuem considerável percentual sobre o total de ações da empresa e, portanto, não possuem bom retorno de seus investimentos, através de dividendos.

Para finalizar, Shleifer e Vishny (1997) procuram reunir as características de sistemas de Governança Corporativa apresentadas para concluir sobre um sistema ideal. E para isso, os autores concluem que devem ser priorizadas a proteção legal dos grandes investidores e dos pequenos, combinadas com a propriedade concentrada, sem que esta prejudique o retorno para todos os investidores. Os autores procuram enfatizar que não existe o melhor sistema de Governança Corporativa, mas que elementos devem ser combinados a fim de se chegar a um bom sistema que beneficie acionistas controladores, não controladores e gestores.

Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) dirigiram seu estudo com o objetivo de examinar a estrutura de controle de empresas brasileiras a partir de um confronto entre a concentração sobre direito de voto e de fluxo de caixa dos acionistas controladores. Considerando que os direitos sobre o fluxo de caixa são representados pela participação sobre o capital total e os direitos de voto são representados pela participação no capital votante.

Com o objetivo definido, Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) definiram, para os testes, amostra de empresas não controladas pelo governo, analisando as composições acionárias diretas e indiretas, dividindo as empresas que possuíam acionista majoritário das que não o possuíam. Diante da composição e das classificações das empresas, os autores calcularam as médias e medianas do capital votante e total dos maiores acionistas de cada firma, nas que possuíam majoritários.

Como conclusão, Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) observaram nos resultados um considerável grau de concentração de capital votante. Nas empresas onde não há um acionista controlador, o maior acionista da companhia possui uma participação expressiva dos direitos de voto. E por fim, os autores observaram também grande diferença entre a participação no capital votante e no capital total de acionistas controladores.

Carvalho da Silva e Leal (2005) objetivaram criar um Índice de Governança Corporativa, ante a constatação que determinados aspectos de Governança Corporativa, dentre eles notadamente a estrutura de propriedade, já tinham sido muito estudados. Os autores optaram, então, por criar, a partir de itens relacionados a boas práticas de Governança, um Índice que pudesse indicar o desempenho das empresas brasileiras.

Com o objetivo de analisar a relação entre a qualidade das práticas de Governança Corporativa de empresas brasileiras e seus valores e desempenhos entre os anos de 1998 e 2002, Carvalho da Silva e Leal (2005) construíram um Índice de Governança Corporativa, dando a este a nomenclatura de CGI. Todas as práticas e recomendações foram incluídas em um questionário de 15 perguntas, todas com o mesmo peso de pontuação, onde respostas positivas recebiam pontuação e negativas recebiam zero. As perguntas foram divididas entre questões envolvendo Transparência, Composição e Funcionamento do Conselho, Estrutura de Controle e Propriedade e Direitos dos Acionistas.

Para obter uma relação entre o CGI, medindo a qualidade das práticas de Governança Corporativa e o valor e desempenho da firma, Carvalho da Silva e Leal (2005) usaram o Q de Tobin e o retorno sobre ativos (ROA) como variáveis dependentes. Os autores utilizaram ainda outras variáveis, consideradas como de controle.

Como resultado, Carvalho da Silva e Leal (2005) obtiveram uma considerável diferença entre o percentual de capital votante e total detido por acionistas controladores, o que mostra que estes acionistas usam a emissão de ações não votantes como instrumento que mantenha o controle sem a necessidade de investir em mais da metade do capital total. E por fim, que poucas empresas (menos que 4%) apresentam boas práticas de governança corporativa, o que os autores associam a ao desempenho, uma vez que estas poucas apresentam um índice de ROA superior. Os resultados com o CGI indicaram relação positiva, sem significância estatística.

Srouf (2005) objetivou investigar a eficácia dos mecanismos de Governança Corporativa, classificados segundo a BM&FBOVESPA como níveis de Governança Corporativa, nomeados como Nível I, Nível II e Novo Mercado. A amostra utilizada foi de empresas brasileiras de capital aberto que emitiram *American Depositary Receipts* (ADR) ou aderiram ao Novo Mercado, no período de 1997 e 2001.

Srouf (2005) iniciou seu trabalho apresentando o contexto brasileiro de negociações em bolsa de valores, citando sua precariedade, e a criação pela BM&FBOVESPA da classificação em níveis de Governança Corporativa, bem como os benefícios que essa proposta traria para o funcionamento do mercado acionário.

A fim de mostrar a importância do estudo, Srour (2005) apresenta o contexto da legislação financeira no Brasil, citando como tendo baixa cobrança para que seja cumprida pelas firmas, bem como da ocorrência de diversas privatizações, que também é tema do trabalho, no período estudado (entre os anos de 1997 e 2001).

Srour (2005) realizou dois testes estatísticos. No primeiro teste objetivou relacionar a quantidade de acionistas minoritários ao pagamento de dividendos pela companhia. Nesse teste, o autor pretendeu enfatizar o que vem sendo realizado pelos acionistas controladores que querem cada vez mais limitar os benefícios dos não controladores e que ações vêm sendo tomadas para atingir esses objetivos.

Já no segundo teste, assim como no primeiro, relacionando à Governança Corporativa e às privatizações nas empresas brasileiras, foi analisada a eficácia das privatizações em empresas em dificuldades, causadas em especial pela desvalorização da moeda brasileira, e a crise “do 11 de setembro”. Objetivou com este outro teste, analisar a utilização de práticas mais rígidas de Governança Corporativa sobre o desempenho da empresa em momentos de choques inesperados.

Como resultado, Srour (2005) observou que empresas com melhores políticas de distribuição de dividendos e com menor divergência entre voto e propriedade dos acionistas enfrentam melhor momentos difíceis na economia como os ocorridos durante as crises Asiática e “do 11 de setembro”. O que pode indicar que firmas com bons exercícios de Governança Corporativa, sofrem menos com eventos externos e são melhores conceituadas perante o público investidor.

Malacrida e Yamamoto (2006), em seu estudo, tiveram a intenção de analisar se o nível de divulgação de informações contábeis divulgadas pelas empresas que integram o IBOVESPA influencia a volatilidade do retorno de suas ações quando negociadas na bolsa. Apresentado o objetivo, as autoras trabalham com a hipótese metodológica de que a volatilidade do retorno das ações esperado pelas empresas e o nível de evidenciação de informações contábeis são independentes.

Malacrida e Yamamoto (2006), para verificar a existência de diferenças significativas entre o nível de divulgação e a volatilidade do retorno das ações das empresas, utilizaram como amostra as informações publicadas nos relatórios anuais do exercício de 2002 por 42 empresas, todas pertencentes ao IBOVESPA, que foram segregadas em três grupos distintos, de acordo com seus níveis de evidenciação.

Através dos dados utilizados, o trabalho de Malacrida e Yamamoto (2006), de caráter empírico-analítico, relaciona as informações exigidas pelos órgãos reguladores e as

informações divulgadas voluntariamente, com o comportamento das ações no mercado de capitais brasileiro. As autoras utilizaram os seguintes testes estatísticos: Análise de *Cluster*, Análise de Variância (ANOVA), Teste de Kolmogorov-Smirnov, Teste de Homogeneidade de Variâncias de Levene, Teste de Tukey HSD e Teste de Kruskal-Wallis. E realizaram análise do nível de evidenciação de informações obrigatórias e complementares, relacionando as informações que são divulgadas com as que são exigidas pelos órgãos, obtendo para cada empresa um percentual de evidenciação.

Como conclusão do trabalho a partir dos dados obtidos através dos testes realizados, Malacrida e Yamamoto (2006) puderam concluir que os diversos níveis de evidenciação das empresas analisadas influenciam na volatilidade do retorno de suas ações. O que significa que empresas com um nível de divulgação de informações maior apresentam menor volatilidade média de suas ações quando compradas com empresas com menor nível de divulgação. Foi também observada diferença na relação entre níveis de evidenciação e volatilidade de retorno de ações quando analisados separadamente os grupos nos quais foram divididas as empresas da amostra.

Rogers, Ribeiro e Sousa (2006) objetivaram produzir um Estudo de Carteiras para estimar a *performance* do Índice de Governança Corporativa (IGC). Para atingir este objetivo, os autores trabalharam com as seguintes carteiras: IGC, IBOVESPA, IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100, no período de julho de 2001 a agosto de 2005, em três classes de indicadores, que são: retornos, risco e retornos ajustados ao risco.

Ao desenvolverem seu trabalho, Rogers, Ribeiro e Sousa (2006) expõem um histórico com os progressos nos estudos e nas práticas de governança corporativa, destacando a atuação da BM&FBOVESPA, com a instituição dos Níveis Diferenciados de Governança e do Novo Mercado, como grande contribuição no processo. Os autores dividem seu trabalho apresentando uma revisão de estudos realizados sobre a *performance* do IGC, a metodologia empregada, relacionando os métodos estatísticos com os indicadores e finalizam com a apresentação dos resultados e a conclusão dos trabalhos.

Rogers, Ribeiro e Sousa (2006) dividem sua revisão de literatura analisando a *performance* comparativa dos índices da BM&FBOVESPA sobre quatro aspectos: retorno, liquidez, custo de captação (custo de capital) e risco (volatilidade). Abordando estes aspectos, os autores procuraram evidenciar se as empresas que apresentaram melhores práticas de governança corporativa apresentaram também, até mesmo como consequência, maior retorno, maior liquidez, menor custo de captação e menor risco.

A pesquisa realizada por Rogers, Ribeiro e Sousa (2006) mostrou poucas diferenças estatísticas entre as classes de indicadores estudadas, retorno, risco e retorno ajustado ao risco.

A *performance* do IGC, objetivo de estudo de Rogers, Ribeiro e Sousa (2006), pôde ser estimada entre as melhores medidas observadas, quando comparada com outras carteiras teóricas da bolsa explicitadas anteriormente. O IGC, como os demais, possui baixa significância estatística, sendo melhor analisado quando colocado em comparação com os outros índices. O IGC apresentou boa *performance* o que permitiu aos autores concluir sobre a melhor relação risco e retorno de ações para empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa.

Tavares Filho (2006) inicia seu trabalho apresentando o contexto no qual as empresas brasileiras tendem a oferecer a seus investidores melhores práticas de governança corporativa. E, que, além disso, passaram a aderir aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Tavares Filho (2006) busca relacionar o desempenho das companhias às boas práticas de governança corporativa, associadas, principalmente à adesão das empresas aos Níveis de Governança Corporativa estabelecidos pela BM&FBOVESPA, que são os níveis I, II e Novo Mercado. O autor traça um estudo avaliando o desempenho econômico das empresas antes e depois das suas adesões aos níveis estipulados pela BM&FBOVESPA, através dos índices de Retorno do Ativo e do Patrimônio Líquido, e a valorização da empresa através da geração de lucros, calculada pelo Q de Tobin.

Tavares Filho (2006) justifica seu estudo apresentando como argumento o fato de existirem poucos trabalhos no Brasil que tenham abordado o desempenho das empresas que adotaram as práticas de Governança Corporativa, além de que novas opiniões servirão de contribuição para a discussão do tema no Brasil, já que o mesmo vem ganhando importância.

Ao concluir seu trabalho, Tavares Filho (2006) observa que os fatores que influenciam o desempenho econômico das empresas têm ligação com a adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, demonstrando que investidores preocupados com o nível de Governança Corporativa em que se enquadram as empresas tendem a receber melhor retorno para seus investimentos.

Lima, Arantes e Carvalho (2011) buscaram analisar o tratamento dado às ações preferenciais pelas empresas brasileiras. Dentro deste contexto, os autores iniciaram seu trabalho apresentando o cenário no qual se enquadram as empresas brasileiras, apresentando associação entre a concentração de propriedade e o valor de mercado das empresas.

Como base literária, Lima, Arantes e Carvalho (2011) investigaram autores que desenvolveram seus trabalhos baseando-se na importância de cada tipo de ações que formassem o capital das empresas, distinguindo claramente as vantagens e desvantagens entre as ações preferenciais e ordinárias e seus benefícios para os acionistas. Analisando, inclusive o interesse maior de acionistas controladores pelas ações ordinárias, objetivando o benefício de voto nas decisões das empresas onde possuem investimentos.

Lima, Arantes e Carvalho (2011) averiguaram também autores que trabalharam sobre o conceito de Governança Corporativa e que relacionaram a estrutura de controle com o valor da empresa, onde foi possível verificar as vantagens de aumento de concentração, quando este demonstra que há ligação entre os interesses dos acionistas com o trabalho desenvolvido pelos administradores.

Os procedimentos metodológicos do trabalho de Lima, Arantes e Carvalho (2011) utilizaram como amostra companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. Como variáveis independentes, os autores utilizaram o que se intitulou de “DIF’s”, procurando avaliar a relação entre o percentual de ações ON dos acionistas e o total de ações ON das companhias, a relação entre o percentual de ações PN dos acionistas controladores e o total de ações PN das companhias e a relação entre de ações PN dos acionistas não controladores e o percentual de ações PN dos acionistas controladores. Como variáveis dependentes, os autores utilizaram, o Q de Tobin e o Valor de Mercado sobre o Patrimônio Líquido (PBV’). E, como variáveis de controle o tamanho da empresa, a estrutura de financiamento, o Retorno sobre ativos, o Quartil onde estavam localizadas, o Setor de Atuação e a Natureza de Controle.

Após a apresentação dos resultados, com todos os testes realizados, Lima, Arantes e Carvalho (2011) puderam verificar a existência de relação negativa, significativa, entre as variáveis dependentes e a diferença do percentual de participação dos acionistas não controladores no total de ações PN e o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações PN. Analisaram ainda a diferença de médias entre o valor de mercado das empresas que só possuem ações ON e as que possuem ON e PN. O resultado do teste não-paramétrico de Mann-Whitney permitiu rejeitar a hipótese de igualdade dos valores das médias das amostras quando se usa a variável PBV’. O resultado sugeriu que, em média, as companhias que só possuem ações do tipo ON em sua estrutura de propriedade valem mais que as companhias que possuem ambos os tipos de ações.

Almeida e Bortolon (2012) investigaram como a competição no mercado e a governança corporativa afetam os incentivos para concentração de propriedade e controle

do maior acionista no mercado de capitais brasileiro, objetivando assim, ampliar as evidências da literatura sobre governança corporativa e apresenta novas evidências dos efeitos da competição, ainda pouco explorados na literatura.

Para atingir o objetivo do trabalho, Almeida e Bortolon (2012) observaram as participações do maior acionista em ações com direito a voto, para identificar a concentração de controle, e no total de ações, para identificar a concentração de propriedade, sendo possível avaliar a existência de diferentes incentivos para a concentração de ações.

A amostra da pesquisa de Almeida e Bortolon (2012) era formada por 365 companhias abertas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2010. E para a realização dos testes estatísticos, os autores utilizaram variáveis que tivessem relação com a Governança Corporativa, com a Estrutura de Propriedade e Competição.

Como conclusão, Almeida e Bortolon (2012) puderam inferir que a alta concentração do capital e controle no mercado de capitais brasileiro pode ser afetada pelo ambiente de competição e Governança Corporativa em que as firmas estão inseridas. Assim como, verificaram que as variáveis de competição no mercado possuem limitações, podendo ocorrer de não representarem a competição que de fato existe nos mercados e justificaram que por esses motivos procuraram investigar diferentes variáveis de competição no mercado com diferentes estimadores.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Conforme proposto por Collis e Hussey (2005), pode-se classificar essa pesquisa com os seguintes conceitos:

- Quanto ao objetivo, como descritiva, ou seja, descreve o comportamento dos fenômenos e é usada para identificar e obter informações sobre as características de um determinado problema ou questão;
- Quanto ao processo, quantitativa, que traduz em números as opiniões e informações para serem classificadas e analisadas e são utilizadas técnicas estatísticas;
- Quanto à lógica, como indutiva, pois inferências gerais são induzidas a partir de casos particulares; e
- Quanto ao resultado, como básica, que é aquela que foi projetada para aumentar o entendimento sem aplicação imediata.

#### 3.1 Hipóteses da Pesquisa

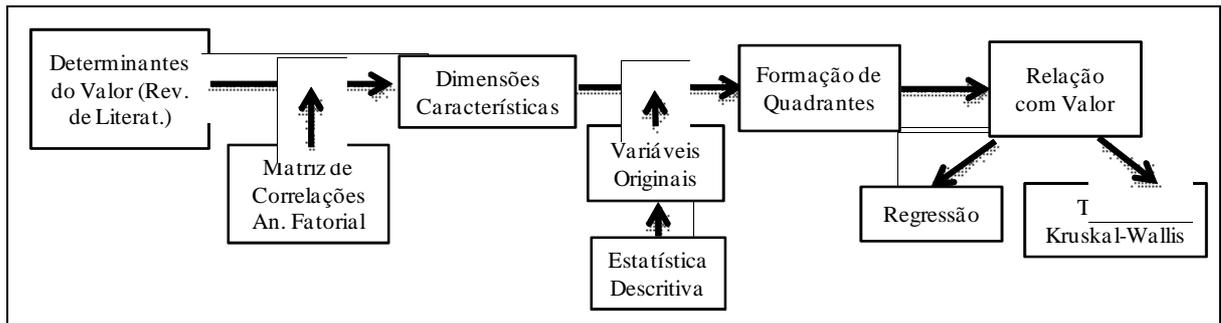
Relacionam-se, a seguir, as hipóteses propostas para o trabalho:

H0 (hipótese nula): Não é possível associar o valor de mercado de empresas de mesmas características com os valores assumidos pelas variáveis que as caracterizam.

H1 (hipótese alternativa 1): É possível associar o valor de mercado de empresas de mesmas características com os valores assumidos pelas variáveis que as caracterizam.

#### 3.2 Esquema Analítico

A figura 1, abaixo, apresenta o esquema analítico no qual se desenvolveu o trabalho.



**Figura 1** – Esquema Analítico

Fonte: A autora, 2013.

### 3.3 Universo e Amostra

Para a realização do presente estudo, partiu-se da Listagem das Negociações, Lote-Padrão da BM&FBOVESPA de Junho de 2011. Este relatório lista 328 empresas, que servem de ponto de partida da composição da amostra final.

As referidas empresas relacionadas na listagem, foram classificadas em ordem decrescente de volume de negociações na bolsa, sendo posteriormente divididas em decis com 30 empresas. Foram descartadas as últimas 28 empresas, que juntas somavam menos que 0,1% do total negociado. A seguir selecionaram-se os decis ímpares, dentre os dez, restando na amostra 150 empresas.

A tabela a seguir ilustra um resumo da composição da amostra.

**Tabela 1** – Divisão da Amostra

| Decil        | Q   | N0* | N1 | N2 | NM** | Tot | % do decil*** |
|--------------|-----|-----|----|----|------|-----|---------------|
| 1°           | 30  | 6   | 9  | 1  | 14   | 30  | 72,74713%     |
| 2°           | 30  | 4   | 7  | 2  | 17   | 30  | 15,50553%     |
| 3°           | 30  | 4   | 2  | 3  | 21   | 30  | 6,40341%      |
| 4°           | 30  | 3   | 3  | 3  | 21   | 30  | 3,33893%      |
| 5°           | 30  | 2   | 8  | 2  | 18   | 30  | 1,37189%      |
| 6°           | 30  | 6   | 4  | 1  | 19   | 30  | 0,41859%      |
| 7°           | 30  | 17  | 2  | 2  | 9    | 30  | 0,14015%      |
| 8°           | 30  | 28  | 0  | 1  | 1    | 30  | 0,04952%      |
| 9°           | 30  | 27  | 1  | 1  | 1    | 30  | 0,01993%      |
| 10°          | 30  | 29  | 1  | 0  | 0    | 30  | 0,00445%      |
| Aband        | 28  | 26  | 2  | 0  | 0    | 28  | 0,00048%      |
| <b>Total</b> | 328 | 152 | 39 | 16 | 121  | 328 | 100,00000%    |

\* N0 - Nível Básico de Governança

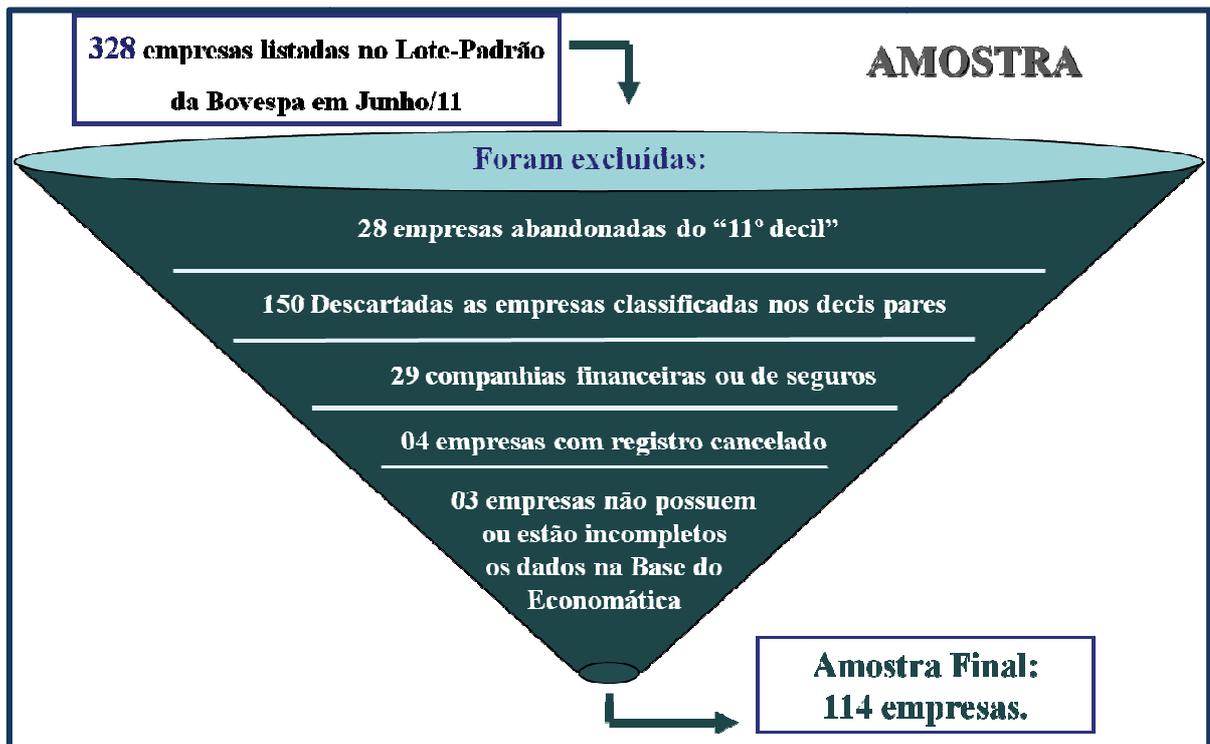
\*\* NM - Novo Mercado

\*\*\* % do decil - Percentual de Volume de Negociações das empresas do decil sobre o total de negociações

Fonte: A autora, 2013.

Da amostra de 150 companhias, retiraram-se 29, por se tratarem de bancos e empresas financeiras, cujas demonstrações e relações contábeis diferem muito das demonstrações convencionais de empresas comerciais e industriais.

Foram ainda excluídas quatro empresas, as quais tiveram seus registros cancelados posteriormente a junho de 2011. Mantiveram-se as empresas que tiveram alterações em seus nomes entre a data base da listagem e a data da utilização dos dados, pesquisando pelos nomes que se sucederam. Restaram 117 empresas. Foram ainda desconsideradas mais três empresas para as quais não haviam ou eram incompletos, para efeito do estudo, seus dados na base Economática, sistema utilizado para obtenção de dados contábeis e cotações ajustadas para os preços das ações. Nessas condições, restaram 114 empresas, utilizadas para teste da hipótese proposta. A figura 2, abaixo, representa um resumo da composição da amostra.



**Figura 2:** Composição da Amostra  
**Fonte:** A autora, 2013.

### 3.4 Coleta dos Dados

As variáveis utilizadas na análise foram selecionadas com base nos trabalhos reportados na revisão bibliográfica, nos quais, de alguma forma, as referidas variáveis se

relacionam entre si ou com o valor de mercado das companhias. Uma das questões mais importantes apresentadas pelos autores refere-se à Governança Corporativa. Conforme apresentado na revisão conceitual, este tema é tratado na BM&FBOVESPA através de níveis, aos quais implicitamente se estabelece graus de dificuldade.

Neste estudo, ao se analisar empresa por empresa, observou-se que as variáveis associadas à Governança Corporativa nem sempre estão perfeitamente ligadas ao nível estabelecido pela BM&FBOVESPA. Em outras palavras, há exigências cumpridas por algumas empresas que são requeridas em nível mais elevado àquele que a empresa está classificada. Nessas condições, os elementos da Governança Corporativa estabelecidos pela BM&FBOVESPA serão tratados individualmente. Por outro lado, apenas para alguns destes elementos é possível identificar as empresas que a eles aderiram, independentemente do nível regulamentar da BM&FBOVESPA. Por esta razão, apenas as variáveis que podem ser associadas individualmente às empresas serão consideradas neste estudo.

As informações qualitativas e financeiras foram obtidas nos sítios eletrônicos das empresas, em seus relatórios, no sítio da BM&FBOVESPA, no sítio da CVM e no banco de dados do Economática.

### **3.5 Análise Fatorial**

Optou-se por adotar o instrumental oferecido pela Análise Fatorial para tentar identificar a existência de fatores que expliquem as correlações entre as variáveis selecionadas para análise, já que, como será visto logo a seguir, as variáveis analisadas possuem alto grau de correlação entre si. A Análise Fatorial é recomendada para estudos exploratórios que objetivem melhor explicar o relacionamento entre variáveis. Conforme descrevem Bezerra e Corrar (2006), a partir da utilização da Análise Fatorial, é possível reconhecer as variáveis mais significativas, a fim de entender a quais fatores podemos relacioná-las.

Recomenda-se a utilização de variáveis métricas quando da utilização de análise fatorial, conforme Fávero et al. (2009). De acordo com Stevens (1946) *apud* Fávero et al. (2009), “as escalas de mensuração podem ser classificadas em quatro tipos: nominal, ordinal, intervalar e de razão, sendo os dois primeiros relativos a variáveis não métricas, ou qualitativas, e os dois últimos a variáveis métricas, ou quantitativas”.

Ainda de acordo com Fávero et al. (2009):

A classificação de Stevens (1946) é, sem dúvida, bastante difundida e utilizada, porém já recebeu inúmeras críticas de diversos autores que argumentam, entre outros pontos, que a escolha de determinado teste estatístico a ser aplicado para um vetor de dados não depende da escala de mensuração. Entre alguns dos principais críticos de Stevens estão Baker, Hardyck e Petrinovich (1966), Guttman (1977), Borgatta e Bohmstedt (1980), Duncna (1984), e Mchell (1986). (FÁVERO et al., 2009, p. 20).

Considerando-se que se trata de um estudo exploratório decidiu-se pela utilização das variáveis com classificação ordinal, mesmo para aquelas onde era possível a utilização de dados métricos. Esta opção irá favorecer e facilitar o entendimento da relação entre variáveis e fatores. Nessas condições, na análise dos resultados não haverá referência a medidas de posição e dispersão, ou de significância estatística das correlações entre as variáveis.

### 3.6 Definição das Variáveis e Pontuação dos Critérios

As variáveis consideradas estão elencadas a seguir. Os níveis em que as variáveis serão classificadas variam, de acordo com as características de cada uma delas. De modo geral, procurou-se obter um número razoável de níveis de classificação, de modo a se evitar classificações dicotômicas, o que não foi possível em apenas uma variável, que recebeu este tipo de classificação. Os níveis de classificação foram estabelecidos de modo a atribuir o maior grau de classificação ao nível que, conceitualmente, mais positivamente influencia o valor de mercado das empresas. Mais adiante serão descritos os critérios utilizados na obtenção e classificação das mesmas:

- Volume de Negociação
- *Free float*
- Grau de Expropriação (DIF)
- *Tag Along*
- Câmara de Arbitragem
- *Market Share*
- Remuneração de Executivos
- *American Depositary Receipts (ADR)*
- Porte da Empresa

### 3.6.1 Volume de Negociação

Esta variável foi escolhida para representar a liquidez das ações das companhias da amostra. Também utilizada como variável por Silveira et al. (2004), Rogers, Ribeiro e Sousa (2006) e Lima, Arantes e Carvalho (2011). Nesta pesquisa, as empresas foram ordenadas conforme o volume de negociação de suas ações, de maneira decrescente. Foram classificados, então, de forma decrescente os cinco decis selecionados inicialmente para a amostra e pontuados de zero a quatro pontos, recebendo quatro pontos quem estivesse no primeiro decil, ou seja, as empresas que mais realizam negociações na Bolsa de Valores, três pontos no terceiro decil, dois pontos no quinto decil, um ponto no sétimo decil e zero pontos no nono decil da listagem inicialmente considerada, já que das empresas da amostra, eram as que menos realizaram negócios no período considerado.

### 3.6.2 Free float

Em seguida, escolheu-se o “*Free float*” das empresas, que é um dos critérios utilizados pela BM&FBOVESPA na definição dos níveis de Governança Corporativa. Carvalhal da Silva e Leal (2005) também utilizaram esta variável ao realizarem uma pesquisa para construir um índice de Governança Corporativa.

Trata-se da exigência de que as empresas possuam determinado percentual de ações à disposição para negociação no mercado, conforme a tradução do termo, livre negociação. E, para obtê-lo, consultou-se no sitio da BM&FBOVESPA, no link “Empresas Listadas” onde cada empresa apresenta as informações que justificam sua colocação entre os níveis de Governança estipulado pela BM&FBOVESPA. A pontuação desta variável ficou entre zero e dois pontos, de modo que empresas com *Free Float* entre zero e 25% não receberam pontos; empresas com *Free Float* entre 25%, inclusive e 40%, receberam um ponto; e empresas com *Free Float* maior ou igual a 40% receberam dois pontos.

### 3.6.3 Grau de Expropriação (DIF)

A variável utilizada para medir o conflito de agência entre controladores e minoritários é a mesma utilizada por Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), Silveira et al. (2004), Srour (2005). Lima, Arantes e Carvalho (2011) redefiniram a variável como DIF, representando o Percentual de ações Preferenciais de acionistas não controladores (%NP) deduzido do Percentual de ações Preferenciais de acionistas controladores (%CP). Assim sendo, para calculá-la, utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\text{DIF} = \%NP - \%CP \quad (1)$$

A pontuação desta variável variou entre zero e quatro pontos, onde ficaram com quatro pontos as empresas que só possuem ações ordinárias (não é possível calcular o valor de DIF) e, por conseguinte, atendem ao maior nível de exigência de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA – Novo Mercado; com três pontos, as empresas com DIF negativo; com dois pontos, as empresas com DIF entre zero e 0,4; com um ponto, as empresas com DIF entre 0,4 e 0,8 e com zero ponto, as empresas com DIF maior do que 0,8.

### 3.6.4 Tag Along

Em seguida, buscaram-se as informações sobre *Tag Along*, das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Este é um dos critérios controlados por esta Instituição para enquadramento das empresas nos níveis de Governança Corporativa.

O conceito e utilização pelas empresas deste critério também foram discutidos no trabalho de Paiva (2011), que procurou identificar a relação entre a concessão de *Tag Along* e os ganhos dos investidores acima da carteira proposta pelo mercado. Além de Carvalhal da Silva e Leal (2005) que utilizaram a esta variável na construção do Índice de Governança Corporativa.

Previsto na legislação brasileira na Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) em seu Artigo 254-A, o *Tag Along* assegura que a alienação do controle acionário de uma companhia, seja direta ou indireta, somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista

adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. As informações sobre este critério foram obtidas na lista “Empresas com *Tag Along*” disponibilizada no sitio da BM&FBOVESPA.

As empresas possuem, separadamente, *Tag Along* das Ações Ordinárias e das Ações Preferenciais, conforme a classe de ações que compoñham seu capital, sendo que o valor do *Tag Along* está entre zero e cem. A pontuação na avaliação do *Tag Along* também ficou entre zero e quatro. Foram classificadas com zero as empresas que possuem zero para ambos os *Tag Along*; com a finalidade de destacar as empresas que possuem um valor diferente de zero, não classificamos empresas com um ponto, pontuando, apenas a partir de dois pontos, as empresas que possuem *Tag Along*; receberam dois pontos, empresas com *Tag Along* menor do que cem tanto na Classe das Ações Ordinárias como na Classe das Ações Preferenciais; receberam três pontos, as empresas com *Tag Along* igual a cem na Classe das Ações Ordinárias e menor que cem na Classe das Ações Preferenciais; e, receberam quatro pontos, as empresas com *Tag Along* igual a cem nas duas Classes de Ações ou apenas na Classe das Ações Ordinárias, no caso de não possuírem Ações Preferenciais.

### 3.6.5 Câmara de Arbitragem

Esta variável diz respeito à adesão a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), foro criado pela BM&FBOVESPA para resolver problemas de disputas societárias e do mercado de capitais. Também é um dos critérios utilizados pela BM&FBOVESPA na definição dos níveis de Governança Corporativa. A Câmara de Arbitragem possui regras próprias que possibilita maior agilidade na solução de conflitos, inclusive por possuir árbitros especializados nas matérias em questão.

A Câmara de Arbitragem também foi analisada por Scalzer, Almeida e Costa (2008), onde os autores estudaram a relação entre os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Grau de Conservadorismo de companhias abertas, analisando por isso as exigências da BM&FBOVESPA em cada nível de Governança. Carvalhal da Silva e Leal (2005) também utilizaram a esta variável ao construírem um Índice de Governança Corporativa.

As informações sobre adesões à Câmara de Arbitragem foram obtidas no arquivo, disponibilizado No sitio da BM&FBOVESPA, intitulado de “Câmara de Arbitragem do

Mercado”. Para esta variável, a classificação adotada teve apenas dois valores: zero ou um. As empresas receberam a pontuação da seguinte maneira: com um ponto se tivessem aderido À CAM e receberam zero ponto as empresas que não aderiram.

### 3.6.6 *Market Share*

Conforme utilizada por Almeida e Bortolon (2012), a variável denominada *Market Share*, ou seja, Participação de Mercado, representa o percentual que cada empresa tem dentro do setor onde está inserida. Para calculá-la, foram colhidos no banco de dados do Economática o valor da Receita Líquida (RL) na data base de 31 de Dezembro de 2010 de todas as empresas listadas no referido sistema, assim como o respectivo setor econômico a que pertencem. Em seguida, foi calculado o valor do total de Receita Líquida de cada setor (RLSt). Finalmente, calculou-se a relação entre a receita de cada empresa da amostra e a receita total do seu respectivo setor. O resultado desta divisão foi elevado ao quadrado, conforme proposto no Índice de *Herfindahl–Hirschman* (IHH) para medir participação de mercado, conforme utilizado no trabalho de Almeida e Bortolon (2012). A fórmula utilizada para o cálculo está apresentada a seguir:

$$\text{MKTSH} = (\text{RL} / \text{RLSt})^2 \quad (2)$$

A pontuação desta variável ficou entre zero e cinco. Empresas com *Market Share* maior que 0,3999 receberam cinco pontos; ficaram com quatro pontos as empresas com o índice entre 0,3999 e 0,03; com três pontos, empresas com o índice entre 0,03 e 0,01; com dois pontos, empresas com o índice entre 0,01 e 0,000999; com um ponto, empresas com o índice entre 0,000999 e 0,0000999; e, finalmente, com zero ponto, empresas com o índice menor que 0,0000999.

### 3.6.7 *Remuneração de Executivos*

Outra variável utilizada foi a denominada, neste trabalho, como Remuneração de

Executivos. De acordo com Bilimoria (1997) esta prática exerce influência sobre o controle corporativo, conceituado pela autora como política que guia a corporação no uso de seus recursos. Na visão de Governança Corporativa, a Remuneração de Executivos pode influenciar positivamente no desempenho das empresas. Neste trabalho, analisaram-se, através dos Relatórios Financeiros das empresas com data base de 31 de Dezembro de 2010, se as empresas preveem pagamentos através de Plano de Opções de Compra de Ações, que objetiva permitir a administradores e empregados adquirirem, sob determinadas condições, ações da Companhia, ou através de Participação nos Lucros e Resultados.

Shleifer e Vishny (1997) e Souza e Borba (2007) pesquisaram os efeitos da Remuneração de Executivos sobre a imagem das empresas no mercado e sua relação com as práticas de Governança Corporativa.

Para esta variável, pontuaram-se as empresas entre zero e três pontos. Receberam três pontos as empresas que possuem Plano de Opções de Compra de Ações e Participação nos Lucros e Resultados; dois pontos as empresas que trabalham apenas com Plano de Opções de Compra de Ações; um ponto as empresas que utilizam apenas Participação nos Lucros e Resultados e zero ponto as empresas que não oferecem nenhum dos dois incentivos.

### 3.6.8 *American Depositary Receipts (ADR)*

Em seguida, utilizou-se como variável a emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), instrumento utilizado por empresas não americanas para negociar seus títulos em bolsas americanas. Admite-se que este procedimento, entre outras ações, dá maior visibilidade à empresa, oferece destaque na economia mundial e aumenta a liquidez de suas ações.

Esta variável foi utilizada no trabalho de Bruni e Famá (2003) quando os autores verificaram a Globalização Financeira e o custo de capital de empresas emissoras de ADR's.

Obtivemos os dados das empresas brasileiras através de planilha vinculada ao site da CVM. A classificação de ADR's, de modo geral, obedece aos seguintes níveis:

- "III / NYSE" - é o nível máximo de exigência, a ser cumprido por empresas que, além de serem negociadas em bolsas americanas, pleiteiam capital novo (lançamento de novas ações);
- "II / NYSE" - é o nível exigido para empresas que pretendem negociar suas ações

de forma regulas nas bolsas americanas (mercado secundário);

- "I / OTC" - é o nível onde as ações são negociadas exclusivamente em mercado de balcão não organizado (mercado secundário, mas não se trata de Bolsa de Valores);
- "144A/REGS" - utilizado em duas situações: para divulgar a empresa a investidores por meio de *road shows* nos Estados Unidos (144-A/ Reg S), onde as empresas atraem os estrangeiros para comprar suas ações no mercado local, ou para a obtenção de um programa de ADR voltado a investidores qualificados norte-americanos sem o registro na SEC.

Para pontuar as diferentes categorias as empresas foram classificadas entre zero e quatro pontos; empresas listadas na "III / NYSE" receberam quatro pontos; na "II / NYSE" receberam três pontos; na "I / OTC" receberam dois pontos; na "144A/REGS" receberam um ponto e, finalmente, as não listadas, receberam zero ponto.

### 3.6.9 Porte da empresa

Em seguida, a variável utilizada foi a denominada Porte da Empresa, considerado na pesquisa como sendo o valor do Total do Ativo (AT) que, baseado no modelo proposto por Michel Fleuriet (2003). Silveira et al. (2004), Carvalhal da Silva e Leal (2005) e Lima, Arantes e Carvalho (2011) também utilizaram o tamanho da empresa como variável ao estudar o efeito dos acionistas controladores no valor de mercado das empresas.

Foi calculado através do somatório do Ativo Não Circulante (ANC) com a Necessidade de Capital de Giro (NCG) e o Saldo de Tesouraria (ST) quando este fosse positivo. Para empresas com ST negativo, desconsiderou-se esse valor e calculo-se o AT apenas com o somatório do ANC com a NCG. Assim, o Ativo Total para empresas com ST positivo foi calculado conforme segue:

$$AT = ANC + NCG + ST \quad (3)$$

Para empresas com ST negativo, a fórmula foi a seguinte:

$$AT = ANC + NCG \quad (4)$$

A pontuação desta variável ficou entre zero e três pontos. Empresas com AT maior que cem milhões receberam três pontos, empresas com AT entre cem milhões e dez milhões receberam dois pontos, empresas com AT entre dez milhões e um milhão receberam um ponto, empresas com AT menor que um milhão receberam zero ponto.

O quadro apresentado abaixo, foi montado no intuito de demonstrar, resumidamente, como foi feita a classificação de cada variável. O quadro apresenta ainda a quantidade de empresas agrupadas em cada nível das referidas classificações.

| Variáveis            | Informação                   | Pontuação | Qtde de Empresas |
|----------------------|------------------------------|-----------|------------------|
| Volume de Negociação | 9° Decil                     | 0         | 23               |
|                      | 7° Decil                     | 1         | 25               |
|                      | 5° Decil                     | 2         | 20               |
|                      | 3° Decil                     | 3         | 24               |
|                      | 1° Decil                     | 4         | 22               |
| Free Float           | 0 - 25%                      | 0         | 44               |
|                      | 25% - 40%                    | 1         | 37               |
|                      | 40% - 100%                   | 2         | 33               |
| Grau de Expropriação | DIF > 0,8                    | 0         | 23               |
|                      | 0,4 < DIF < 0,8              | 1         | 12               |
|                      | 0 < DIF < 0,4                | 2         | 10               |
|                      | DIF < 0                      | 3         | 8                |
|                      | Somente ações Ordinárias     | 4         | 61               |
| TAG ALONG            | Ord = 0; Pref = 0            | 0         | 45               |
|                      | Ord < 100; Pref < 100        | 2         | 7                |
|                      | Ord = 100; Pref < 100        | 3         | 3                |
|                      | Ord = 100; Pref = 100        | 4         | 59               |
| CM R ARB T           | NÃO ADERIU                   | 0         | 54               |
|                      | ADERIU                       | 1         | 60               |
| MARKET SHARE         | MKTSH < 0,0000999            | 0         | 38               |
|                      | 0,0000999 < MKTSH < 0,000999 | 1         | 33               |
|                      | 0,000999 < MKTSH < 0,01      | 2         | 19               |
|                      | 0,01 < MKTSH < 0,03          | 3         | 14               |
|                      | 0,03 < MKTSH < 0,3999        | 4         | 5                |
|                      | MKTSH > 0,3999               | 5         | 5                |
| REM EXCTV            | NÃO POSSUI                   | 0         | 23               |
|                      | PLR                          | 1         | 29               |
|                      | Pl. Opções Ações             | 2         | 12               |
|                      | PLR + Pl. Op. Ações          | 3         | 50               |
| ADR                  | NÃO LISTADA                  | 0         | 75               |
|                      | 144A / REGS                  | 1         | 9                |
|                      | I / OTC                      | 2         | 17               |
|                      | II / NYSE                    | 3         | 7                |
|                      | III / NYSE                   | 4         | 6                |

|       |  |   |    |
|-------|--|---|----|
| PORTE | Ativo < R\$1.000.000                   | 0 | 39 |
|       | R\$10.000.000 > Ativo > R\$1.000.000   | 1 | 53 |
|       | R\$100.000.000 > Ativo > R\$10.000.000 | 2 | 19 |
|       | Ativo > R\$100.000.000                 | 3 | 3  |

**Quadro 2** – Variáveis e Níveis de Pontuação

Fonte: A autora, 2013.

### 3.6 Relação entre Fatores e Valor da Empresa

Caso a Análise Fatorial permita a identificação de fatores que relacionem uma ou mais variáveis, proceder-se-á regressão linear, tendo como variáveis independentes um ou mais escores fatoriais (dependendo do número de fatores encontrados) de cada empresa. Como variável dependente, o valor da relação Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial (inverso da relação *Book to Market* como é tradicionalmente relatada na literatura). O Valor Patrimonial será representado pelo valor do Patrimônio Líquido. O Valor de Mercado será obtido pelo somatório resultante do produto entre preço em junho de 2011 e quantidade de cada classe de ações existentes. A fórmula abaixo representa o cálculo realizado:

$$Book\ to\ Market = V_r\ Merc / PL \quad (5)$$

Como variável de controle, também tradicionalmente utilizada na literatura acadêmica sobre o assunto, como nos trabalhos de Silveira et al. (2004), de Carvalhal da Silva e Leal (2005) e de Lima, Arantes e Carvalho (2011), utilizar-se-á a variável Retorno do Ativo – ROA. Neste estudo esta variável será calculada através da relação entre o Lucro antes dos Juros e Impostos (EBIT) e o valor do Ativo Total (AT), conforme calculado na subseção 3.4.9, obtidos no Economática, conforme fórmula apresentada abaixo:

$$ROA = EBIT / AT \quad (6)$$

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, encontram-se os resultados comentados das análises realizadas. Inicialmente serão apresentados os resultados da Análise Fatorial. Considerando-se que foi possível a identificação de fatores, seguir-se-á com os resultados da Regressão Linear proposta.

### 4.1 Geração de Fatores Explicativos

A tabela 2 a seguir, apresenta a matriz de correlações entre as variáveis:

**Tabela 2** – Matriz de Correlação (Pearson(n))

| Variáveis    | Vol. de Neg. | Free Float   | DIF          | TAG ALG      | CAM ARBT     | MKTSH        | Rem Exctv    | ADR          | PORTE        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vol. de Neg. | <b>1</b>     | <b>0,536</b> | <b>0,202</b> | <b>0,332</b> | <b>0,379</b> | <b>0,445</b> | <b>0,572</b> | <b>0,542</b> | <b>0,661</b> |
| Free Float   | <b>0,536</b> | <b>1</b>     | 0,110        | 0,153        | 0,168        | <b>0,195</b> | <b>0,273</b> | <b>0,270</b> | <b>0,245</b> |
| DIF          | <b>0,202</b> | 0,110        | <b>1</b>     | <b>0,595</b> | <b>0,597</b> | -0,056       | <b>0,352</b> | -0,108       | -0,035       |
| TAG ALG      | <b>0,332</b> | 0,153        | <b>0,595</b> | <b>1</b>     | <b>0,867</b> | 0,063        | <b>0,548</b> | -0,007       | 0,082        |
| CAM ARBT     | <b>0,379</b> | 0,168        | <b>0,597</b> | <b>0,867</b> | <b>1</b>     | 0,074        | <b>0,542</b> | 0,039        | 0,122        |
| MKTSH        | <b>0,445</b> | <b>0,195</b> | -0,056       | 0,063        | 0,074        | <b>1</b>     | <b>0,375</b> | <b>0,472</b> | <b>0,638</b> |
| Rem Exctv    | <b>0,572</b> | <b>0,273</b> | <b>0,352</b> | <b>0,548</b> | <b>0,542</b> | <b>0,375</b> | <b>1</b>     | <b>0,278</b> | <b>0,385</b> |
| ADR          | <b>0,542</b> | <b>0,270</b> | -0,108       | -0,007       | 0,039        | <b>0,472</b> | <b>0,278</b> | <b>1</b>     | <b>0,680</b> |
| PORTE        | <b>0,661</b> | <b>0,245</b> | -0,035       | 0,082        | 0,122        | <b>0,638</b> | <b>0,385</b> | <b>0,680</b> | <b>1</b>     |

Fonte: A autora, 2013.

Uma análise geral da tabela permite concluir que muitas variáveis são correlacionadas com muitas outras variáveis. Em negrito estão as correlações com valores superiores a 0,20. Destaque especial para as variáveis Volume de Negociação e Remuneração de Executivos, as quais apresentam correlações importantes com todas as demais variáveis.

A estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) apurada para os dados da amostra foi 0,781. Este instrumento compara as correlações simples com as correlações parciais e seus valores variam entre zero e um. Conforme descrevem Fávero et al. (2009), a estatística KMO avalia a adequação da amostra em relação ao grau de correlação parcial entre as variáveis, sendo ideal que seu valor esteja o mais próximo de 1 a fim de tornar a utilização da técnica de Análise

Fatorial adequada.

A Tabela 3, a seguir, apresenta os Autovalores dos fatores encontrados, assim como a variabilidade associada a cada um deles. Observa-se que os dois fatores mais relevantes (em destaque) já representam, acumuladamente, mais de 2/3 da variabilidade dos dados.

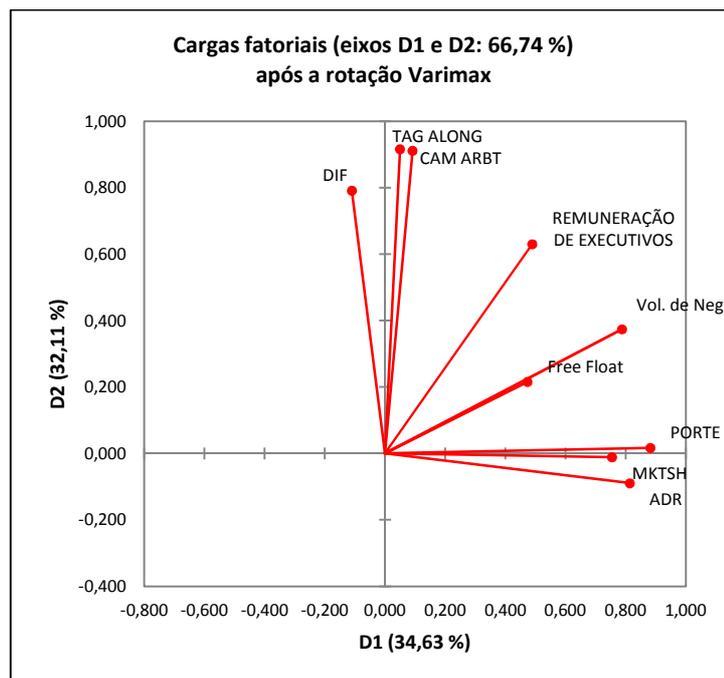
**Tabela 3** – Autovalores

|                   | F1            | F2            | F3     | F4     | F5     | F6     | F7     | F8     | F9      |
|-------------------|---------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Autovalor         | <b>3,695</b>  | <b>2,312</b>  | 0,899  | 0,549  | 0,486  | 0,408  | 0,325  | 0,197  | 0,129   |
| Variabilidade (%) | <b>41,051</b> | <b>25,687</b> | 9,993  | 6,094  | 5,404  | 4,536  | 3,611  | 2,187  | 1,437   |
| % acumulada       | <b>41,051</b> | <b>66,738</b> | 76,731 | 82,825 | 88,229 | 92,765 | 96,376 | 98,563 | 100,000 |

Fonte: A autora, 2013.

De acordo com o critério de raiz latente – Critério de Kaiser – Fávero et al. (2009), escolhe-se o número de fatores a reter em função do número de valores próprios acima de 1. Com base nos resultados obtidos, decidiu-se pela seleção de dois fatores F1 e F2, como componentes principais, para representar e explicar as variáveis analisadas.

Para melhor analisar os componentes principais, gerados pela Análise Fatorial, foi realizada a Rotação Ortogonal *Varimax* que, com o objetivo de melhor ajustar os vetores, realiza a rotação dos eixos entre os vetores. Os fatores passaram a ser representados pelas letras D1 e D2, e as variáveis apresentaram a seguinte relação com os fatores, conforme o gráfico abaixo apresentado:



**Gráfico 1** – Coordenadas Fatoriais

Fonte: A autora, 2013.

Observando-se o gráfico 1 é possível verificar a relação das variáveis originais com os fatores gerados. Evidencia-se a relação entre DIF, Tag Along e Câmara de Arbitragem com o fator D2 e a relação entre Porte, *Market Share* e ADR com o fator D1. As variáveis Volume de Negociações, Remuneração de Executivos e *Free Float* relacionam-se com ambos os fatores.

No procedimento realizado, obtiveram-se os valores de Alfa de Cronbach dos fatores, que representam os índices de consistência. Este índice apresenta uma correlação média entre as variáveis estudadas.

**Tabela 4 – Alfa de Cronbach**

| Alfa de Cronbach |       |
|------------------|-------|
| D1               | 0,815 |
| D2               | 0,849 |

Fonte: A autora, 2013.

Os valores de Alfa de Cronbach apresentados acima na tabela 6, indicam que os fatores demonstram bons resultados de consistência interna.

A tabela 5, a seguir, apresenta os valores das correlações entre as variáveis e os fatores selecionados.

**Tabela 5 – Correlações entre Variáveis e Fatores**

| Variáveis                 | D1           | D2           |
|---------------------------|--------------|--------------|
| Volume de Negociação      | <b>0,788</b> | 0,374        |
| Free Float                | <b>0,474</b> | 0,216        |
| Grau de Expropriação      | -0,110       | <b>0,792</b> |
| TAG ALONG                 | 0,050        | <b>0,916</b> |
| CAM ARBT                  | 0,092        | <b>0,912</b> |
| MKTSH                     | <b>0,755</b> | -0,011       |
| REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS | 0,490        | <b>0,630</b> |
| ADR                       | <b>0,814</b> | -0,089       |
| PORTE                     | <b>0,882</b> | 0,017        |

Fonte: A autora, 2013.

A análise dos valores das correlações entre variáveis e fatores permite supor que as variáveis Volume de Negociação (decil), *Market Share*, ADR e Porte da Empresa são fortemente correlacionadas com o Fator 1, enquanto que as variáveis Grau de Expropriação (DIF), *Tag Along*, e Câmara de Arbitragem, são fortemente correlacionadas com o Fator 2. Vale ressaltar que a variável Volume de Negociações (decil), embora fortemente

correlacionada com o Fator 1, também tem correlação com o Fator 2. A variável Remuneração de Executivos está correlacionada com ambos os fatores, embora sua correlação com o Fator 2 seja maior. Por sua vez, a variável *Free Float* também está correlacionada, em menor grau, com ambos os fatores, com predominância para o Fator 1.

Considerando a correlação entre as variáveis e os fatores, identificar-se-á o Fator 1 sob o título Negociabilidade, considerando que as variáveis a ele mais relacionadas têm características ligadas a facilidades de negociação. O Fator 2 será identificado sob o título Governança Corporativa, face às características das variáveis a ele mais fortemente correlacionadas.

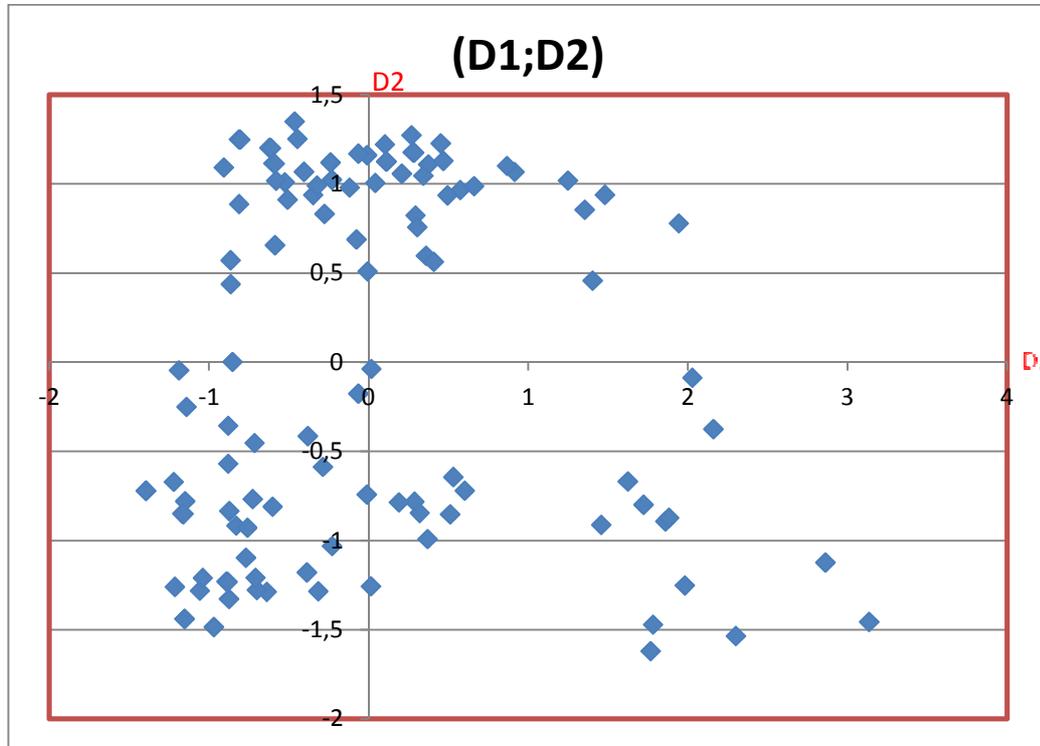
A tabela 6, abaixo, apresenta as coordenadas, D1 e D2, de cada empresa da amostra em relação aos fatores explicativos resultantes da Análise Fatorial.

Tabela 6 – Coordenadas dos fatores após a rotação *Varimax*

| Empresa       | D1           | D2 (Cont)     | Empresa      | D1           | D2 (Cont)     | Empresa       | D1            | D2 (Cont)     | Empresa      | D1            | D2            |
|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| VALE          | <b>3,135</b> | -1,455        | SABESP       | <b>1,403</b> | 0,458         | COELCE        | 0,015         | <b>-1,255</b> | JEREISSATI   | 0,369         | <b>-0,990</b> |
| PETROBRAS     | <b>2,861</b> | -1,122        | TAM S/A      | <b>2,028</b> | -0,086        | SARAIVA LIVR  | -0,007        | <b>0,511</b>  | HOTEIS OTHON | -0,759        | <b>-0,927</b> |
| OGX PETROLEO  | 0,374        | <b>1,110</b>  | ENERGIAS BR  | 0,294        | <b>0,824</b>  | FERBASA       | -0,229        | <b>-1,030</b> | CR2          | -0,324        | <b>0,991</b>  |
| P.ACUCAR-CBD  | <b>2,300</b> | -1,534        | KLABIN S/A   | <b>1,881</b> | -0,872        | HELBOR        | -0,239        | <b>1,120</b>  | SCHULZ       | -0,769        | <b>-1,095</b> |
| MUNDIAL       | -0,381       | <b>-0,413</b> | TOTVS        | 0,468        | <b>1,130</b>  | MINERVA       | -0,239        | <b>1,120</b>  | KARSTEN      | -0,700        | <b>-1,276</b> |
| BRF FOODS     | <b>1,943</b> | 0,780         | QGEP PART    | -0,907       | <b>1,093</b>  | EUCATEX       | 0,287         | <b>-0,781</b> | BRASMOTOR    | -1,213        | <b>-1,259</b> |
| GERDAU        | <b>2,160</b> | -0,374        | EVEN         | 0,285        | <b>1,176</b>  | JHSF PART     | -0,277        | <b>0,833</b>  | M G POLIEST  | <b>-0,714</b> | -0,452        |
| PDG REALT     | <b>1,480</b> | 0,940         | B2W VAREJO   | 0,342        | <b>1,046</b>  | TIME FOR FUN  | -0,804        | <b>1,249</b>  | MANGELS INDL | -1,057        | <b>-1,280</b> |
| USIMINAS      | <b>1,457</b> | -0,911        | ODONTOPREV   | -0,463       | <b>1,351</b>  | CELESC        | -0,064        | <b>-0,175</b> | GRAZZIOTIN   | <b>-1,141</b> | -0,250        |
| CYRELA REALTY | <b>1,248</b> | 1,020         | RANDON PART  | 0,602        | <b>-0,719</b> | RODOBENSIMOB  | -0,579        | <b>1,019</b>  | GPC PART     | <b>-1,221</b> | -0,670        |
| SID NACIONAL  | <b>1,722</b> | -0,798        | OSX BRASIL   | -0,525       | <b>1,010</b>  | SPRINGER      | <b>-1,168</b> | -0,848        | DOC IMBITUBA | -1,153        | <b>-1,438</b> |
| AMBEV         | <b>1,860</b> | -0,892        | WEG          | 0,660        | <b>0,989</b>  | METAL LEVE    | -0,587        | <b>0,657</b>  | JOAO FORTES  | <b>-0,853</b> | 0,003         |
| HRT PETROLEO  | -0,010       | <b>1,162</b>  | ECODIESEL    | -0,119       | <b>0,980</b>  | PROVIDENCIA   | -0,588        | <b>1,115</b>  | WETZEL S/A   | -0,883        | <b>-1,230</b> |
| MRV           | 0,915        | <b>1,068</b>  | MULTIPLUS    | -0,812       | <b>1,251</b>  | HAGA S/A      | -0,638        | <b>-1,286</b> | TAESA        | <b>-0,880</b> | -0,355        |
| LOJAS RENNER  | 0,451        | <b>1,228</b>  | AMIL         | 0,304        | <b>0,758</b>  | MINUPAR       | <b>-0,880</b> | -0,568        | GLOBEX       | 0,190         | <b>-0,785</b> |
| GAFISA        | 0,866        | <b>1,102</b>  | LLX LOG      | 0,208        | <b>1,058</b>  | GER PARANAP   | -0,287        | <b>-0,586</b> | TEX RENAUX   | <b>-1,160</b> | -0,850        |
| HYPERMARCAS   | 0,268        | <b>1,274</b>  | MAGAZ LUIZA  | 0,111        | <b>1,126</b>  | TRISUL        | -0,405        | <b>1,069</b>  | PORTOBELLO   | <b>-0,864</b> | 0,438         |
| CEMIG         | <b>1,782</b> | -1,470        | AREZZO CO    | -0,811       | <b>0,887</b>  | TRIUNFO PART  | -0,348        | <b>0,939</b>  | CAMBUCI      | <b>-1,150</b> | -0,778        |
| NATURA        | 0,277        | <b>1,178</b>  | TEGMA        | -0,621       | <b>1,203</b>  | MILLENNIUM    | -0,891        | <b>-1,229</b> | SCHLOSSER    | <b>-1,160</b> | -0,850        |
| ELETROBRAS    | <b>1,766</b> | -1,619        | SLC AGRICOLA | 0,494        | <b>0,937</b>  | RENOVA        | <b>-1,188</b> | -0,044        | BIC MONARK   | <b>-1,395</b> | -0,720        |
| TELESP        | <b>1,981</b> | -1,251        | INEPAR       | 0,017        | <b>-0,037</b> | TUPY          | -0,011        | <b>-0,741</b> | SONDOTECNICA | -1,039        | <b>-1,209</b> |
| TIM PART S/A  | <b>1,354</b> | 0,855         | ALPARGATAS   | 0,511        | <b>-0,852</b> | FORJAS TAURUS | <b>-0,865</b> | 0,572         | RASIP AGRO   | <b>-0,873</b> | -0,834        |
| LIGHT S/A     | 0,574        | <b>0,966</b>  | FLEURY       | -0,596       | <b>1,116</b>  | SPRINGS       | -0,077        | <b>0,689</b>  | D H B        | -0,874        | <b>-1,326</b> |
| DURATEX       | 0,102        | <b>1,222</b>  | AUTOMETAL    | -0,230       | <b>1,025</b>  | ENERGISA      | -0,601        | <b>-0,809</b> | CELUL IRANI  | -0,709        | <b>-1,208</b> |
| CPFL ENERGIA  | 0,360        | <b>0,598</b>  | LE LIS BLANC | -0,446       | <b>1,253</b>  | BEMATECH      | -0,613        | <b>1,201</b>  | SANTANENSE   | -0,970        | <b>-1,484</b> |
| ECORODOVIAS   | 0,111        | <b>1,126</b>  | EQUATORIAL   | 0,041        | <b>1,006</b>  | RECRUSUL      | -0,726        | <b>-0,766</b> | ELETROPAR    | <b>-1,395</b> | -0,720        |
| BRASIL TELEC  | <b>1,624</b> | -0,668        | MAGNESITA SA | -0,064       | <b>1,170</b>  | FRAS-LE       | -0,829        | <b>-0,915</b> | AZEVEDO      | -1,153        | <b>-1,438</b> |
| TRACTEBEL     | 0,408        | <b>0,564</b>  | COMGAS       | -0,315       | <b>-1,284</b> | CELPE         | -0,387        | <b>-1,178</b> |              |               |               |
| AES TIETE     | 0,530        | <b>-0,643</b> | LOG-IN       | -0,508       | <b>0,913</b>  | WHIRLPOOL     | 0,320         | <b>-0,844</b> |              |               |               |

Fonte: A autora, 2013.

Segue-se da tabela, a apresentação do Gráfico 2, que representa a localização das empresas graficamente.



**Gráfico 2** - Observações (eixos D1 e D2: 66,74 %)  
**Fonte:** A autora, 2013.

A observação do gráfico 2, acima, revela a localização das empresas conforme sua disposição nos quadrantes, indicando que as empresas se agrupam de acordo com os valores que as variáveis assumem em relação ao respectivo fator. O quadro 3, abaixo apresentado, indica a quantidade de empresas em cada quadrante. Indica ainda o sinal das coordenadas dos fatores em cada quadrante.

|             |                 |             |                 |
|-------------|-----------------|-------------|-----------------|
| <b>Q. 2</b> | <b>29</b>       | <b>Q. 3</b> | <b>26</b>       |
| D1<0;D2>0   | <b>empresas</b> | D1>0;D2>0   | <b>empresas</b> |
| <b>Q. 1</b> | <b>37</b>       | <b>Q. 4</b> | <b>22</b>       |
| D1<0;D2<0   | <b>empresas</b> | D1>0;D2<0   | <b>empresas</b> |

**Quadro 3** – Disposição dos Quadrantes  
**Fonte:** A autora, 2013.

Objetivando compreender melhor como estão distribuídas as empresas entre os quadrantes, selecionaram-se em torno de 20% das empresas de cada quadrante, tendo o cuidado de escolher aquelas que estão mais afastadas dos eixos, ou de outra forma, as que



Tabela 7 - Empresas Seleccionadas dos Quadrantes

| <b>Q1</b>    | <b>Vol. Neg.</b> | <b>Free Float</b> | <b>DIF</b> | <b>TAG ALONG</b> | <b>CAM ARBT</b> | <b>MKTSH</b> | <b>REM EXCTV</b> | <b>ADR</b> | <b>PORTE</b> | <b>D1</b> | <b>D2</b> |
|--------------|------------------|-------------------|------------|------------------|-----------------|--------------|------------------|------------|--------------|-----------|-----------|
| SONDOTECNICA | 0                | 1                 | 1          | 0                | 0               | 0            | 0                | 0          | 0            | -1,03887  | -1,20864  |
| SPRINGER     | 1                | 0                 | 3          | 0                | 0               | 0            | 0                | 0          | 0            | -1,16817  | -0,8478   |
| FRAS-LE      | 1                | 0                 | 2          | 0                | 0               | 1            | 1                | 0          | 0            | -0,82922  | -0,91546  |
| SCHULZ       | 1                | 0                 | 1          | 0                | 0               | 1            | 1                | 0          | 0            | -0,76864  | -1,09501  |
| DOC IMBITUBA | 0                | 0                 | 0          | 0                | 0               | 0            | 0                | 0          | 0            | -1,15268  | -1,43817  |
| RASIP AGRO   | 0                | 0                 | 3          | 0                | 0               | 2            | 1                | 0          | 0            | -0,87293  | -0,83359  |
| MILLENNIUM   | 1                | 0                 | 0          | 0                | 0               | 0            | 1                | 0          | 0            | -0,89119  | -1,22863  |
| <b>Q2</b>    | <b>Vol. Neg.</b> | <b>Free Float</b> | <b>DIF</b> | <b>TAG ALONG</b> | <b>CAM ARBT</b> | <b>MKTSH</b> | <b>REM EXCTV</b> | <b>ADR</b> | <b>PORTE</b> | <b>D1</b> | <b>D2</b> |
| TEGMA        | 2                | 1                 | 4          | 4                | 1               | 1            | 3                | 0          | 0            | -0,62069  | 1,202989  |
| QGEP PART    | 3                | 0                 | 4          | 4                | 1               | 0            | 2                | 0          | 0            | -0,90719  | 1,092867  |
| TRIUNFO PART | 1                | 0                 | 4          | 4                | 1               | 1            | 3                | 1          | 1            | -0,34767  | 0,93869   |
| AREZZO CO    | 2                | 1                 | 4          | 4                | 1               | 1            | 1                | 0          | 0            | -0,81116  | 0,887399  |
| ODONTOPREV   | 3                | 2                 | 4          | 4                | 1               | 0            | 3                | 0          | 0            | -0,46316  | 1,35064   |
| OSX BRASIL   | 3                | 0                 | 4          | 4                | 1               | 0            | 2                | 0          | 1            | -0,52508  | 1,010306  |
| <b>Q3</b>    | <b>Vol. Neg.</b> | <b>Free Float</b> | <b>DIF</b> | <b>TAG ALONG</b> | <b>CAM ARBT</b> | <b>MKTSH</b> | <b>REM EXCTV</b> | <b>ADR</b> | <b>PORTE</b> | <b>D1</b> | <b>D2</b> |
| MRV          | 4                | 2                 | 4          | 4                | 1               | 2            | 3                | 2          | 1            | 0,914587  | 1,067988  |
| LIGHT S/A    | 3                | 1                 | 4          | 4                | 1               | 2            | 3                | 2          | 1            | 0,573932  | 0,966253  |
| LOJAS RENNER | 4                | 2                 | 4          | 4                | 1               | 2            | 3                | 0          | 1            | 0,451474  | 1,227995  |
| TIM PART S/A | 4                | 1                 | 4          | 4                | 1               | 2            | 3                | 3          | 2            | 1,353861  | 0,855435  |
| WEG          | 3                | 1                 | 4          | 4                | 1               | 5            | 3                | 0          | 1            | 0,660218  | 0,988514  |
| <b>Q4</b>    | <b>Vol. Neg.</b> | <b>Free Float</b> | <b>DIF</b> | <b>TAG ALONG</b> | <b>CAM ARBT</b> | <b>MKTSH</b> | <b>REM EXCTV</b> | <b>ADR</b> | <b>PORTE</b> | <b>D1</b> | <b>D2</b> |
| TELESP       | 4                | 1                 | 0          | 0                | 0               | 3            | 3                | 3          | 2            | 1,980751  | -1,25069  |
| PETROBRAS    | 4                | 2                 | 0          | 0                | 1               | 5            | 1                | 4          | 3            | 2,861271  | -1,12198  |
| AMBEV        | 4                | 1                 | 2          | 0                | 0               | 3            | 3                | 3          | 2            | 1,859588  | -0,89161  |
| VALE         | 4                | 2                 | 0          | 0                | 0               | 5            | 3                | 4          | 3            | 3,135081  | -1,4551   |
| USIMINAS     | 4                | 1                 | 1          | 0                | 0               | 3            | 3                | 1          | 2            | 1,457057  | -0,91114  |

Fonte: A autora, 2013.

Analisando-se a tabela com as empresas selecionadas, observa-se que em cada quadrante, as empresas apresentam características semelhantes entre si, muito embora em muitas variáveis, a medida em que muda de quadrante, os valores das variáveis se alteram acentuadamente.

Sendo assim, observa-se que no quadrante 1, as empresas selecionadas possuem, em geral, poucos pontos alcançados em cada variável, o que demonstra que as empresas posicionadas nesse quadrante não possuem características que ensejem alta Negociabilidade nem boa Governança Corporativa.

No quadrante 2, as empresas selecionadas possuem boa pontuação nas variáveis relativas à Governança Corporativa, como o Grau de Expropriação, o *Tag Along*, Câmara de Arbitragem e Remuneração de Executivos. Quanto às variáveis associadas à Negociabilidade, apresentam classificações superiores às empresas do quadrante 1.

As empresas do quadrante três apresentam classificações mais elevadas em relação a todas as variáveis, sejam as relacionadas à Negociabilidade, sejam as relacionadas à Governança Corporativa.

No quadrante 4, as empresas possuem altas classificações relacionadas às variáveis associadas à Negociabilidade. Em relação à Governança Corporativa, possuem classificações muito baixas nas variáveis a ela relacionada. Vale ressaltar os valores da variável Remuneração de Executivos, compatível com os valores registrados pelas empresas dos quadrantes 2 e 3. Conforme se viu na análise das correlações entre variáveis e fatores, esta variável é mais correlacionada com o Fator 2 (Governança Corporativa), muito embora sua correlação com o fator 1 (Negociabilidade) também seja importante.

## **4.2 Regressão entre Fatores e Valor de Mercado**

A relação encontrada entre variáveis e fatores, associada à interpretação proposta, permite avançar na análise dos fatores. Procedeu-se uma regressão linear nos termos propostos na descrição metodológica. Considerando-se a extração de dois fatores, a referida regressão será processada a partir da existência de duas variáveis independentes, relacionadas aos fatores Negociabilidade e Governança Corporativa.

A Tabela 8, a seguir, apresenta os coeficientes fatoriais utilizados no cálculo dos escores fatoriais de cada empresa. Conforme proposto em Fávero et al. (2009), os coeficientes

foram aplicados aos valores das variáveis padronizadas de cada empresa. De modo a tornar os dados mais consistentes, todas as demais variáveis da regressão foram, igualmente, padronizadas.

**Tabela 8** – Coeficientes do modelo fatorial após a rotação *Varimax*

| Coeficientes | D1     | D2     |
|--------------|--------|--------|
| Vol. de Neg. | 0,237  | 0,074  |
| Free Float   | 0,143  | 0,041  |
| DIF          | -0,100 | 0,298  |
| TAG ALONG    | -0,056 | 0,330  |
| CAM ARBT     | -0,042 | 0,325  |
| MKTSH        | 0,256  | -0,064 |
| Rem. Exctv   | 0,115  | 0,191  |
| ADR          | 0,282  | -0,098 |
| PORTE        | 0,297  | -0,064 |

Fonte: A autora, 2013.

O modelo utilizado está descrito a seguir:

$$VM_i / VP_i = \alpha_i + \beta_1 DI_i + \beta_2 D2_i + \beta_3 ROA_i + \epsilon_i \quad (7)$$

Onde:

$VM_i$  = Valor de Mercado da empresa  $i$ , calculado através do somatório dos produtos da quantidade pelo preço unitário de cada classe de ações.

$VP_i$  = Valor do Patrimônio Líquido da companhia  $i$

$DI_i$  = Escore do Fator 1 da companhia  $i$ .

$D2_i$  = Escore do Fator 2 da companhia  $i$ .

$ROA_i$  = Retorno sobre Ativos da companhia  $i$

$\beta_1$  = Reflete a influência da Negociabilidade no valor de mercado da empresa.

$\beta_2$  = Reflete a influência da Governança Corporativa no valor de mercado da empresa.

$\beta_3$  = Reflete a influência da Rentabilidade do Ativo no valor de mercado da empresa.

$\epsilon_i$  = termo de erro que capta o componente não-sistemático.

A tabela 9, abaixo apresentada, apresenta a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas na Regressão. Vale registrar que, por força da ortogonalidade garantida pela geração dos fatores pela Análise Fatorial, não existe correlação entre as variáveis

Negociabilidade (D1) e Governança Corporativa (D2).

**Tabela 9** – Matriz de Correlações

| Variáveis | D1           | D2           | ROA          | P/VPA        |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| D1        | <b>1,000</b> | -0,071       | 0,048        | <b>0,107</b> |
| D2        | -0,071       | <b>1,000</b> | -0,105       | <b>0,184</b> |
| ROA       | 0,048        | -0,105       | <b>1,000</b> | <b>0,404</b> |
| P/VPA     | <b>0,107</b> | <b>0,184</b> | <b>0,404</b> | <b>1,000</b> |

Fonte: A autora, 2013.

A tabela 10 apresenta os resultados da regressão do modelo.

**Tabela 10** – Resultado da Regressão  $VM_i/VP_i = \alpha_i + \beta_1 D1_i + \beta_2 D2_i + \beta_3 ROA_i + E_i$

| Fonte                   | Valor       | Erro padrão | T           | Pr >  t    |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Intercepto              | -0,07672716 | 0,02538692  | -3,02231037 | 0,00320847 |
| D1 <sub>i</sub>         | 0,02901342  | 0,02506477  | 1,15753796  | 0,24989503 |
| D2 <sub>i</sub>         | 0,06624105  | 0,02532119  | 2,61603239  | 0,01031780 |
| ROA <sub>i</sub>        | 0,12369950  | 0,02627669  | 4,70757490  | < 0,0001   |
| R <sup>2</sup>          |             |             |             | 0,22534526 |
| R <sup>2</sup> ajustado |             |             |             | 0,20138686 |
| F                       |             |             | 9,40569125  | < 0,0001   |

Fonte: A autora, 2013.

Os resultados obtidos são bastante interessantes. Como seria desejável, o valor dos coeficientes são positivos, o que quer dizer que quanto maior o valor obtido pela empresa nos escores dos fatores, maior será seu valor de mercado.

A variável de maior coeficiente é a de controle, do Retorno sobre o Ativo, o que realça a importância do desempenho da empresa sobre o seu valor, independentemente das suas características de Negociabilidade e Governança Corporativa. Este resultado é compatível com aqueles referidos na bibliografia que controlam o valor de mercado através de variável de desempenho.

A seguir, vem a variável Governança Corporativa, cujo coeficiente é a metade da variável anterior, com nível de 1% de significância estatística. O coeficiente da variável Negociabilidade, por sua vez, representa a metade do coeficiente da variável Governança Corporativa, mas, não tem significância estatística.

### 4.3 Teste da Hipótese

A tabela 11, abaixo, apresenta as mesmas empresas anteriormente classificadas em seus respectivos quadrantes. Acrescentou-se apenas mais uma coluna com o valor da relação Valor de Mercado / Valor patrimonial utilizado na regressão anteriormente descrita.

**Tabela 11 - Empresas Seleccionadas dos Quadrantes com P/PVA**

| Q1           | VM/PL | Q2         | VM/PL | Q3        | VM/PL | Q4        | VM/PL |
|--------------|-------|------------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| SONDOTECNICA | 0,651 | TEGMA      | 3,855 | MRV       | 1,868 | TELESP    | 1,052 |
| SPRINGER     | 0,654 | QGEP PART  | 2,000 | LIGHT S/A | 1,651 | PETROBRAS | 1,231 |
| FRAS-LE      | 0,334 | TRIUNFO PT | 0,926 | LJ RENNER | 6,903 | AMBEV     | 5,544 |
| SCHULZ       | 1,076 | AREZZO CO  | 5,474 | TIM PART  | 1,813 | VALE      | 1,724 |
| DOC IMBITUBA | 0,502 | ODONTOPRV  | 1,882 | WEG       | 3,025 | USIMINAS  | 1,074 |
| RASIP AGRO   | 1,045 | OSX BRASIL | 0,084 |           |       |           |       |
| MILLENNIUM   | 0,496 |            |       |           |       |           |       |

Fonte: A autora, 2013.

Para testar a hipótese da presente pesquisa - Não é possível relacionar o valor de mercado de grupos de empresas negociadas na BM&FBOVESPA com as características de variáveis que, normalmente, são tratadas na literatura acadêmica como influentes no valor de mercado das referidas empresas -, realizou-se o Teste de Kruskal-Wallis, teste não paramétrico utilizado para comparar amostras independentes. O teste foi realizado para comparar os valores das relações Valor de Mercado / Valor Patrimonial das empresas consideradas nos quatro quadrantes analisados. O quadro a seguir apresenta o valor médio da variável em cada quadrante.

**Tabela 12 – Média de VM/VP por quadrante – Empresas Seleccionadas**

| Quadrante   | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| Média VM/PL | 0,619 | 2,371 | 3,052 | 2,125 |

Fonte: A autora, 2013.

O teste levou em consideração as seguintes hipóteses:

H0 (hipótese nula): As amostras vêm de uma mesma população.

H1 (hipótese alternativa 1): As amostras não vêm de uma mesma população.

**Tabela 13** – Teste não paramétrico – Emp Selec

|                     |            |
|---------------------|------------|
| K (Valor observado) | 9,96273292 |
| K (Valor crítico)   | 7,81472790 |
| GL                  | 3,00000000 |
| p-valor (bilateral) | 0,01888559 |
| alfa                | 0,05000000 |

Fonte: A autora, 2013.

O resultado do teste permite rejeitar a hipótese nula, ao nível de 2%, em favor da hipótese alternativa que as amostras não vem de uma mesma população, ou, em relação à hipótese alternativa da pesquisa, o valor da relação Valor de Mercado / Valor Patrimonial difere entre os grupos de empresas representadas em cada quadrante.

A seguir encontram-se os resultados do mesmo Teste de Kruskal-Wallis realizado com todas as empresas da amostra (foram excluídas 5 empresas que apresentaram valores inconsistentes) onde se compara os valores médios da relação Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido entre as empresas de cada quadrante.

**Tabela 14** – Média de VM/VP por quadrante

| Quadrante   | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| Média VM/PL | 0,815 | 2,104 | 2,666 | 1,877 |

Fonte: A autora, 2013.

O teste levou em consideração as seguintes hipóteses:

H0 (hipótese nula): As amostras vêm de uma mesma população.

H1 (hipótese alternativa 1): As amostras não vêm de uma mesma população.

**Tabela 15** – Teste não paramétrico

|                     |        |
|---------------------|--------|
| K (Valor observado) | 19,701 |
| K (Valor crítico)   | 7,815  |
| GL                  | 3      |
| p-valor (bilateral) | 0,000  |
| alfa                | 0,05   |

Fonte: A autora, 2013.

O resultado do teste permite rejeitar a hipótese nula, ao nível de 0,02%, em favor da hipótese alternativa de que as amostras não vem de uma mesma população, ou, em outras palavras, o valor da relação Valor de Mercado / Valor Patrimonial difere entre os quadrantes.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi lançar um novo olhar sobre um problema que há muito tempo tem chamado a atenção de pesquisadores interessados na identificação dos fatores que determinam o valor de mercado das empresas, em especial aquelas negociadas em bolsas de valores, cujo preço das ações é de conhecimento público. Uma breve análise da literatura existente permitiu constatar que são muitas as variáveis consideradas. Como se pôde verificar, a tentativa de tratá-las num único modelo esbarraria nas correlações muito elevadas que as referidas variáveis possuem entre si.

Nessas condições, optou-se pela utilização de Análise Fatorial, instrumento estatístico recomendado em estudos exploratórios, com o objetivo de tentar compreender como as variáveis se relacionam a fatores comuns. Considerando a natureza especulativa da pesquisa, optou-se pela classificação ordinal das variáveis, na expectativa de que o prejuízo causado pelo abandono de mediadas métricas fosse compensado pela maior facilidade na interpretação dos resultados. Acredita-se que este resultado foi alcançado.

A Análise Fatorial empreendida possibilitou a identificação de dois fatores, os quais foram denominados de Negociabilidade e Governança Corporativa. Em relação ao primeiro fator estão relacionadas as variáveis Volume de Negociação, *Market Share*, emissão de ADR e Porte da Empresa. Em menor grau, também se relaciona à Negociabilidade a variável *Free Float*. Em relação à Governança Corporativa estão relacionadas as variáveis Grau de Expropriação, *Tag Along*, Câmara de Arbitragem e, em menor grau, a variável Remuneração de Executivos.

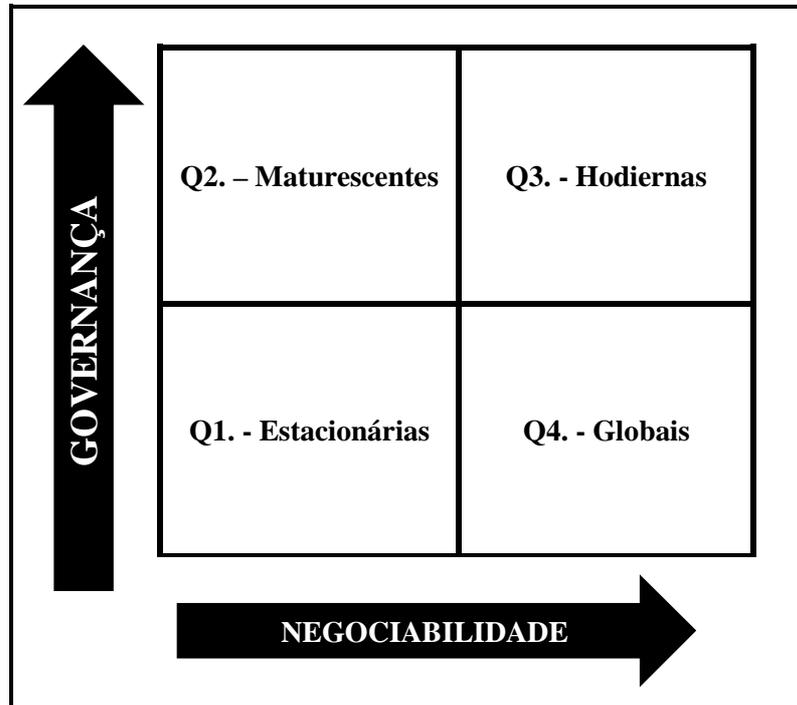
Vale ressaltar que na regressão empreendida, tendo como variável dependente a relação Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido e como variáveis explicativas os escores fatoriais de ambos os fatores, o coeficiente do fator Governança Corporativa tem significância estatística ao nível de 1%.

As coordenadas de cada empresa foram tratadas como pontos. Nessas condições, coordenadas inferiores a zero (negativas) foram considerados pontos baixos, enquanto que coordenadas superiores a zero (positivas) foram tomadas como pontos altos. As combinações possíveis entre pontos dos dois fatores ensejou o agrupamento das empresas em quadrantes.

O Teste de Kruskal-Wallis, não paramétrico, realizado com todas as empresas da amostra permitiu rejeitar a hipótese nula, ao nível de 0,02%, em favor da hipótese alternativa

de que as amostras não vem de uma mesma população, ou, em outras palavras, o valor da relação Valor de Mercado / Valor Patrimonial difere entre os quadrantes.

A figura a seguir caracteriza os quadrantes e busca identificá-los nominalmente, em função das características das empresas neles incluídas.



**Figura 3** - Empresas dos Quadrantes  
**Fonte:** A autora, 2013.

- Quadrante 1 (Q1) – Empresas Estacionárias:

Pontos negativos em ambos os fatores. Possuem, em geral, valores baixos registrados em cada variável, o que demonstra que as empresas posicionadas nesse quadrante não possuem características que ensejem boas condições de Negociabilidade nem boa Governança Corporativa.

- Quadrante 2 (Q2) – Empresas Maturescentes:

Ponto negativo em Negociabilidade e ponto positivo em Governança Corporativa. Possuem valores altos nas variáveis relativas à Governança Corporativa, como o Grau de Expropriação, o *Tag Along*, Câmara de Arbitragem e Remuneração de Executivos. Quanto às variáveis associadas à Negociabilidade, apesar do ponto negativo, apresentam classificações superiores às empresas do quadrante 1. São empresas valorizadas pela boa prática de governança corporativa. Optou-se por chamá-las de Maturescentes porque têm um caminho a seguir em busca de maior valorização, buscando incrementar suas características de Negociabilidade.

- Quadrante 3 (Q3) – Empresas Hodiernas:

Pontos positivos em ambos os fatores. São as empresas, como se viu anteriormente, mais valorizadas no mercado. Possuem características que são bem avaliadas em ambos os fatores, possuindo boa Negociabilidade e boa Governança Corporativa.

- Quadrante 4 (Q4) – Empresas Globais:

Ponto positivo em Negociabilidade e negativo em Governança Corporativa. Optou-se por chamá-las do Globais porque são empresas negociadas no exterior através de ADR's, líderes de mercado e de grande porte, características que lhes garante boas condições de Negociabilidade e boa valorização. Nessas condições, abrem mão da prática de boa Governança Corporativa.

A presente pesquisa trabalhou com a hipótese nula de não ser possível associar o valor de mercado de empresas de mesmas características com os valores assumidos pelas variáveis que as caracterizam, as quais, normalmente, são tratadas na literatura acadêmica como influentes no valor de mercado das referidas empresas. No item anterior esta hipótese foi rejeitada na análise com empresas que compunham aproximadamente 20% da amostra.

As empresas Hodiernas (Q3) são as mais valorizadas (ambos os fatores positivos). Seguem-se em empresas Maturescentes (Q2), com o fator Governança Corporativa positivo e o fator Negociabilidade negativo. A seguir vêm as empresas Globais (Q4), com o fator Negociabilidade Positivo e o fator Governança Corporativa negativo. Finalmente, como as menos valorizadas, estão as empresas Estacionárias, com ambos os fatores negativos. Vale ressaltar que estes resultados são compatíveis com os valores dos coeficientes da regressão empreendida com os fatores. O coeficiente do fator Governança Corporativa tem o dobro do peso do fator Negociabilidade. Isto talvez explique o fato de que, em média, as empresas Maturescentes (Q2) valem relativamente mais que as empresas Globais (Q4).

Considerando-se a natureza exploratória deste trabalho, seus resultados podem ser considerados como animadores. A adoção da Análise Fatorial permitiu contornar satisfatoriamente os problemas de correlação elevada entre as variáveis. Por outro lado, a utilização de classificação ordinal para ajudar a entender o relacionamento entre variáveis e fatores, assim como seus reflexos nas empresas, impede a utilização de medidas de posição e dispersão das variáveis.

A utilização de escores fatoriais das empresas em cada fator permitiu a utilização de regressão linear, tendo a relação Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido como variável dependente. Embora o coeficiente do fator Governança Corporativa tenha obtido significância estatística, o mesmo não ocorreu com o fator Negociabilidade, apesar de o sinal do coeficiente

ser compatível com o esperado. Sugere-se que novos estudos considerem a utilização de variáveis métricas na Análise Fatorial. Sugere-se ainda a inclusão de novas variáveis no modelo, de modo a melhorar os resultados encontrados para o coeficiente de Negociabilidade.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. E. F. ; BORTOLON, P. M. . *Competição no Mercado e Estrutura de Propriedade: Evidências das Companhias Abertas Listadas na BMF&Bovespa*. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 12., 2012, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2012.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BAÍÁ, Elaine Silva. *Expropriação e governança corporativa: definição do potencial de expropriação dos acionistas controladores e correlação com os mecanismos de governança corporativa*. 2010. 156 f. – Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

BASU, Sudipta. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, n. 24, p. 3-37, 1997.

BEBCHUK, Lucian Arye. A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. *Nat'l Bureau of Econ. Research (NBER)* – Harvard Law School, Cambridge, MA, July 1999. Working Paper N. W7203.

BEZERRA, Francisco Antonio; CORRAR, Luiz J. Utilização da Análise Fatorial na Identificação dos Principais Indicadores para Avaliação do Desempenho Financeiro: Uma Aplicação nas Empresas de Seguros. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, n.42, set/dez 2006.

BILIMORIA, Diana. Perspectives on corporate control: implications for CEO compensation. *Human Relations*. v. 50, n. 7, p. 829-858, 1997.

BM&FBOVESPA. *Adesões à Câmara de Arbitragem*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/adesoes-a-camara-de-arbitragem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 Jul. 2012.

\_\_\_\_\_. *Empresas Listadas*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 21 de maio 2012.

\_\_\_\_\_. *Empresas com Tag Along*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/empresas-com-tag-along.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 Jul. 2012.

BORGERTH, Vania Maria da Costa. *SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente*. São Paulo: Cengage Learning, 2007.

BRASIL. *Lei n. 6.404/73*, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRUNI, A. L., FAMÁ, R., *Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital: Uma análise das Emissões de ADR's Brasileiros no período de 1992-2001*. In: XXXVIII ASSEMBLÉIA DO CONSELHO LATINOAMERICANO DE ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO (CLADEA), 38, 2003, Lima - Peru. Anais... Lima, 2003.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz, LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*. v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, Antonio Gledson de. *Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa*. São Paulo, abr. 2003. Trabalho preparado para a Bovespa.

CLAESSENS, Stijn et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, n.6, p. 2741-2771, Dec. 2002.

COLLIS, Jill. HUSSEY, Roger. *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 349 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (BRASIL). *ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras informações*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 20 Out. 2012.

DALMÁCIO, Flávia Zoboli; NOSSA, Valcerino. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27., 2003, Atibaia. Anais... Atibaia, 2003.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes et al. *Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

FAMA, Eugene, JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-327, June, 1983.

FLEURIET, M., KEHDY, R. e BLANC, G. 2003. *O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de Análise, Orçamento e Planejamento*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. *Teoria da Contabilidade*. Tradução Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999. 549p.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. Administração Estratégica. Tradução da 7ª Edição. Ed. Thomson, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Definição de Governança Corporativa*. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>> Acesso em: 20 Out. 2012.

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

KAPPLER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, p. 703-728, November, 2004.

LA PORTA, Rafael et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

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

LA PORTA, R. et al. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; VALADARES, Silvia. Estrutura de controle das Companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7 -18, set./dez. 2002.

LETHBRIDGE, Eric. Tendências da Empresa Familiar no Mundo. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n.1, pág.185-199, jun. 1997.

LIMA, Álvaro Vieira; ARANTES, Bruna Reis de; CARVALHO, Frederico Antônio Azevedo de. Um estudo sobre a relação entre ações preferenciais e valor de mercado das empresas brasileiras. In: INTERNATIONAL ACCOUNTING CONGRESS, 5., 2011, Vitória. *Anais...* Vitória: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciência Contábeis (ANPCONT), 2011.

LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: o governo da empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel e MARTINS, Eliseu. *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do

Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, São Paulo • Edição Comemorativa, p. 65 - 79, set. 2006.

PAIVA, Antonio Claudio Noberto. *Efeitos de sobrereação e sub-reação no mercado de ações brasileiro: companhias que concedem Tag Along*. 2011. 104 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, Brasília, 2011.

PROCIANOY, Jairo Laser; ROCHA, Carlos Fernando Paleo. Disclosure das companhias abertas: um estudo exploratório do departamento de relações com investidores. In: ENANPAD - ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2002.

ROCHA, Bruno D' Assis. *Um estudo empírico sobre o Conservadorismo Contábil no período 1995/2010*. 2012. 62 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

RODRIGUES, Ana Tércia Lopes. Governança Corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global. In: CONVENÇÃO DE CONTABILIDADE DO RIO GRANDE DO SUL, 9., 2003, Gramado. *Anais eletrônicos...* Gramado, 2003. Disponível em: < [www.ccontabeis.com.br/conv/t04.pdf](http://www.ccontabeis.com.br/conv/t04.pdf)> Acesso em 25 de jul. 2012.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Karém Cristina de Sousa; SOUZA, Almir Ferreira de. Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa. *Revista de Gestão da USP*, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 55–72, Out-Dez/2005.

SCALZER, Rodrigo Simonassi; ALMEIDA, Juan Carlos Goes de; COSTA, Fábio Moraes da. *Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa*. *Revista de Contabilidade e Organizações* [online] da FEARP/USP 2008, v.2, n.2, p. 118-131, Jan-Abr/2008.

SEGATTO-MENDES, Andrea Paula. *Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa*. 2001. 260f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - USP, São Paulo, 2001.

SHLEIFER, A.; VISHNY, RW. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 737 – 783, 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p.123-46, jun. 1998.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa, Desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo, 2002. 152 f. – Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da et al. *A Antigovernança: como conflitos de agência entre acionistas podem influenciar no preço das ações*. In: SEMINÁRIO UFPE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 1., 2007, Pernambuco. *Anais ...* Pernambuco: UFPE, 2007.

SOUZA, Flávia Cruz de; BORBA, José Alonso. Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 18, n. 2, p. 35-48, abr./ jun. 2007.

SROUR, Gabriel. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras. *Revista Brasileira de Economia* v.59, n.4 Rio de Janeiro, Oct./Dec. 2005.

TAVARES FILHO, Francisco. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa*. 2006. 152 f. – Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-09012007-115112/>>. Acesso em: 19 jul. 2012.

**APÊNDICE A – Pontuação das Empresas da Amostra**

| Emissor       | Vol. Neg. |      | Free Float  |      | DIF   |      | TAG ALONG |     |      | CAM DE ARBT |      | MKTSH      |      | REM EXCTV   |     |      | ADR            |      | PORTE<br>(continua) |      |
|---------------|-----------|------|-------------|------|-------|------|-----------|-----|------|-------------|------|------------|------|-------------|-----|------|----------------|------|---------------------|------|
|               | Decil     | Ptos | IBOV<br>TOT | Ptos | DIF   | Ptos | ON        | PN  | Ptos |             | Ptos | IHH        | Ptos | Pl de<br>op | PLR | Ptos |                | Ptos | Total do Ativo      | Ptos |
| VALE          | 1         | 4    | 55,20%      | 2    | 0,980 | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,66275552 | 5    | x           | x   | 3    | III / NYSE     | 4    | 183.277.943         | 3    |
| PETROBRAS     | 1         | 4    | 56,27%      | 2    | 1,000 | 0    | 0         | 0   | 0    | TEM         | 1    | 0,9302588  | 5    | 0           | x   | 1    | III / NYSE     | 4    | 463.135.328         | 3    |
| OGX PETROLEO  | 1         | 4    | 39,16%      | 1    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0          | 0    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 9.251.556           | 1    |
| P.ACUCAR-CBD  | 1         | 4    | 28,27%      | 1    | 0,980 | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,14277274 | 4    | x           | 0   | 2    | III / NYSE     | 4    | 19.115.850          | 2    |
| MUNDIAL       | 1         | 4    | 46,28%      | 2    | 0,000 | 4    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 1,3549E-05 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 719.437             | 0    |
| BRF FOODS     | 1         | 4    | 60,13%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,02010124 | 3    | x           | x   | 3    | III / NYSE     | 4    | 22.065.163          | 2    |
| GERDAU        | 1         | 4    | 55,40%      | 2    | 0,560 | 1    | 100       | 100 | 4    | NÃO TEM     | 0    | 0,09996608 | 4    | x           | x   | 3    | II / NYSE      | 3    | 37.869.415          | 2    |
| PDG REALT     | 1         | 4    | 77,25%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,02079056 | 3    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 12.475.882          | 2    |
| USIMINAS      | 1         | 4    | 37,12%      | 1    | 0,586 | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,01704322 | 3    | x           | x   | 3    | 144A / REGS    | 1    | 28.287.736          | 2    |
| CYRELA REALTY | 1         | 4    | 41,35%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,01817732 | 3    | x           | x   | 3    | 144A / REGS    | 1    | 11.049.152          | 2    |
| SID NACIONAL  | 1         | 4    | 48,15%      | 2    | 0,000 | 4    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,02118105 | 3    | 0           | x   | 1    | II / NYSE      | 3    | 33.345.259          | 2    |
| AMBEV         | 1         | 4    | 25,93%      | 1    | 0,242 | 2    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,02487924 | 3    | x           | x   | 3    | II / NYSE      | 3    | 32.123.444          | 2    |
| HRT PETROLEO  | 1         | 4    | 70,97%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 4,9727E-09 | 0    | x           | 0   | 2    | não encontrado | 0    | 2.660.457           | 1    |
| MRV           | 1         | 4    | 55,60%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00693715 | 2    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 5.294.354           | 1    |
| LOJAS RENNER  | 1         | 4    | 67,67%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00104942 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.478.440           | 1    |
| GAFISA        | 1         | 4    | 99,54%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,01052398 | 3    | x           | x   | 3    | 144A / REGS    | 1    | 7.886.271           | 1    |
| HYPERMARCAS   | 1         | 4    | 52,99%      | 2    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00088473 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 8.238.629           | 1    |
| CEMIG         | 1         | 4    | 57,99%      | 2    | 1,000 | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00494125 | 2    | 0           | x   | 1    | II / NYSE      | 3    | 28.025.773          | 2    |
| NATURA        | 1         | 4    | 39,65%      | 1    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00365789 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 2.025.412           | 1    |
| ELETRORAS     | 1         | 4    | 22,17%      | 0    | 1,000 | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,02654539 | 3    | 0           | x   | 1    | I / OTC        | 2    | 128.531.492         | 3    |
| TELESP        | 1         | 4    | 25,99%      | 1    | 0,922 | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,01064497 | 3    | x           | x   | 3    | II / NYSE      | 3    | 14.354.652          | 2    |
| TIM PART S/A  | 1         | 4    | 33,29%      | 1    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00896247 | 2    | x           | x   | 3    | II / NYSE      | 3    | 13.679.763          | 2    |
| LIGHT S/A     | 3         | 3    | 29,26%      | 1    | 0,000 | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00126504 | 2    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 7.917.576           | 1    |

| Emissor      | Vol. Neg. |      | Free Float  |      | DIF    |      | TAG ALONG |     |      | CAM DE ARBT |      | MKTSH      |      | REM EXCTV   |     |      | ADR            |      | PORTE<br>(continua) |      |
|--------------|-----------|------|-------------|------|--------|------|-----------|-----|------|-------------|------|------------|------|-------------|-----|------|----------------|------|---------------------|------|
|              | Decil     | Ptos | IBOV<br>TOT | Ptos | DIF    | Ptos | ON        | PN  | Ptos |             | Ptos | IHH        | Ptos | Pl de<br>op | PLR | Ptos |                | Ptos | Total do Ativo      | Ptos |
| DURATEX      | 3         | 3    | 41,18%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00066617 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 5.314.622           | 1    |
| CPFL ENERGIA | 3         | 3    | 22,39%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00431726 | 2    | 0           | x   | 1    | 144A / REGS    | 1    | 16.893.862          | 2    |
| ECORODOVIAS  | 3         | 3    | 25,76%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00138166 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 3.090.753           | 1    |
| BRASIL TELEC | 3         | 3    | 42,85%      | 2    | -0,015 | 3    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00451666 | 2    | x           | x   | 3    | II / NYSE      | 3    | 20.195.425          | 2    |
| TRACTEBEL    | 3         | 3    | 21,29%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00050209 | 1    | 0           | x   | 1    | I / OTC        | 2    | 11.196.961          | 2    |
| AES TIETE    | 3         | 3    | 28,57%      | 1    | 0,353  | 2    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 9,1907E-05 | 0    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 3.662.635           | 1    |
| SABESP       | 3         | 3    | 49,74%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00755112 | 2    | 0           | x   | 1    | III / NYSE     | 4    | 20.515.139          | 2    |
| TAM S/A      | 3         | 3    | 34,50%      | 1    | 1,000  | 0    | 100       | 100 | 4    | TEM         | 1    | 0,08777445 | 4    | x           | x   | 3    | III / NYSE     | 4    | 11.186.883          | 2    |
| ENERGIAS BR  | 3         | 3    | 48,82%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00075685 | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 10.284.705          | 2    |
| KLABIN S/A   | 3         | 3    | 49,96%      | 2    | 1,000  | 0    | 80        | 70  | 2    | NÃO TEM     | 0    | 0,05961234 | 4    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 10.570.330          | 2    |
| TOTVS        | 3         | 3    | 72,15%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,01742258 | 3    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.160.182           | 1    |
| QGEP PART    | 3         | 3    | 24,80%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 4,1379E-07 | 0    | x           | 0   | 2    | não encontrado | 0    | 906.080             | 0    |
| EVEN         | 3         | 3    | 74,52%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00290804 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 2.513.823           | 1    |
| B2W VAREJO   | 3         | 3    | 32,74%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00230044 | 2    | x           | x   | 3    | 144A / REGS    | 1    | 1.811.726           | 1    |
| ODONTOPREV   | 3         | 3    | 43,88%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 4,3148E-05 | 0    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 769.047             | 0    |
| RANDON PART  | 3         | 3    | 45,55%      | 2    | 0,577  | 1    | 80        | 80  | 2    | NÃO TEM     | 0    | 0,02012291 | 3    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 2.760.095           | 1    |
| OSX BRASIL   | 3         | 3    | 22,24%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 1,1354E-07 | 0    | x           | 0   | 2    | não encontrado | 0    | 2.952.417           | 1    |
| WEG          | 3         | 3    | 34,40%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,43263402 | 5    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 5.572.361           | 1    |
| ECODIESEL    | 3         | 3    | 38,34%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 1,3812E-05 | 0    | x           | 0   | 2    | 144A / REGS    | 1    | 1.061.322           | 1    |
| MULTIPLUS    | 3         | 3    | 21,82%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 1,9562E-05 | 0    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 758.603             | 0    |
| AMIL         | 3         | 3    | 20,54%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00516631 | 2    | x           | 0   | 2    | I / OTC        | 2    | 2.997.758           | 1    |
| LLX LOG      | 3         | 3    | 28,49%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 1,0936E-08 | 0    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 1.520.161           | 1    |
| MAGAZ LUIZA  | 3         | 3    | 32,05%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00320475 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 2.149.416           | 1    |
| AREZZO CO    | 5         | 2    | 36,89%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00065857 | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 196.232             | 0    |
| TEGMA        | 5         | 2    | 29,12%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00092353 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 466.376             | 0    |
| SLC AGRICOLA | 5         | 2    | 38,26%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,68336767 | 5    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 2.844.191           | 1    |

| Emissor      | Vol. Neg. |      | Free Float  |      | DIF    |      | TAG ALONG |     |      | CAM DE ARBT |      | MKTSH      |      | REM EXCTV   |     |      | ADR            |      | PORTE<br>(continua) |      |
|--------------|-----------|------|-------------|------|--------|------|-----------|-----|------|-------------|------|------------|------|-------------|-----|------|----------------|------|---------------------|------|
|              | Decil     | Ptos | IBOV<br>TOT | Ptos | DIF    | Ptos | ON        | PN  | Ptos |             | Ptos | IHH        | Ptos | Pl de<br>op | PLR | Ptos |                | Ptos | Total do Ativo      | Ptos |
| INEPAR       | 5         | 2    | 67,76%      | 2    | 1,000  | 0    | 100       | 80  | 3    | TEM         | 1    | 0,0001801  | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 2.600.571           | 1    |
| ALPARGATAS   | 5         | 2    | 28,62%      | 1    | 0,600  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,01010884 | 3    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.623.829           | 1    |
| FLEURY       | 5         | 2    | 24,81%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 6,7311E-05 | 0    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.195.086           | 1    |
| AUTOMETAL    | 5         | 2    | 22,85%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00358483 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.014.444           | 1    |
| LE LIS BLANC | 5         | 2    | 48,05%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00024853 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 207.536             | 0    |
| EQUATORIAL   | 5         | 2    | 29,63%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 9,6635E-05 | 0    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 2.374.748           | 1    |
| MAGNESITA SA | 5         | 2    | 58,78%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00049583 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 4.463.199           | 1    |
| COMGAS       | 5         | 2    | 11,08%      | 0    | 0,718  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00034301 | 1    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 3.195.778           | 1    |
| LOG-IN       | 5         | 2    | 24,76%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00026135 | 1    | x           | 0   | 2    | não encontrado | 0    | 1.079.960           | 1    |
| COELCE       | 5         | 2    | 34,07%      | 1    | 1,000  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00024251 | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 2.678.591           | 1    |
| SARAIVA LIVR | 5         | 2    | 26,32%      | 1    | 0,366  | 2    | 100       | 90  | 3    | TEM         | 1    | 0,00021702 | 1    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 671.092             | 0    |
| FERBASA      | 5         | 2    | 32,60%      | 1    | 0,466  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 4,595E-05  | 0    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 1.078.109           | 1    |
| HELBOR       | 5         | 2    | 31,73%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00074076 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.686.626           | 1    |
| MINERVA      | 5         | 2    | 37,63%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00045388 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 2.087.568           | 1    |
| EUCATEX      | 5         | 2    | 76,89%      | 2    | -0,911 | 3    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 5,5867E-05 | 0    | 0           | x   | 1    | I / OTC        | 2    | 1.408.699           | 1    |
| JHSF PART    | 5         | 2    | 20,37%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00044244 | 1    | x           | 0   | 2    | 144A / REGS    | 1    | 1.716.028           | 1    |
| TIME FOR FUN | 5         | 2    | 31,10%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 2,8708E-05 | 0    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 313.815             | 0    |
| CELESC       | 7         | 1    | 21,23%      | 0    | 1,000  | 0    | 100       | 100 | 4    | TEM         | 1    | 0,00048663 | 1    | 0           | x   | 1    | I / OTC        | 2    | 4.155.157           | 1    |
| RODOBENSIMOB | 7         | 1    | 18,34%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00037794 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.684.620           | 1    |
| SPRINGER     | 7         | 1    | 14,48%      | 0    | -0,025 | 3    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 3,6859E-05 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 129.222             | 0    |
| METAL LEVE   | 7         | 1    | 24,76%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00483735 | 2    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 2.096.608           | 1    |
| PROVIDENCIA  | 7         | 1    | 28,08%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 3,1625E-05 | 0    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.027.791           | 1    |
| HAGA S/A     | 7         | 1    | 51,92%      | 2    | 1,000  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 1,1576E-07 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 19.623              | 0    |
| MINUPAR      | 7         | 1    | 54,67%      | 2    | 0,000  | 4    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 5,5656E-07 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 157.765             | 0    |
| GER PARANAP  | 7         | 1    | 3,88%       | 0    | -0,838 | 3    | 80        | 80  | 2    | NÃO TEM     | 0    | 2,2205E-05 | 0    | 0           | x   | 1    | I / OTC        | 2    | 4.558.461           | 1    |
| TRISUL       | 7         | 1    | 27,67%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00046949 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.392.741           | 1    |

| Emissor       | Vol. Neg. |      | Free Float  |      | DIF    |      | TAG ALONG |     |      | CAM DE ARBT |      | MKTSH      |      | REM EXCTV   |     |      | ADR            |      | PORTE<br>(continua) |      |
|---------------|-----------|------|-------------|------|--------|------|-----------|-----|------|-------------|------|------------|------|-------------|-----|------|----------------|------|---------------------|------|
|               | Decil     | Ptos | IBOV<br>TOT | Ptos | DIF    | Ptos | ON        | PN  | Ptos |             | Ptos | IHH        | Ptos | Pl de<br>op | PLR | Ptos |                | Ptos | Total do Ativo      | Ptos |
| TRIUNFO PART  | 7         | 1    | 13,30%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00020201 | 1    | x           | x   | 3    | 144A / REGS    | 1    | 2.843.998           | 1    |
| MILLENNIUM    | 7         | 1    | 18,14%      | 0    | 1,000  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 1,234E-05  | 0    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 414.372             | 0    |
| RENOVA        | 7         | 1    | 3,90%       | 0    | 0,980  | 0    | 100       | 100 | 4    | TEM         | 1    | 4,0507E-08 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 414.183             | 0    |
| TUPY          | 7         | 1    | 7,15%       | 0    | 1,000  | 0    | 80        | 80  | 2    | NÃO TEM     | 0    | 0,00509609 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 1.978.627           | 1    |
| FORJAS TAURUS | 7         | 1    | 40,23%      | 2    | 0,083  | 2    | 100       | 100 | 4    | TEM         | 1    | 4,5745E-05 | 0    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 722.373             | 0    |
| SPRINGS       | 7         | 1    | 23,52%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,01080653 | 3    | x           | 0   | 2    | 144A / REGS    | 1    | 2.192.539           | 1    |
| ENERGISA      | 7         | 1    | 10,26%      | 0    | 0,008  | 2    | 80        | 80  | 2    | NÃO TEM     | 0    | 0,0001386  | 1    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 2.885.614           | 1    |
| BEMATECH      | 7         | 1    | 43,34%      | 2    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00078085 | 1    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 462.895             | 0    |
| RECRUSUL      | 7         | 1    | 53,43%      | 2    | 0,800  | 0    | 100       | 80  | 3    | NÃO TEM     | 0    | 1,6492E-06 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 75.869              | 0    |
| FRAS-LE       | 7         | 1    | 14,61%      | 0    | 0,385  | 2    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,0003777  | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 507.721             | 0    |
| CELPE         | 7         | 1    | 2,36%       | 0    | 0,792  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00024428 | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 3.205.979           | 1    |
| WHIRLPOOL     | 7         | 1    | 5,36%       | 0    | -0,913 | 3    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,39968099 | 5    | x           | 0   | 2    | não encontrado | 0    | 2.577.375           | 1    |
| JEREISSATI    | 7         | 1    | 12,55%      | 0    | 0,419  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00455518 | 2    | x           | x   | 3    | não encontrado | 0    | 15.413.843          | 2    |
| HOTEIS OTHON  | 7         | 1    | 50,55%      | 2    | 0,162  | 2    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 1,0991E-06 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 463.764             | 0    |
| CR2           | 7         | 1    | 29,02%      | 1    | 0,000  | 4    | 100       | 0   | 4    | TEM         | 1    | 0,00014322 | 1    | x           | x   | 3    | I / OTC        | 2    | 709.422             | 0    |
| SCHULZ        | 7         | 1    | 12,10%      | 0    | 0,784  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00051591 | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 550.660             | 0    |
| KARSTEN       | 9         | 0    | 36,53%      | 1    | 0,895  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,0002583  | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 317.982             | 0    |
| BRASMOTOR     | 9         | 0    | 4,43%       | 0    | 0,796  | 1    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0          | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 758.556             | 0    |
| M G POLIEST   | 9         | 0    | 25,12%      | 1    | 0,000  | 4    | 80        | 80  | 2    | NÃO TEM     | 0    | 0,00041398 | 1    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 1.278.349           | 1    |
| MANGELS INDL  | 9         | 0    | 19,52%      | 0    | 1,000  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 6,2232E-05 | 0    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 631.342             | 0    |
| GRAZZIOTIN    | 9         | 0    | 23,36%      | 0    | 0,718  | 1    | 100       | 100 | 4    | NÃO TEM     | 0    | 9,4485E-06 | 0    | x           | 0   | 2    | não encontrado | 0    | 327.273             | 0    |
| GPC PART      | 9         | 0    | 34,25%      | 1    | 0,000  | 4    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 2,7294E-05 | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 658.553             | 0    |
| DOC IMBITUBA  | 9         | 0    | 19,14%      | 0    | 1,000  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 5,014E-10  | 0    | 0           | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 68.460              | 0    |
| JOAO FORTES   | 9         | 0    | 10,18%      | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 100 | 4    | NÃO TEM     | 0    | 0,00027699 | 1    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 1.046.605           | 1    |
| WETZEL S/A    | 9         | 0    | 26,72%      | 1    | 0,882  | 0    | 0         | 0   | 0    | NÃO TEM     | 0    | 7,428E-05  | 0    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 152.525             | 0    |
| TAESA         | 9         | 0    | 23,70%      | 0    | 0,093  | 2    | 0         | 0   | 0    | TEM         | 1    | 1,9045E-05 | 0    | 0           | x   | 1    | não encontrado | 0    | 4.267.614           | 1    |

| Emissor      | Vol. Neg. |      | Free Float |      | DIF    |      | TAG ALONG |    |      | CAM DE ARBT |      | MKTSH      |      | REM EXCTV |     |      | ADR            |      | PORTE          |      |
|--------------|-----------|------|------------|------|--------|------|-----------|----|------|-------------|------|------------|------|-----------|-----|------|----------------|------|----------------|------|
|              | Decil     | Ptos | IBOV TOT   | Ptos | DIF    | Ptos | ON        | PN | Ptos |             | Ptos | IHH        | Ptos | Pl de op  | PLR | Ptos |                | Ptos | Total do Ativo | Ptos |
| GLOBEX       | 9         | 0    | 0,59%      | 0    | 0,000  | 4    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,01026757 | 3    | x         | 0   | 2    | I / OTC        | 2    | 4.574.801      | 1    |
| TEX RENAUX   | 9         | 0    | 39,31%     | 1    | -0,214 | 3    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 2,3533E-05 | 0    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 184.758        | 0    |
| PORTOBELLO   | 9         | 0    | 14,36%     | 0    | 0,000  | 4    | 100       | 0  | 4    | TEM         | 1    | 0,10170184 | 4    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 445.108        | 0    |
| CAMBUCI      | 9         | 0    | 12,60%     | 0    | 0,265  | 2    | 80        | 80 | 2    | NÃO TEM     | 0    | 0,00012376 | 1    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 151.509        | 0    |
| SCHLOSSER    | 9         | 0    | 30,27%     | 1    | -0,032 | 3    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 3,2341E-06 | 0    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 100.804        | 0    |
| BIC MONARK   | 9         | 0    | 11,02%     | 0    | 0,000  | 4    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 1,3218E-06 | 0    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 345.729        | 0    |
| SONDOTECNICA | 9         | 0    | 33,53%     | 1    | 0,407  | 1    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 6,0158E-07 | 0    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 69.685         | 0    |
| RASIP AGRO   | 9         | 0    | 11,85%     | 0    | -0,450 | 3    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00459932 | 2    | 0         | x   | 1    | não encontrado | 0    | 126.173        | 0    |
| D H B        | 9         | 0    | 13,40%     | 0    | 1,000  | 0    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00012578 | 1    | 0         | x   | 1    | não encontrado | 0    | 222.066        | 0    |
| CELUL IRANI  | 9         | 0    | 9,29%      | 0    | 0,345  | 2    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00087052 | 1    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 1.032.718      | 1    |
| SANTANENSE   | 9         | 0    | 9,18%      | 0    | 1,000  | 0    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0,00020177 | 1    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 257.305        | 0    |
| ELETROPAR    | 9         | 0    | 16,29%     | 0    | 0,000  | 4    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 0          | 0    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 207.502        | 0    |
| AZEVEDO      | 9         | 0    | 24,56%     | 0    | 0,917  | 0    | 0         | 0  | 0    | NÃO TEM     | 0    | 8,1458E-05 | 0    | 0         | 0   | 0    | não encontrado | 0    | 127.127        | 0    |