

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**Andressa Pinto Medeiros**

**Rentabilidade e valor de companhias de capital aberto: uma análise comparativa  
entre empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no  
segmento Tradicional**

**Porto Alegre  
2018**

Andressa Pinto Medeiros

**Rentabilidade e valor de companhias de capital aberto: uma análise comparativa entre empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no segmento Tradicional**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel em Administração

Orientador: Prof. Guilherme Kirch

Porto Alegre

2018

Andressa Pinto Medeiros

**Rentabilidade e valor de companhias de capital aberto: uma análise comparativa entre empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no segmento Tradicional**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel em Administração

Orientador: Prof. Guilherme Kirch

**Conceito Final:**

**Aprovado em ..... de ..... de .....**

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof.**

---

**Prof.**

---

**Prof.**

---

**Orientador – Prof. Guilherme Kirch**

## **AGRADECIMENTOS**

À minha mãe, Susana, pelo amor e constante suporte e incentivo ao meu desenvolvimento acadêmico.

À minha família e amigos, pela atenção, carinho e paciência dispensados a mim durante a elaboração deste trabalho.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul pela oferta de um ensino gratuito e de qualidade reconhecido nacionalmente.

Ao Prof. Guilherme Kirch, pela orientação durante a elaboração deste trabalho.

A todos, muito obrigada.

## RESUMO

Este estudo abordará a comparação do retorno sobre ativos e *market-to-book value* das companhias listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo. Os Níveis Diferenciados da Bolsa de Valores de São Paulo são os segmentos de listagem Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Partindo-se do entendimento de que a redução de custos de agência (aqui traduzidos como adoção de melhores práticas de Governança Corporativa) aumenta o valor entregue ao acionista, definiu-se como hipótese que a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa impacta positivamente os índices de rentabilidade e valor das companhias. Desta forma, este estudo procura verificar se a adoção de padrões elevados de governança produz resultados financeiros às empresas que decidam adotá-los, principalmente durante períodos de crise econômica, como a vivenciada pelo Brasil após 2013. Foram comparados os índices de retorno sobre ativos e *market-to-book value* das companhias listadas nos Níveis Diferenciados e no segmento Tradicional nos períodos de 2004-2008 e 2013-2017. Através de análise estatística verificou-se que as médias do retorno sobre ativos do período 2004-2008 dos Níveis Diferenciados são iguais às médias do segmento Tradicional enquanto que as médias do *market-to-book value* no mesmo período são significativamente superiores. O resultado do teste estatístico para o período 2013-2017 concluiu que as diferenças de médias apresentadas pelos dois grupos amostrais foram iguais às verificadas no período 2004-2008 quanto ao retorno sobre ativos e significativamente superiores quanto ao *market-to-book value*. Desta forma, os resultados indicam que a adoção de melhores padrões de Governança Corporativa não garante melhor desempenho financeiro, porém implica em maior valor de mercado.

**Palavras-chave:** Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Retorno sobre Ativos. *Market-to-book Value*.

## ABSTRACT

This study focuses on the comparison of the return on assets and market-to-book value of the companies listed in the Differentiated Levels of Corporate Governance and in the Traditional segment of the São Paulo Stock Exchange. The Differentiated Levels of the São Paulo Stock Exchange are the listing segments *Novo Mercado* (New Market), Level 1 and Level 2. Based on the understanding that the reduction of agency costs (here translated as adoption of best Corporate Governance practices) increases the value for the shareholder, it was hypothesized that adherence to the Differentiated Levels of Corporate Governance positively impacts the profitability and value ratios of the companies. Therefore, this study tries to verify if the adoption of high standards of governance produces financial results to the companies that decide to adopt them, mainly during periods of economic crisis, such as the one experienced by Brazil after 2013. The indexes of return on assets and market-to-book value of the companies listed in the Differentiated Levels and in the Tradicional segment on the periods of 2004-2008 and 2013-2017 were compared. Statistical analysis showed that the averages of the return on assets for the period 2004-2008 of the Differentiated Levels are equal to the averages of the Traditional segment, while the averages of the market-to-book value in the same period are significantly higher. The results of the statistical test for the period 2013-2017 concluded that the differences of averages presented by the two sample groups were the same as those observed in the period 2004-2008 regarding the return on assets and significantly higher in relation to the market-to-book value. Therefore, the results indicate that the adoption of better Corporate Governance standards does not guarantee better financial performance, but implies a higher market value.

**Keywords:** Differentiated Levels of Corporate Governance. São Paulo Stock Exchange (BOVESPA). Return on assets. Market-to-book Value.

## SUMÁRIO

1	DEFINIÇÃO DO TEMA .....	8
2	JUSTIFICATIVA.....	11
3	REVISÃO TEÓRICA .....	12
3.1	O PROBLEMA DA AGÊNCIA.....	12
3.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	14
3.2.1	Origens e evolução.....	15
3.2.2	Objetivos .....	19
3.2.3	Governança corporativa no mundo .....	20
3.2.4	Governança corporativa no Brasil.....	28
3.2.5	Quadro Comparativo.....	39
3.3	A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO .....	45
4	OBJETIVOS 48	
4.1	OBJETIVO GERAL .....	48
4.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	48
5	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	49
5.1	AMOSTRA.....	49
5.2	TRATAMENTO DOS DADOS .....	50
6	ANÁLISE DE RESULTADOS .....	53
6.1	RETORNO SOBRE ATIVOS (ROA).....	54
6.2	<i>MARKET-TO-BOOK VALUE</i> .....	57
7	CONCLUSÕES.....	62
	REFERÊNCIAS 64	
	APÊNDICE A – RETORNO SOBRE ATIVOS: RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO PERÍODO 2004-2008 .....	69
	APÊNDICE B – RETORNO SOBRE ATIVOS: RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO PERÍODO 2013-2017 .....	74

APÊNDICE C – <i>MARKET-TO-BOOK VALUE</i> : RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO PERÍODO 2004-2008.....	80
APÊNDICE D – <i>MARKET-TO-BOOK VALUE</i> : RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO PERÍODO 2013-2017 .....	84



## 1 DEFINIÇÃO DO TEMA

Em 2001 o escândalo da empresa de energia norte americana Enron chamou a atenção da população, dos agentes fiscalizadores e de investidores para a falta de transparência tanto nas práticas quanto na elaboração das demonstrações financeiras de empresas de capital aberto. Embora a transparência na divulgação de informações seja uma reivindicação antiga de *stakeholders*<sup>1</sup>o tema parece ter sido levado a sério somente após o desencadeamento da crise iniciada com a falência da companhia supracitada.

O período que sucedeu à divulgação de fraudes contábeis nas empresas Enron, Worldcom, Tyco, dentre outras, levou à uma onda de normatização voltada para melhores práticas de contabilidade e transparência nos Estados Unidos que se refletiu em todo o mundo. É nesse cenário que o termo Governança Corporativa passa a ser mais intensamente debatido e entendido como prática fundamental em organizações.

Segundo o IBGC (2015, p. 20):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

Apesar de os escândalos internacionais terem trazido ao campo de discussão este tema, a Governança Corporativa não é algo recente. Este sistema pode ser entendido como uma resposta à Teoria da Firma - publicada por Michael C. Jensen e William H. Meckling em 1976 no *Jornal de Economia Financeira da Universidade de Rochester* sob o título de *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. A teoria da firma (ou teoria da agência) pode ser resumida como o potencial conflito de interesses entre acionistas e gestores no que diz respeito à geração de valor entregue ao acionista através do trabalho desenvolvido pelo gestor. Quando acionista e gestor acumulam o mesmo cargo, o conflito pode se dar entre acionistas majoritários e minoritários. Observamos no Brasil uma

---

<sup>1</sup> *Stakeholders* – termo utilizado para definir uma pessoa ou um grupo de pessoas que possui participação, investimento ou ações e que possui interesse em uma determinada empresa ou negócio. *Stakeholder* também pode significar partes interessadas, sendo pessoas ou organizações que podem ser afetados pelos projetos e processos de uma empresa.

maior incidência do segundo tipo de conflito, em função de sua estrutura de propriedade mais concentrada.

Algumas organizações acabam por ser fundadas como forma de responder à pressão de acionistas majoritários sobre minoritários e prover certa proteção a estes últimos que são o elo mais fraco na relação. Dentre as organizações criadas com este fim, podemos citar o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e a Amec (Associação de Investidores no Mercado de Capitais) que desde outubro de 2006 vem promovendo um trabalho de conscientização entre seus associados com o intuito de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

A Governança Corporativa possui quatro princípios que buscam apaziguar o ambiente de disputa descrito por Jensen e Meckling em 1976: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. O tema vem sendo estudado recentemente no Brasil por acadêmicos reconhecidos na área, porém ainda se nota que a literatura brasileira a respeito de Governança Corporativa segue necessitando de maior aprofundamento para o entendimento completo do cenário no país.

Para além do campo acadêmico, a Governança Corporativa tem sido tema também de debates no ambiente jurídico.

Houve muitas iniciativas para melhorar as práticas de governança corporativa e proteção ao investidor no Brasil. A "Nova Lei das S.A.", Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001 e a Instrução 480 de 7 de dezembro de 2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que introduziu o Formulário de Referência (FR) com muitos recursos adicionais e requisitos de divulgação mais detalhados, são duas peças de regulamentação recentes muito importantes. (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015, p. 136)<sup>2</sup>

Além de inúmeras instruções editadas pela autarquia, destacamos também o lançamento da cartilha de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa” em 2002. O lançamento de tal documento por uma instituição reguladora do mercado de capitais demonstra que a mesma entendia na época a importância da adoção do sistema de Governança Corporativa em organizações brasileiras e que via a necessidade do aprimoramento das leis e regras então desatualizadas. Embora algumas ações estejam sendo tomadas, verificamos que ainda andamos a passos lentos quando nos comparamos a leis reguladoras de mercados no exterior. Tanto se percebe esta diferença, que:

---

<sup>2</sup> Todas as traduções foram realizadas pela autora.

No início dos anos 2000, o Brasil era visto como tendo uma governança corporativa relativamente fraca. Em um ranking de 49 países com base nos padrões corporativos de 1997, a Nenova (2003) classificou o Brasil em 24º lugar para os direitos dos investidores, 43º para a aplicação do direito societário e 40º para as normas contábeis. Além disso, a lei brasileira permite ações com direito a voto e sem direito a voto e muitas empresas brasileiras são controladas por acionistas majoritários que possuem a maioria das ações com direito a voto, embora este tipo de ação represente uma parcela menor do total de ações emitidas. [...] Em 2000, em resposta a uma perda de volume de negociação para outros mercados e a crença de que a perda de volume de negociação estava relacionada à fraca proteção dada a acionistas minoritários (incluindo o uso extensivo de ações sem direito a voto, poucos diretores externos e baixos níveis de divulgação), a Bolsa de Valores de São Paulo (BM & FBovespa [atual B3 – Brasil, Bolsa, Balcão]) criou três segmentos de alta governança (Novo Mercado, Nível I e Nível II). Isso contribuiu para um aumento das ofertas públicas iniciais, que quase não existiam até 2004; um nivelamento no número de empresas listadas, que estavam diminuindo; e aumento acentuado do volume de negócios e liquidez (De Carvalho e Pennacchi, 2012). A maioria das novas aberturas de capital estava em um dos níveis de listagem premium; algumas empresas antigas também migraram sua listagem para um nível mais alto (BLACK; DE CARVALHO; SAMPAIO, 2014, p. 177).

Em 1º de fevereiro de 2002 a CCR (Companhia de Concessões Rodoviárias) fazia sua primeira oferta de ações em bolsa e simultaneamente inaugurava o segmento de Novo Mercado da B3. Em abril do mesmo ano, a Sabesp (Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo) foi a segunda companhia a aderir ao novo segmento e desde então a abrangência do Novo Mercado só aumenta, com expectativas para que no futuro todas as empresas listadas em bolsa de valores no Brasil pertençam a esse segmento – que garante melhores práticas de governança corporativa. Esta migração é esperada pois companhias mais transparentes e igualitárias (na relação entre acionistas majoritários e minoritários) tendem a aumentar sua percepção de valor frente ao investidor, que repercute “na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.” (CVM, 2002, p.1). Adicionalmente à redução de seu custo de capital, companhias com um sistema de governança consolidado e reconhecido pelo mercado (e, consequentemente por investidores) parecem tender a uma maior valorização de seus ativos, o que pode produzir efeitos em seu desempenho financeiro como um todo (CVM, 2002).

Diante do acima exposto, surge a questão motivadora deste estudo: **A migração de companhias para os segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 (e consequente adoção de melhores práticas de Governança Corporativa) surte efeito nos índices de desempenho apresentados por estas companhias quando comparadas a organizações que optaram pela negociação de suas ações no Mercado Tradicional (em que há menores exigências)?**

## 2 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho se dedicará a prover uma resposta à questão acima formulada, procurando averiguar se há relação entre o segmento de listagem da empresa de capital aberto na Bolsa de Valores e seu desempenho – medido através de indicadores. Nota-se que há um conjunto considerável de estudos voltados a tal discussão. Encontrou-se pesquisas direcionadas à análise de rentabilidade somente de empresas listadas no segmento de Novo Mercado, como no trabalho de conclusão de curso de Knapp (2015); influência dos segmentos de listagem em indicadores de desempenho operacional, como na dissertação de mestrado de Boas (2017); dentre outros com temas semelhantes.

Em virtude da vasta gama de conhecimento já produzida a respeito deste tema, decidiu-se pela utilização de um estudo comparativo entre empresas listadas em diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo e adicionou-se a confrontação dos resultados com 2 períodos temporais diferentes: o período que antecedeu a crise mundial de 2008 e o auge da instabilidade econômica no Brasil. A comparação dos resultados entre estes dois períodos será realizada com a intenção de verificar se a adesão a melhores práticas de Governança Corporativa garante melhores resultados principalmente frente a crises econômicas graves, como a vivenciada mundialmente a partir de 2008 e a observada no Brasil após 2013. O que se pretende produzir são dados que possam complementar e aperfeiçoar o conhecimento já existente em busca de uma melhor compreensão da estrutura e comportamento do mercado de capitais brasileiro.

Além de informações que possam subsidiar a tomada de decisão de empresas (no que diz respeito à vantagem ou não de migração de sua listagem para os Níveis Diferenciados) procurar-se-á também fornecer aos investidores uma quantidade mais significativa de informações de forma que os mesmos possam utilizá-las no processo de definição de investimentos. Por fim, justifica-se também a construção deste estudo pelo objetivo de desenvolver argumentos consistentes para a reafirmação da necessidade de implantação de sistemas de Governança Corporativa mais robustos no país. A autora acredita na indispensabilidade deste movimento de aprimoração da administração de companhias de capital aberto para o desenvolvimento (e posterior amadurecimento) da competitividade das mesmas frente ao mercado global.

### 3 REVISÃO TEÓRICA

#### 3.1 O PROBLEMA DA AGÊNCIA

Segundo Jensen e Meckling (1976), proprietários e gestores das companhias encontram-se em um relacionamento de agência, em que proprietários delegam certa autoridade aos gestores em troca da execução de alguns serviços – relacionamento este formalizado através de contratos. Idealmente os contratos firmados entre as partes seriam completos, de forma a prever todas as possibilidades de ação do gestor em cada caso possível de contingência. Todavia, a elaboração de contratos tão completos é humanamente impossível, o que possibilita a existência de lacunas onde o gestor ficará livre para tomar a decisão que acreditar ser a mais favorável para cada tipo de evento. Segundo Andrade e Rossetti (2009, p.86) a inexistência de contratos completos foi apresentada originalmente em 1983 através do axioma de Klein. O mesmo considera que a gestão corporativa, frente a um contexto de forte instabilidade, deveria estar apta a tomar decisões de forma ágil e responder rapidamente aos sinais de mudança. Dessa forma, apontam Andrade e Rossetti (2009, p.86), os contratos antes completos passaram a deixar de existir pelos seguintes motivos:

- o grande número de contingências possíveis;
- a multiplicidade de reações às contingências;
- a crescente ocorrência de contingências imprevisíveis.

O conflito residirá então na possibilidade de que o gestor contratado nem sempre guiará suas ações de forma a maximizar o valor entregue ao proprietário. Jensen e Meckling (1994) discutem tal comportamento através do modelo experiente, avaliador e maximizador (REMM, na sigla em inglês). Este modelo parte de 4 postulados, que são: que todo indivíduo se importa (que engloba o fato de que cada indivíduo é um avaliador, de tal forma que está sempre disposto a fazer trocas, e que tem preferências transitórias), que as vontades de cada indivíduo são ilimitadas, que todos são maximizadores de seus recursos e que todos são engenhosos (na medida em que são criativos para criar saídas para obstáculos que se interponham em seu caminho). Levando-se em consideração o disposto pelo REMM, o conflito presente na agência é justificável, já que é bastante improvável que os interesses de terceiros (no caso, dos acionistas) incentivem tanto as pessoas a serem eficazes quanto a consecução de seus próprios objetivos.

A disputa acima relacionada irá incorrer, segundo Jensen e Meckling (1976), em custos de agência – gastos com o monitoramento das ações dos gestores com vistas a assegurar que os mesmos maximizem o valor entregue aos acionistas. Tais custos serão a soma das despesas de monitoramento das atividades dos gestores incorridas pelos acionistas, os gastos despendidos pelos gestores com vistas à adquirir a confiança dos acionistas e a “perda residual”, definida por Jensen e Meckling (1976) como o equivalente em dólares da redução do bem-estar experimentado pelo acionista devido a diferença entre as decisões do gestor e aquelas que iriam maximizar seu bem-estar.

Os acionistas das organizações poderão limitar as divergências provenientes dos interesses de gestores ao estabelecer incentivos, tais como distribuição de propriedade e opções para compra de ações. Porém, esta alternativa irá resolver parcialmente o problema, já que, segundo Shleifer e Vishny (1997), os executivos à frente das companhias poderão influenciar o conselho administrativo a seu favor, de forma a ampliar suas recompensas. Ainda segundo os autores, as chances de que os gestores negociem em favor próprio é maior quando os mesmos têm a necessidade de firmar o acordo com um conselho administrativo pouco motivado do que com grandes investidores. Segundo Silveira (2002, p. 16):

A principais formas pelas quais os executivos expropriam a riqueza dos investidores são:

- pela diversificação excessiva da empresa;
- pelo crescimento maior do que o necessário, com o reinvestimento do fluxo de caixa livre em projetos não agregadores de valor;
- pela determinação de remuneração abusiva para si próprios;
- pelo roubo dos lucros;
- pela venda da produção, ativos, ou títulos da empresa abaixo do preço de mercado para outra empresa das quais são controladores. Estes mecanismos de preço de transferência e desmonte de ativos são conhecidos como *tunneling* e, apesar de eventualmente serem legais, possuem de maneira geral o mesmo efeito que um roubo;
- pela designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais (nepotismo);
- pelo empreendimento de projetos devido ao seu gosto pessoal e não devido à estudos técnicos de viabilidade;
- pela resistência à liquidação ou fusão vantajosa para os acionistas.

De acordo com Tarantino (2008) o conflito da agência acima descrito tem suas limitações na assimetria de informações entre o principal (acionista/proprietário) e o agente (gestor/diretor executivo). A assimetria de informações diz respeito ao fato de que uma das partes terá mais informações do que a outra parte. Segundo Tarantino (2008, p. 12): “os partidários da teoria da agência defendem um maior monitoramento e sanção da gestão, mas há evidências de que um maior monitoramento tenha suas limitações e que possa inclusive

produzir efeitos contrários aos desejados”. O autor menciona diversas contradições entre teoria e realidade a respeito desta questão, tais como o fato de que mesmo com um conselho de administração 80% independente, a Enron não conseguiu evitar os escândalos do início do século XXI.

### 3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Tarantino (2008, p. 2) “governança corporativa refere-se à relação entre aqueles que administram e aqueles que são administrados”. As relações de governança irão incluir todas as partes interessadas no futuro de uma organização. Esse grupo poderá ser composto, de acordo com Tarantino (2008, p. 2) por “diretores de conselhos de administração, proprietários, administradores, empregados, fornecedores, clientes, agentes reguladores e as comunidades” em que as companhias estiverem inseridas.

As práticas de governança corporativa disseminadas globalmente irão adequar-se à realidade em que se inserirem. As condições locais e a cultura de cada país determinarão suas peculiaridades, entretanto, há alguns princípios e questões que se encontram presentes em todos os sistemas. Dentre esses princípios, Tarantino (2008) destaca a necessidade de respeitar os direitos de acionistas e de tratá-los de forma equânime, a definição do papel desempenhado e das responsabilidades do conselho de administração, a construção de uma cultura organizacional que considere de grande importância comportamentos éticos, a prática de processos transparentes e o estabelecimento de controles internos eficientes.

Para Rodrigues e Mendes (2004) a governança corporativa não deve ser resumida ao equilíbrio da relação entre *stakeholders*, mas deve ser vista também como sistema que resulte no crescimento do valor de mercado da organização. Ainda segundo os autores as funções estratégicas (desenvolvidas pelo conselho de administração) e operacionais (promovidas pela diretoria executiva) são diretamente responsáveis pela valorização ou depreciação do valor de mercado das companhias. De acordo com Rodrigues e Mendes (2004, p. 113):

Empresas que não separam devidamente as funções operacionais das funções estratégicas, de um modo geral, tendem à depreciação do seu Valor de Mercado por não centrar suas atividades nos focos estratégicos, não desenvolver projetos adequados que promovam a alavancagem de valor – projetos que tenham taxas internas de retorno superior aos respectivos custos de capital.

A governança corporativa para Monks e Minow (2011) trata da forma como companhias estão estruturadas e de como são dirigidas. Segundo os autores, cada decisão tomada dentro das organizações é determinada por uma parte do sistema de governança corporativa. Monks e Minow (2011) ainda ressaltam que quando este procedimento está otimizado, executivos, conselho e acionistas definem objetivos e *benchmarks*<sup>3</sup> consistentes através da promoção de um sistema transparente e responsável.

De acordo com Andrade e Rossetti (2009) a governança corporativa possui diferentes agrupamentos conceituais, cada qual defendido por diferentes autores. Os mesmos destacam os seguintes grupos:

- Guardiã de direitos de partes interessadas;
- Sistema de relações;
- Estrutura de poder;
- Sistema normativo.

Diversas serão as definições a respeito do que se dedica a governança corporativa. A seguir esclareceremos suas origens, propósito, conflitos e sua presença no Brasil e no mundo.

### 3.2.1 Origens e evolução

Durante as décadas de 1960, 1970 e 1980 podemos perceber um aumento considerável no tamanho das corporações pelo mundo, que começam a espalhar-se por continentes distintos através do processo de globalização. Esta mudança na dimensão das companhias tornou a relação entre as partes interessadas mais complexa.

O aumento do tamanho das corporações desencadeou processos que mudaram a estrutura das organizações. Segundo Andrade e Rossetti (2009) percebe-se a separação entre propriedade e gestão, o amplo processo de diluição do controle e por consequência, a substituição dos fundadores por administradores não proprietários, que passam a habitar o topo do mundo corporativo. Uma das consequências desta nova fase da estrutura de propriedade é a despersonalização dos proprietários, que se tornaram ausentes e passivos.

---

<sup>3</sup> *Benchmark*: pode ser entendido como o processo pelo qual uma empresa seleciona uma organização como referência no seu setor de atuação e mede seus resultados comparando-os a esta, de forma a superá-la em um horizonte de tempo designado.



Inúmeras ocorrências escancaradas na transição dos anos 1980 para 1990 expuseram os choques de interesse entre proprietários e gestores. Os escândalos corporativos englobavam resultados forjados, benefícios exorbitantes autoconcedidos pelos gestores contratados, acesso privilegiado a informações confidenciais de empresas, transações com partes relacionadas, cooptação de colegiados corporativos e assim por diante.

A alteração da estrutura das organizações foi seguida por uma pulverização de sua estrutura societária. De acordo com o exposto por Andrade e Rossetti (2009), cinco fatores podem ser elencados para explicação desta tendência: a constituição de grandes empresas em forma de sociedades anônimas; a abertura de capital de diversas empresas, com consequente listagem em bolsa de valores; o aumento do número de indivíduos participando do mercado de capitais; os processos sucessórios provocados pela morte dos fundadores das companhias e os processos de fusão de grandes companhias, que aumentam o número de acionistas porém diluem a participação de cada sócio no capital total.

Em meio aos inúmeros escândalos mencionados acima, três momentos praticamente simultâneos podem ser considerados como pilares da moderna governança. Tais momentos foram relevantes para a difusão global de boas práticas de governança corporativa. São eles: a edição do Relatório *Cadbury* na Inglaterra em 1992 através da definição de um Código de Melhores Práticas; o ativismo pioneiro de Monks em meados dos anos 1980 que tinha como motivação central “[...] levar o acionista para os conselhos das corporações, fazendo-o participante dos processos decisórios” (ANDRADE, ROSSETTI, 2009, p. 159) e a edição da primeira versão dos Princípios da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), que originaram-se dos elos entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações. Os Princípios da OCDE são ilustrados na figura a seguir:

**Figura 1** - Os princípios da OCDE: razões do interesse pelas boas práticas de governança



Fonte: Andrade e Rossetti (2017)

A disseminação de boas práticas de governança, entretanto, não foi suficiente para que os escândalos vistos na virada dos anos 1980 para 1990 não fossem repetidos no início dos anos 2000. Conforme o constatado por Tarantino (2008, p. 13, grifo nosso):

**“A história demonstrou que as melhorias na governança e *compliance* geralmente ocorrem como resultado de escândalos.** Quando o pêndulo se afasta muito para a auto-regulação, a liberdade de agir fora das regras prova ser irresistível. Os escândalos resultantes criam uma necessidade de incrementos na regulação. Em alguns casos, o pêndulo recua excessivamente sob a forma de excesso de regulação.”

Os primórdios do século XXI também foram marcados por escândalos e a resposta encontrada pelo Estado para a contenção de práticas danosas às companhias foi a adoção de leis mais duras para regulação do mercado, como verificado por Tarantino acima. Nos Estados Unidos a resposta aos escândalos foi dada em 2002 com a aprovação da lei Sarbanes-Oxley. Segundo Oliveira (2006, p. 3) a lei “[...] torna os executivos explicitamente responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia da estrutura de controles internos das companhias”. Como apontado por Andrade e Rossetti (2009, p. 196) “[...] a boa governança corporativa e as práticas éticas do negócio não são mais requintes – são leis”.

Os mercados também foram influenciados pelas mudanças em curso no ambiente corporativo das organizações. De acordo com Andrade e Rossetti (2009) um dos impactos da lei Sarbanes-Oxley nos mercados é a disposição dos investidores em pagar valores mais altos

por ações de companhias com sólidos sistemas de governança corporativa. Em contrapartida, empresas percebidas como não aderentes às práticas e valores de boa governança observaram o valor de suas ações cair drasticamente. O interesse dos investidores em avaliar as companhias desta forma deu origem a uma nova oportunidade: a criação de agências de *rating* destinadas a avaliar empresas quanto ao cumprimento de boas práticas de governança corporativa. Conforme Andrade e Rossetti (2009) o número destas agências em 2008 era superior a 20. A maior parte das agências abre seus resultados como forma de auxílio aos investidores, porém algumas destinam-se a dar assistência às organizações analisadas através da avaliação do *status* em relação às práticas recomendadas em documento confidencial.

Mesmo que inicialmente a governança corporativa tenha sido definida como um sistema voltado para companhias abertas de capital pulverizado, engana-se o indivíduo que ainda a percebe desta forma. Há um novo movimento que começa a surgir dentro da governança que visa dilatar a amplitude de implantação deste sistema. Segundo Souza (2005, p. 18):

Embora tenha surgido como elemento de sintonia entre a sociedade anônima e o mercado acionário, a governança corporativa não é instrumento exclusivo das companhias abertas, pois está ligada à ética e ao valor das empresas, questões concernentes a qualquer tipo de sociedade empresarial. [...] Nada impede, por isso, que os preceitos da governança corporativa sejam aplicados a uma sociedade empresarial, uma associação ou uma cooperativa, a uma entidade filantrópica ou com finalidade lucrativa, controlada por capital público ou privado.

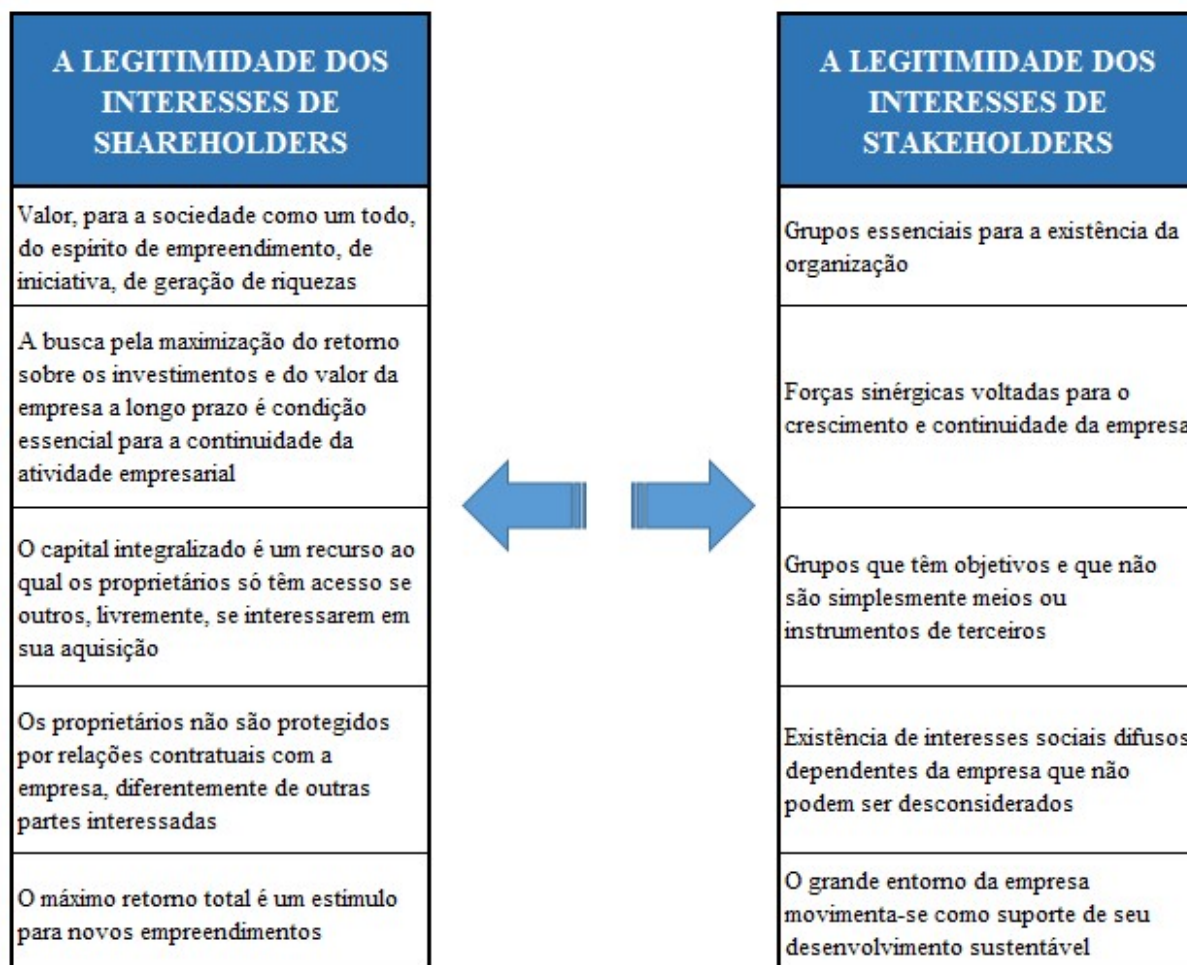
As mudanças observadas na governança corporativa nada mais são do que respostas às transformações no ambiente em que as organizações estão inseridas. Como sublinhado por Andrade e Rossetti (2009, p. 510) “os modos de governança das corporações não são imutáveis nem se desenvolvem no vácuo”. As sinalizações de mudanças indicam 4 tendências: convergência, adesão, diferenciação e abrangência. A convergência define-se como a inclinação que os diversos atores têm de adotar práticas de governança muito parecidas e padronizadas, a despeito de suas diferenças culturais, geográficas e econômicas. A adesão refere-se ao crescente número de companhias dispostas a adotar práticas de boa governança dentro de sua rotina organizacional, que parece ser incentivada pelo fato de que a adoção de tais práticas começa a se tornar um elemento diferenciador das empresas – 3ª tendência indicada. Por fim, a quarta tendência é uma resposta das companhias à força crescente das questões ambientais e sociais. De acordo com Andrade e Rossetti (2009) a abrangência passa a interessar as companhias a medida em que as mesmas percebem que para que se desenvolvam, devem desenvolver a sociedade a sua volta.

### 3.2.2 Objetivos

Para Andrade e Rossetti (2009) a multiplicidade de *stakeholders* - classificados pelos autores em acionistas, internos, externos e entorno – produz diversas proposições normativas sobre o objetivo das companhias. Porém, como destacado pelos mesmos, as variadas proposições podem ser resumidas a duas linhas orientativas gerais. A primeira propõe que a organização tem como fim último a satisfação dos interesses dos acionistas e a segunda a de todos os *stakeholders*.

Dentre as proposições acima mencionadas, Andrade e Rossetti (2009, p. 149, grifo nosso) apontam que “a tendência mundial é de convergência para *shareholders oriented*, mas com administração estratégica dos interesses dos demais *stakeholders*”. Embora haja esta tendência é importante salientar que uma não deslegitima a outra. Andrade e Rossetti (2009) discorrem sobre os argumentos de legitimação dos interesses de *shareholders* (acionistas) e *stakeholders*. A figura a seguir demonstra uma síntese dos argumentos:

**Figura 2** - Síntese dos argumentos de legitimação dos interesses de *shareholders* e *stakeholders*



Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2009, p. 123)

Como ressaltado por Andrade e Rossetti (2009) a tendência acima mencionada está alinhada com a maximização iluminada do valor proposta por Michael Jensen em 2001. Jensen (2001) aponta que se não houver uma troca de interesses com proprietários e as outras partes interessadas nas empresas, as mesmas ficarão tentadas a maximizar os retornos de curto prazo em detrimento dos de longo prazo, o que destruiria o valor das companhias.

### 3.2.3 Governança corporativa no mundo

Para Tarantino (2008) existem 3 modelos dominantes de governança corporativa em todo o mundo: o modelo anglo-americano, o modelo coordenado e o modelo de companhias familiares. O modelo anglo-americano é voltado prioritariamente aos interesses de acionistas,

dando menor ênfase aos interesses dos demais *stakeholders*. Este padrão se caracteriza por exigir inovação, lucros crescentes e companhias competitivas no mercado global. O modelo coordenado – presente principalmente na Europa e Japão – prioriza os interesses de *stakeholders*. A busca por lucros e inovação será vista como uma consequência natural do desenvolvimento das companhias, fazendo com que as mesmas não percam princípios éticos e morais como ocorre no modelo anglo-americano (TARANTINO, 2008). Por fim, o modelo de companhias familiares, mais comum na Ásia e América Latina, apresenta dificuldades com princípios como o de transparência, já que este tipo de prática é visto nestas áreas como uma exposição das estratégias do negócio e com poucos benefícios para as organizações em si.

Para o IBGC (2017) devido à multiplicidade de modelos existentes em cada país, torna-se inviável a caracterização de todos eles. No entanto, é possível que se divida os modelos de governança corporativa observados em diversos mercados globais em dois modelos predominantes: *outsider system* e *insider system*. Todos os demais padrões de desenvolvimento de práticas de governança corporativa deverão girar em torno destes dois modelos, com variações entre países.

Assim como o modelo anglo-americano descrito por Tarantino (2008), o padrão *outsider system* é voltado ao atendimento de interesses de acionistas. Outras características deste modelo são: estrutura de propriedade pulverizada, investidores institucionais com atuação frequente na direção das companhias em que investem, mercado de ações como estrutura essencial para o crescimento e financiamento das companhias e possibilidades reais de tomada de controle hostil<sup>4</sup>. Para o IBGC (2017) o *outsider system* é mais frequente nos Estados Unidos e Reino Unido.

Ainda segundo o IBGC (2017) o modelo predominante em localidades como a Europa Continental e Japão é o *insider system*, voltado para o reconhecimento dos interesses de *stakeholders*. Neste modelo observa-se uma maior ocorrência de acionistas com grande concentração de ações que atuam diretamente no comando das operações diárias da empresa. Além disso nota-se estruturas de propriedade mais concentradas do que as vistas em regiões em que o *outsider system* predomina. Embora o mercado de ações seja importante também para as companhias com modelos de governança corporativa como o *insider system*, observa-se que o mercado de dívida e títulos possui peso maior para o financiamento e crescimento

---

<sup>4</sup> Tomada de controle hostil é aquela em que a oferta pública de aquisição de ações (OPA) não possui consentimento prévio do conselho de administração ou do diretor executivo da companhia. Nesta modalidade, o comprador dirige sua oferta diretamente aos acionistas. É comum que se definam mecanismos de proteção contra tomada de controle (as chamadas *poison pills*) nos contratos sociais das empresas. Segundo o IBGC (2015, p.26) “[...] tais mecanismos têm por finalidade possibilitar que os administradores da sociedade negociem melhores termos e condições e busquem ofertas alternativas para a companhia, em benefício de todos os acionistas”.

destas empresas. Outras características do modelo de *insider system* são: companhias com controle familiar frequente e com grande incidência da presença do Estado como acionista relevante, presença de grandes conglomerados empresariais e investidores institucionais com menor relevância do que os observados no modelo de *outsider system*.

Para Andrade e Rossetti (2009, p. 334) “a extensa relação dos fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa está fundamentada, pelo menos, em quatro abordagens [...]” que se dividem entre o foco nos conselhos de administração, concentração de propriedade acionária e proteção de acionistas minoritários, fontes de financiamento predominantes e diferenças atribuídas às forças de controle internas e externas. As quatro abordagens citadas geraram dez fatores de diferenciação para a definição de 5 modelos de governança corporativa presentes em todo o mundo. De acordo com Andrade e Rossetti (2009) os modelos de governança corporativa são: anglo-saxão, alemão, japonês, latino-europeu e latino-americano. O quadro a seguir demonstra uma comparação entre os modelos desenvolvidos pelos autores:

**Quadro 1** - Síntese comparativa entre os modelos de governança corporativa

(continua)

<b>Características definidoras</b>	<b>Modelo anglo-saxão</b>	<b>Modelo alemão</b>	<b>Modelo japonês</b>	<b>Modelo latino-europeu</b>	<b>Modelo latino-americano</b>
<b>Financiamento predominante</b>	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	Indefinida	<i>Debt</i>
<b>Propriedade e controle</b>	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
<b>Propriedade e gestão</b>	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
<b>Conflitos de agência</b>	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-acionistas	Majoritários-minoritários	Majoritários-minoritários

**Quadro 1 - Síntese comparativa entre os modelos de governança corporativa**  
(conclusão)

<b>Características definidoras</b>	<b>Modelo anglo-saxão</b>	<b>Modelo alemão</b>	<b>Modelo japonês</b>	<b>Modelo latino-europeu</b>	<b>Modelo latino-americano</b>
<b>Proteção legal a minoritários</b>	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
<b>Conselhos de Administração</b>	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
<b>Liquidez da participação acionária</b>	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
<b>Forças de controle mais atuantes</b>	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
<b>Governança corporativa</b>	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
<b>Abrangência dos modelos de governança corporativa</b>	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 336)

As condições históricas em que cada modelo se desenvolveu são as causas de suas diferenças. O modelo anglo-saxão, presente nos Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália, apresenta dois fundamentos principais segundo Andrade e Rossetti (2009): a pulverização do controle acionário e a separação da propriedade e da gestão. Para Andrade e Rossetti (2009, p. 336) o modelo anglo-saxão é “[...] fortemente orientado para o mercado e também por ele monitorado”.



Fatores externos são os de maior impacto, sendo, para os Estados Unidos, a promulgação da lei Sarbanes-Oxley no início do século XXI, a mais relevante para a mudança das práticas de governança corporativa nas empresas. Já para Reino Unido, Canadá e Austrália a definição de seus princípios e práticas de governança deu-se através da constituição de comitês formados por grupos influenciadores do mercado (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

É importante ressaltar que a abordagem dominante na Austrália é a do *if not, why not*. Como a maioria das questões de governança corporativa não são reguladas por lei, a adoção das recomendações da *Australian Stock Exchange* (ASX) não é regra, mas sim uma escolha das companhias. Porém na hipótese de não alinhamento das práticas de governança corporativa das empresas com as recomendações do Conselho de Governança da ASX, as mesmas deverão explicar o motivo desta opção. Esta abordagem permite que o mercado decida se as diretrizes de governança corporativa adotadas por cada empresa são suficientes ou não. Uma eventual perda de valor de mercado da companhia demonstrará a necessidade da adoção de melhores práticas de governança em seus processos organizacionais. Cabe notar que a abordagem *if not, why not* é muito similar à de *comply or explain* determinada pelo Relatório Cadbury em 1992.

A Alemanha, ao contrário do visto no modelo anglo-saxão, apresenta estrutura acionária concentrada e com financiamento primordialmente de origem bancária. De acordo com Andrade e Rossetti (2009) os bancos desempenham papel relevante no comando das companhias e não possuem limites legais para sua participação acionária no capital das empresas. Em decorrência de suas peculiaridades históricas, tais como as guerras mundiais e hiperinflação dos anos 20, a governança corporativa alemã prioriza “[...] uma estrutura organizacional representativa de interesses plurais e gerida por decisões consensuais” (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 349). O modelo praticado tem evoluído, como se nota pela criação do *Neuer Markt* em 1997, opção para estimular investimentos de *venture capital*<sup>5</sup> que proporcionou 5 proteções diferenciadas aos investidores: apenas uma classe de ações com direito a voto, transparência nos atos de gestão, publicação trimestral de resultados e código de conduta em situações de tomada de controle.

Em virtude de fraudes constatadas nas empresas listadas no *Neuer Markt*, o mesmo foi encerrado em 2003. Entretanto, deste mercado derivam dois novos mercados distintos: o

---

<sup>5</sup> *Venture capital* é uma modalidade de investimento alternativa com vistas a desenvolver empresas nascentes por meio da compra de uma participação acionária.

Padrão Doméstico e o Padrão *Prime*, sendo este último influenciado diretamente pelas diretrizes implantadas pelo *Neuer Markt* (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

O modelo japonês de governança corporativa apresenta semelhanças com o sistema de governança visto na Alemanha. Os bancos também possuem grande representatividade no capital das companhias, com a diferença de que no Japão os mesmos possuem limites para sua participação acionária – podem chegar a possuir 5% do total de ações de uma empresa, de acordo com Andrade e Rossetti (2009).

A estrutura de propriedade japonesa guarda certas peculiaridades quando comparada a sistemas ocidentais. Uma das peculiaridades, segundo Andrade e Rossetti (2009), é a existência de ligações horizontais dos conglomerados de negócios – chamados *keiretsus*. Este tipo de estrutura permite que cada empresa do conglomerado possua em média 20% das ações de cada companhia presente no *keiretsu*.

Características como a separação entre os cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração e o caráter de aconselhamento do conselho são, segundo Andrade e Rossetti (2009), responsáveis pelo sentido de coletivo existente nas relações corporativas. Para Andrade e Rossetti (2009) o objetivo da governança corporativa no Japão é proporcionar segurança de longo prazo para a companhia, aliada a promover a consecução dos interesses de todos os *stakeholders* envolvidos.

Para Andrade e Rossetti (2009) a Ásia emergente, composta por países como China e Índia, sofreram influências ocidentais significativas em seu modelo de governança corporativa. As nações asiáticas apresentam número reduzido de integrantes no conselho de administração e inexistência de exigência de separação entre as funções de presidente executivo e de presidente do conselho. Ainda segundo os autores, mesmo que se verifique uma tendência de conformidade com os códigos de melhores práticas de governança corporativa na região, um país ainda resiste: China. Para Andrade e Rossetti (2009) a nação mais fechada dentre os países da Ásia emergente é também a mais afastada das práticas recomendadas. A China apresenta ainda grande influência de estatais na economia, que lideram 30 setores no país. Observa-se uma evolução recente neste cenário, com um número elevado de aberturas de capital no país. Espera-se que a posição como uma das principais economias do planeta possa levar a China a estimular a adoção de práticas de governança corporativa mais sólidas em seu território.

Espanha, França, Itália e Portugal compartilham o modelo latino-europeu de governança corporativa. Observa-se nestes países uma maior incidência de casos de expropriação, ou seja, conflitos de agência envolvendo acionistas majoritários e minoritários.

Esta tendência, segundo Andrade e Rossetti (2009), também se encontra no modelo latino-americano. Outra semelhança entre ambos os padrões de governança é a transição de modelos *shareholder oriented* para *stakeholder oriented*.

Para Andrade e Rossetti (2014, p. 374) “nos quatro países do grupo latino-europeu [...] a predominância de famílias controladoras já em terceira ou quarta geração, com bem arquitetados e rígidos acordos de acionistas, reflete-se na sobreposição da propriedade e da gestão”. Os autores ressaltam que além da sobreposição entre propriedade e gestão, países do bloco também concentram os cargos de CEO<sup>6</sup> e *Chairman*<sup>7</sup> na mesma pessoa.

Em virtude dos baixos índices de governança corporativa registrados nos países latino-europeus, quando comparados a outras nações desenvolvidas, algumas mudanças têm sido percebidas. Como listam Andrade e Rossetti (2014), as principais mudanças observadas são: edição de códigos de governança corporativa, esforços da União Europeia em padronizar a legislação aplicável ao mercado de capitais, abertura de capital de empresas familiares fechadas, criação de novos segmentos no mercado de capitais, redução de formas de concentração de poder, recomposição de conselhos de administração que passam a contar com a presença de conselheiros independentes e instituição de dispositivos voltados para a proteção de direitos dos minoritários. De acordo com Andrade e Rossetti (2014, p. 378):

As forças que têm conduzido estas mudanças são basicamente cinco: 1. o maior volume de investimentos estrangeiros nos mercados de capitais europeus e, reciprocamente, a procura por recursos em mercados externos pelas empresas europeias, de que são exemplos as emissões de ADRs nos Estados Unidos; 2. fusões internas e interfronteiras; 3. reformas nos institutos legais; 4. pressões de investidores institucionais e de minoritários; 5. reações dos mercados após a crise financeira mundial que eclodiu em 2008.

O último modelo de governança corporativa descrito por Andrade e Rossetti (2009) é o modelo latino-americano, que como o próprio nome define, é observado na região da América Latina. Os autores destacam 8 características fundamentais das corporações desta região que impactam diretamente no nível de governança corporativa praticado pelas companhias que nela estiverem inseridas. As características são: grande número de privatizações, especialmente a partir dos anos 90, que diferentemente do que se pensava não foram capazes de desenvolver o mercado de capitais; elevado grau de concentração patrimonial; presença de grandes conglomerados corporativos, reestruturação dos sistemas financeiros que reduziu a participação estatal e elevou a participação dos bancos

---

<sup>6</sup> Sigla do inglês para “*Chief Executive Officer*” ou presidente executivo da companhia.

<sup>7</sup> Equivalente, no português, de presidente do conselho de administração.

internacionais; integração dos mercados latino-americanos com mercados globais; a limitação dos mercados de capitais; fundos de pensão e fundos de investimento como principais investidores institucionais na região e tradições jurídicas que recebem influência do Código Civil francês.

As características acima citadas compõem a base da governança corporativa nos países latino-americanos. Como ressaltado por Andrade e Rossetti (2014), mesmo que as nações que fazem parte deste bloco apresentem grandes disparidades culturais e econômicas, as mesmas guardam semelhanças em seus processos de governança e estrutura empresarial. Para Andrade e Rossetti (2014) as semelhanças mais relevantes giram em torno do financiamento ter como fonte primordial os exigíveis de longo prazo, a forte concentração acionária, a presença predominante de companhias de controle familiar, a sobreposição entre propriedade e gestão e o estágio inicial em que se encontra a adesão de companhias a boas práticas de governança corporativa.

Vale ressaltar que, além da reduzida quantidade de companhias de capital aberto na região, a concentração das negociações desses mercados é muito alta, girando em torno de um número reduzido de empresas. Soma-se a isto a concentração do capital de controle, que afeta a liquidez dos mercados, diminuindo-a. Para Andrade e Rossetti (2009) a concentração do capital de controle no Brasil é impulsionada pela alta proporção de lançamento de ações sem direito a voto.

Em 2011 a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) desenvolveu um conjunto de recomendações para aperfeiçoamento dos sistemas de governança corporativa dos países latino-americanos. Segundo Andrade e Rossetti (2014, p. 389):

A totalização das indicações sugere que a maior parte das recomendações não está centrada na produção de demonstrações confiáveis e na prestação responsável de contas. Está na transparência, no senso de justiça e, mais fortemente, na conformidade com as proteções da lei aos acionistas minoritários e na geração de novos institutos reguladores.

Embora não seja factível a determinação das características dos modelos de governança corporativa praticados em cada país ou região, a presente seção dedicou-se a apresentar diversas visões a respeito do tema, indicando padrões descritos por diferentes autores. A seguir, uma descrição mais aprofundada do ambiente de governança corporativa brasileiro será exposto de forma a prover uma visão mais ampla do cenário em que se inserem as companhias que serão objeto de estudo do presente trabalho.

### 3.2.4 Governança corporativa no Brasil

Segundo o IBGC (2017) o modelo de governança corporativa aplicado no Brasil aproxima-se do *insider system*. Este modelo implica a predominância de propriedade concentrada, a utilização da dívida como principal instrumento de financiamento das companhias, grande número de empresas familiares e controladas pelo Estado e forte tendência a desconsiderar os interesses de *stakeholders* na composição de seus objetivos.

Para Silveira (2002) a concentração da propriedade no Brasil se dá principalmente através da alta concentração de ações com direito a voto. Isto deriva, segundo o autor, da quase inexistência de companhias com capital pulverizado, ponto que diferencia o modelo brasileiro das estruturas de propriedade observadas no modelo anglo-saxão de governança corporativa. Como ressaltado por Black, De Carvalho e Sampaio (2014) observa-se no país que embora os acionistas controladores possuam a maioria das ações com poder de voto, as mesmas muitas vezes não representam a maioria do capital total da empresa. Outro fator relevante é a existência de companhias com emissão, no mercado de capitais, de ações exclusivamente ordinárias<sup>8</sup> que representam a minoria de seu capital. Como exemplo se pode citar a estrutura de propriedade da Magazine Luiza S/A, tradicional empresa do setor varejista, que reserva apenas 35,54% de suas ações para negociação no mercado (B3, 2017).

Pesquisa desenvolvida pela DELOITTE (2015) e pela KPMG e ACI INSTITUTE (2017) reforçam o verificado pela literatura a respeito da concentração de empresas com controle familiar no Brasil. De acordo com dados da pesquisa desenvolvida pela Deloitte, 33% das companhias participantes da pesquisa possuíam este tipo de estrutura societária. Os resultados obtidos pela KPMG e ACI INSTITUTE (2017) demonstram a presença de 36% de empresas de controle familiar listadas no segmento de Novo mercado na Bolsa de Valores de São Paulo, 43% no segmento Nível 2, 46% no segmento Nível 1 e 24% no segmento Tradicional. Segundo Silveira (2002, *apud* Andrade e Rossetti, 2009, p. 467):

[...] A pulverização [do capital] só ocorre mediante aperfeiçoamentos da estrutura legal, que acarretem maior proteção aos acionistas não controladores. Só que, nos países com fraca proteção legal, o aperfeiçoamento das leis diminuiria os benefícios privados dos acionistas controladores, levando a maior transferência de riqueza para os minoritários. Mas como os acionistas controladores possuem maior poder de persuasão políticos nesses países e não parecem apoiar as reformas legais para a maior proteção aos minoritários, a concentração da propriedade acionária tende a permanecer.

---

<sup>8</sup> Ações ordinárias são ações que concedem direito a voto a seu titular.

Para Silveira (2002) outro fator de relevância nas práticas de governança corporativa adotadas por empresas brasileiras é o predomínio do conflito de agência deslocado para a disputa entre acionistas controladores e minoritários, que decorre principalmente do frágil aparato legal voltado a proteção aos acionistas. Este conflito acaba por mitigar os benefícios do envolvimento direto de acionistas na administração da empresa, já que acionistas com maioria do poder de voto acabam por definir estratégias para a companhia que nem sempre virão ao encontro dos interesses de todos os outros acionistas.

Como argumenta Silveira (2002) a presença de acionistas controladores na direção de companhias brasileiras incorre na falta de independência dos conselhos de administração das mesmas. Em empresas familiares observa-se que somente a minoria do conselho de administração é composto por profissionais, sendo o restante formado por indicados dos controladores, por laços familiares ou pessoais, sem experiência profissional na área. A composição dos conselhos por maioria de indivíduos externos e não profissionais prejudica o funcionamento destas estruturas dentro das companhias, pois os conselheiros não obtêm o acesso às informações das empresas na medida necessária para o desempenho de suas funções (SILVEIRA, 2002). Segundo dados da pesquisa da KPMG e ACI INSTITUTE (2017) cerca de 54% das empresas listadas no segmento de Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo apresentavam relações familiares na composição do conselho de administração. As empresas listadas no nível Tradicional apresentaram uma incidência de 40% no mesmo indicador. Cabe notar que o segmento de Novo Mercado é considerado o de nível mais avançado nas práticas de governança corporativa.

Embora a tendência internacional seja a de separação dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho, dados da DELOITTE (2015) apontam que em 2015 em torno de 30% dos respondentes afirmaram possuir a concentração destes dois cargos na estrutura organizacional de suas empresas. De acordo com pesquisa desenvolvida pela KPMG e ACI INSTITUTE (2017) em 2016 cerca de 29% das empresas listadas no nível Básica da Bolsa de Valores de São Paulo ainda concentravam os cargos de CEO e *Chairman* na mesma pessoa.

Diversas alterações no ambiente econômico brasileiro nos anos 90, segundo Silveira (2002), foram determinantes para a maior busca das companhias por financiamento através do mercado de capitais. Segundo Andrade e Rossetti (2009) as principais mudanças foram: elevado número de privatizações, que diminui o papel empreendedor do Estado; quebra de barreiras de entrada e abertura dos mercados, que expôs a indústria nacional acostumada com o protecionismo estatal à competitividade dos mercados globais; movimento de grandes

fusões e aquisições, em volume equivalente às privatizações e o aumento da produtividade industrial. A necessidade de financiamento de origem do setor privado tem pressionado as empresas a adotarem melhores práticas de governança corporativa “principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do Conselho de Administração” (SILVEIRA, 2002, p. 33).

Segundo Silveira (2002) os fatos mais relevantes para a evolução da governança corporativa no país são:

- A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) nos anos 90;
- A promulgação da lei 10.303 de 2001 (conhecida como Nova Lei das S/A);
- A criação dos novos níveis de governança corporativa para listagem na Bolsa de Valores de São Paulo (B3);
- O estabelecimento de novas regras de limites de aplicação dos recursos de fundos de pensão;
- A exigência do BNDES de adesão a boas práticas de governança corporativa como critério para concessão de financiamentos.

Segundo Andrade e Rossetti (2014) o IBGC foi criado com o objetivo de promover a formação de profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração, que na época cumpriam apenas formalidades legais e burocráticas. Com o passar do tempo, o órgão alterou seu propósito de forma a contribuir para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil.

A Lei 10.303 de 2001, conhecida como Nova Lei das S/A, alterou e acrescentou dispositivos à Lei 6.404 de 1976. Andrade e Rossetti (2014) destacam em sua obra as principais mudanças trazidas pela lei, dentre elas ressaltamos as seguintes: a diminuição do limite de emissão de ações preferenciais de 2/3 (aproximadamente 66%) para 50%, a reafirmação das vantagens concedidas à acionistas detentores de ações sem direito a voto, a definição de atribuições gerais para o conselho de administração, a adição do poder de controle como finalidade específica do acordo de acionistas, estabelecimento de *tag along*<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> *Tag along*: mecanismo que visa proteger acionistas minoritários em caso de mudança no controle das companhias. Este dispositivo, na Lei 10.303/2001, define que o preço a ser pago em oferta pública de ações aos acionistas minoritários deve corresponder a, no mínimo, 80% do valor, por ação, pago aos acionistas que alienaram o bloco de controle.

em no mínimo 80% e o estabelecimento da arbitragem interna como mecanismo de solução de conflitos entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários.

De acordo com Silveira (2002) o estabelecimento de novas regras para aplicação de recursos de fundos de pensão é extremamente relevante para o desenvolvimento da governança corporativa no país, dado que a mesma admite limites maiores – que podem chegar a 60% do patrimônio do fundo - para aplicação em ações emitidas por companhias listadas nos novos segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo. Para Silveira (2002) esta medida é um estímulo adicional para a listagem das companhias nos níveis diferenciados da B3, dado o volume considerável de ativos que este tipo de investidor administra. Outro fator para estímulo ao investimento em companhias listadas nos segmentos especiais da Bolsa de Valores de São Paulo é o desempenho do IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) – índice criado pela B3 para medir o desempenho médio das cotações dos ativos listados nesses novos segmentos – que vem apresentando resultados melhores do que o Ibovespa nos últimos anos.

Para Andrade e Rossetti (2014) as pressões externas e internas para mudanças nas práticas de governança corporativa adotadas no Brasil ainda não foram suficientes para alterar certos padrões que definem as estruturas organizacionais que se observam no país. Segundo Andrade e Rossetti (2014) o país está imerso em um círculo vicioso de raízes históricas em que a baixa adesão às boas práticas de governança corporativa é explicada pela estrutura de propriedade concentrada das empresas, que permite a existência de oportunismos e que promove um descolamento entre o valor patrimonial da companhia e seu valor de mercado; pela baixa demanda de investidores por ações, devido à um ambiente hostil e com poucas proteções legais; e pelo mercado acionário, que devido aos poucos incentivos para abertura de capital das empresas, conta com um número de companhias negociadas em bolsa que apresentam baixa liquidez e baixo valor de mercado quando comparadas ao mercado internacional. Para Andrade e Rossetti (2014) estes três fatores têm como consequência uma economia nacional que gera custos de capital muito altos, com crescimento econômico sacrificado e com reduzida expressão do mercado de capitais no sistema financeiro como um todo. Silveira (2002) considera que o país apresenta um círculo vicioso de governança corporativa advindo de diversos fatores, como especifica a figura abaixo:



**Figura 3 - O círculo vicioso da governança corporativa no Brasil**



Fonte: Silveira (2002, p. 39)

A pesquisa desenvolvida pela DELOITTE (2015) demonstra uma considerável melhora nos índices de governança corporativa no período 2013-2015, porém com ações ainda restritas quanto à gestão de riscos nas empresas. Como afirmam os pesquisadores responsáveis pela elaboração do relatório:

Na prática, observando os resultados, é possível concluir que as dimensões com as quais as empresas estão mais envolvidas são as relacionadas a diretrizes estratégicas, plano de negócios e processos e sistemas – uma clara resposta às atuais pressões do mercado. Supervisão e controle também surge como destaque, em referência ao cenário de demanda por transparência e ética nos negócios. Comunicação e informação foi a dimensão que mais cresceu no período, reforçando a conclusão de que as questões relativas à ética e transparência foram as que mais apresentaram avanço entre as organizações (DELOITTE, 2015, p. 22).

Para Andrade e Rossetti (2014), os avanços são pouco relevantes, porém em contrapartida também não se observam retrocessos quanto à questão da governança corporativa no Brasil. Instituições reguladoras começam a alterar suas posturas frente ao assunto, promovendo melhor adequação das leis às exigências de um mercado cada vez mais atento a esta questão. Por outro lado, ainda se vê resistência por parte das companhias principalmente no que tange à pulverização do capital. Outra questão ainda em discussão é a baixa eficácia dos conselhos de administração, ainda pouco independentes e sem real influência dentro das organizações. Segundo Andrade e Rossetti (2014, p. 519) a reversão

dessa situação, embora lenta, será baseada “[...] em pilares que se reforçam mutuamente – a segurança dos investidores, a valorização das empresas, o desenvolvimento do mercado de capitais, o crescimento e a dinamização econômica do país”.

#### 3.2.4.1 *SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3*

A B3 – Brasil, Bolsa, Balcão é a bolsa de valores oficial do Brasil. Surgiu em decorrência da fusão no ano de 2017 da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA S.A.) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP S.A.). Com a fusão, a B3 passa a ser a quinta maior bolsa do mundo com patrimônio de aproximadamente 13 bilhões de dólares (MOREIRA, 2017).

Até dezembro de 2000 havia somente um segmento de listagem na Bolsa de Valores de São Paulo: o tradicional. Em resposta às pressões externas, decorrentes de escândalos envolvendo grandes corporações norte-americanas, três novos segmentos foram implantados: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. De acordo com Andrade e Rossetti (2009) os segmentos Nível 1 e 2 são voltados a empresas já negociadas no mercado tradicional, já o Novo Mercado seria direcionado preferencialmente a companhias que desejam abrir capital.

A inauguração dos novos segmentos foi importante pois as leis que disciplinavam o mercado até o momento não tinham como objetivo definir condições sólidas para a governança, mas sim manter o *status quo* (ANDRADE; ROSSETTI, 2014). Em suma as leis dedicavam-se a: atender a necessidade de financiamento das companhias através da emissão de ações no mercado sem que isso afetasse o controle dos grupos familiares no comando das organizações, criar um mercado para compra e venda de ações e manter o órgão regulador do mercado sob o controle do Estado (ANDRADE; ROSSETTI, 2014).

Seguindo tendências das bolsas de Londres, Toronto e Madrid, a Bolsa de Valores de São Paulo ampliou em 2005 as opções de listagem ao implantar um novo segmento: o Bovespa Mais. De acordo com Andrade e Rossetti (2014, p. 457)

A iniciativa foi respaldada, de um lado, pelo aquecimento do mercado acionário primário no Brasil e pelo crescente número de empresas que abriram o seu capital com ingresso no Novo Mercado e no Nível 2; de outro lado, pelo número, também crescente, de empresas que tem anunciado oficialmente seu interesse em abrir o capital. Trata-se, como regra, de empresas fechadas bem-sucedidas, comprometidas com boas práticas de governança, cujos acionistas pretendem alienar parcialmente investimentos maturados e, assim, criar condições para crescimento dos negócios. A expectativa é que a flexibilização para acesso dessas empresas ao mercado abre

perspectivas para sua futura listagem no Novo Mercado.

Posteriormente, em 2014, um novo segmento de listagem foi inaugurado pela Bolsa de Valores de São Paulo: o Bovespa Mais Nível 2. Segundo a BM&FBOVESPA (2014) este segmento assemelha-se muito ao Bovespa Mais pois também está voltado para empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa. O diferencial do segmento é a possibilidade de emissão de ações preferenciais, além de ordinárias, o que não é possível no nível Bovespa Mais.

Segundo Mifano e Santana (2006, *apud* Ramos, 2008) muitas companhias não recebiam o devido reconhecimento pela qualidade de sua governança corporativa antes da inauguração do segmento de Novo Mercado. Para o autor, a falta de reconhecimento se dava pelo fato de que as empresas se encontravam misturadas a organizações que adotavam práticas inadequadas de governança corporativa o que gerava desinteresse por parte do investidor e desestimulava novas companhias a abrir capital. De acordo com Andrade e Rossetti (2009) um dos objetivos da inauguração dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo é justamente indicar ao mercado empresas comprometidas com boas práticas de governança, através do monitoramento dos atos da administração e do equilíbrio entre os direitos de todos os acionistas (controladores e minoritários).

A adesão aos novos segmentos é voluntária e se dá a partir da assinatura do Contrato de Adesão envolvendo controladores, conselho de administração, diretoria executiva e a própria BM&FBOVESPA. A assinatura do contrato de adesão implica na adoção dos padrões exigidos no Regulamento de Listagem de cada segmento e, por ser um processo voluntário, adiciona obrigações vão além das disposições legais.

De acordo com Andrade e Rossetti (2009, p. 440, grifo do autor) “o ponto-chave exigido para a listagem das empresas nesses segmentos diferenciados de mercado é a **maior proteção** e, como decorrência esperada, a **maior presença do investidor minoritário no mercado**”. Para os autores, a elevação do número de investidores aumenta a liquidez no mercado, o que pode adicionar robustez ao mercado de capitais, trazendo benefícios para todos os envolvidos.

A seguir, apresenta-se as principais características de cada segmento de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo:

## a) Nível 1

Empresas listadas no Nível 1, de acordo com a BM&FBOVESPA (2017a), devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Algumas condições exigidas para listagem no segmento diferenciado de governança corporativa Nível 1 adicionais à legislação:

- Reserva de, no mínimo, 25% do capital social da empresa para negociação no mercado de capitais, o chamado *free float*;
- Divulgar nas notas explicativas das Informações Trimestrais (ITR), além das informações exigidas por lei, nota sobre transações com partes relacionadas;
- Informar no Formulário de Referência a posição acionária por tipo e classe de todo aquele que detiver 5% ou mais do capital social da companhia;
- Divulgação dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado e quantidade de ações em circulação, por tipo e classe;
- Estabelecimento de mecanismos que promovam maior dispersão acionária em ofertas públicas de distribuição de ações;
- Divulgação de Calendário Anual contendo informações a respeito de atos e eventos societários além do cronograma de divulgação de informações financeiras programadas para o ano civil seguinte;
- Reunião pública com analistas para divulgação de informações quanto à situação econômico-financeira, projetos e perspectivas da companhia;
- Elaboração e divulgação de Política de Negociação de Valores Mobiliários de emissão da companhia;
- Elaboração e divulgação de Código de Conduta contendo valores e princípios que orientem a companhia;
- Proibição de emissão de partes beneficiárias<sup>10</sup>;
- Vedação à acumulação de cargos entre CEO e *Chairman*;
- Conselho de administração composto por no mínimo 3 membros.

---

<sup>10</sup> Segundo art. 46 da Lei das S/A partes beneficiárias são títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social que conferem aos seus titulares direito de participação nos lucros da companhia, quando houver (BRASIL, 1976).

## b) Nível 2

O segmento Nível 2 da Bolsa de Valores de São Paulo compromete-se a atender, além dos compromissos exigidos para listagem no Nível 1, os seguintes requisitos:

- Em caso de oferta pública de ações, o preço pago por ação aos ordinaristas deve ser equivalente ao pago aos acionistas controladores. Acionistas preferenciais terão o direito de receber 80% do preço pago por ação aos ordinaristas e acionistas controladores;
- Exigência de conselheiros independentes na composição do conselho de administração (no mínimo 20%);
- Ações preferenciais conferirão direito de voto, no mínimo, nas seguintes matérias: a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; b) aprovação de contratos entre a companhia e acionista controlador ou outros em que haja conflito de interesses; c) avaliação de bens destinados a aumento de capital; d) escolha da empresa contratada para determinação do valor econômico da companhia, quando do fechamento de capital e e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências impostas pelo direito ao voto de acionistas preferenciais;
- O conselho de administração deverá divulgar parecer prévio fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição de ações que tenha por objeto as ações de emissão da companhia;
- Divulgação de demonstrações financeiras traduzidas para o inglês;
- Conselho de administração formado por no mínimo 5 membros.

## c) Novo Mercado

O segmento Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo foi inaugurado em 2000 e destina-se a empresas que busquem padrão de governança corporativa altamente diferenciado. De acordo com Andrade e Rossetti (2014) este segmento é voltado preferencialmente para empresas que desejam abrir capital, companhias com no mínimo 500 acionistas e que possuam somente ações ordinárias e empresas de capital aberto que possam converter suas ações preferenciais em ordinárias.

O regulamento de listagem deste segmento já passou por revisões em 2006 e 2011, com vistas a adequar-se ao ambiente externo que passou a exigir níveis mais elevados de

governança corporativa com o passar do tempo (BM&FBOVESPA, 2017b). Em junho de 2017 nova proposta de alteração do regulamento de listagem foi apresentada pela BM&FBOVESPA em audiência restrita às companhias listadas no segmento de Novo Mercado. A audiência foi realizadas em duas partes, sendo a primeira destinada a votação de pontos base do novo regulamento, tais como “regras sobre ações em circulação, dispersão acionária, conselho de administração, saída do segmento, reorganização societária, fiscalização e controle, empresas pré-operacionais, entre outras” (CARRANÇA, 2017). A segunda parte da audiência destinou-se à votação de 4 pontos que foram votados em separado. Segundo Carrança (2017), os pontos votados em separado foram:

- Criação de obrigação de avaliação da administração: aprovado por 61 votos favoráveis;
- Exigência de realização de OPA<sup>11</sup> por aquisição de participação relevante: rejeitado por 52 votos contrários;
- Obrigação de divulgação de relatório socioambiental: rejeitado por 50 votos contrários;
- Aumento do quórum de saída do Novo Mercado de 33% para 50%: rejeitado por 67 votos contrários.

As condições impostas às companhias para listagem no segmento de Novo Mercado são as mesmas presentes no regulamento de listagem do segmento Nível 2 acrescidos dos seguintes itens:

- Vedação à emissão de ações preferenciais: o capital social da companhia deverá ser composto exclusivamente por ações ordinárias;
- Quando da ocorrência de oferta pública de ações, o preço pago por ação a acionistas controladores deve ser estendido a todos os outros acionistas da companhia.

Com as alterações aprovadas em junho de 2017, o regulamento do Novo Mercado passa a vigorar em janeiro de 2018. Algumas das alterações aprovadas foram:

- Possibilidade de *free float* em 15% em casos em que a companhia possua volume financeiro médio diário de negociação de suas ações no mercado de no mínimo R\$ 25 milhões;

---

<sup>11</sup> OPA – oferta pública de aquisição de ações.

- Mínimo de 3 membros para composição do conselho de administração, mantendo a proporção de 20% de conselheiros independentes;
- Dispensa de exigência de esforços de dispersão acionária em casos de oferta pública de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos;
- Divulgação em inglês, além dos relatórios em português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e *press release* de resultados;
- Possibilidade de realização da reunião pública anual através de meios eletrônicos (participação a distância);
- Determinação de conteúdo mínimo para composição do código de conduta da companhia;
- Obrigatoriedade de instalação de comitê de auditoria, auditoria interna e setor de *compliance*.

#### d) Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2

Ambos os segmentos, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, são voltados para empresas que desejam abrir capital de forma gradativa. As regras de listagem para ambos os segmentos são compatíveis com o Novo Mercado, sendo o Bovespa Mais Nível 2 diferenciado pois permite emissão de ações preferenciais, algo não permitido no Novo Mercado.

Companhias listadas nesses segmentos tendem a migrar naturalmente para o Novo Mercado ou Nível 2 “[...] à medida que diversificam sua base acionária ao realizar novas ofertas públicas de ações, embora tal migração não seja obrigatória” (BM&FBOVESPA, 2014, p. 4). De acordo com o objetivo de acesso gradual ao mercado de capitais, os segmentos não exigem *free float* mínimo, sendo, porém, obrigatório a manutenção do mínimo de 25% de ações em circulação após 7 anos de listagem.

O perfil das companhias listadas nos segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 é de empresas que desejam efetuar distribuições de ações concentradas em um grupo de investidores com *know how* sobre os setores de atuação das mesmas e que procurem construir relacionamento duradouro com investidores para posterior distribuição pública de ações. Segundo a BM&FBOVESPA (2014, p. 5) companhias listadas no segmento Bovespa Mais Nível 2 procuram também “realizar captação de recursos em volumes inferiores aos usualmente captados, mas que sejam suficientes para financiar seus projetos de crescimento”.

Alguns dos requisitos para listagem nos segmentos são:

- Não ter partes beneficiárias;
- Mandato de 2 anos dos membros do Conselho de Administração;
- *Tag along* de 100% para todos os acionistas;
- Em caso de saída do segmento ou de cancelamento do registro de companhia aberta, realização de OPA de ações em circulação, no mínimo pelo valor econômico;
- Solução de conflitos societários através da adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM);
- Divulgação de calendário anual de eventos corporativos;
- Divulgação de transações com partes relacionadas nas notas explicativas das Informações Trimestrais;
- Divulgação no Formulário de Referência de todo e qualquer acionista, administrador ou controlador que detiver mais de 5% do total de ações da companhia;
- Divulgação de posição acionária e negócios com ações da empresa efetuados pelos acionistas controladores em bases mensais.

### **3.2.5 Quadro Comparativo**

Para melhor visualização das condições para listagem nos diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo, disponibilizamos abaixo quadro resumo contendo as principais regras:



**Quadro 2 - Resumo dos critérios para listagem nos diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo**

(continua)

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
			(até 28/12/2017)	(a partir de 02/01/2018)			
<b>Capital Social</b>	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON		Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	
<b>Percentual mínimo de ações em circulação (free float)</b>	25% a partir do 7º ano de listagem		25%	25% ou 15%, caso o ADTV (average daily trading volume) seja superior a R\$ 25 milhões	25%		Não há regra específica
<b>Ofertas Públicas de Distribuição de ações</b>	Não há regra específica		Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária		Não há regra específica
<b>Vedação a disposições estatutárias</b>	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"			Não há regra específica	
<b>Composição do conselho de administração</b>	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
<b>Vedação à acumulação de cargos</b>	Não há regra específica		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		Não há regra específica

**Quadro 2 - Resumo dos critérios para listagem nos diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo**

(continuação)

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
			(até 28/12/2017)	(a partir de 02/01/2018)			
<b>Obrigações do conselho de administração</b>	Não há regra específica		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	
<b>Demonstrações financeiras</b>	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	
<b>Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português</b>	Não há regra específica		Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	
<b>Reunião pública anual</b>	Facultativa		Obrigatória (presencial)	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)		Facultativa

**Quadro 2 - Resumo dos critérios para listagem nos diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo**

(continuação)

	<b>Bovespa Mais</b>	<b>Bovespa Mais Nível 2</b>	<b>Novo Mercado (até 28/12/2017)</b>	<b>Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Tradicional</b>
<b>Calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório						Facultativo
<b>Divulgação adicional de informações</b>	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado;</li> <li>• Código de conduta (com conteúdo mínimo);</li> <li>• Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração;</li> <li>• Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário.</li> </ul>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra

**Quadro 2 - Resumo dos critérios para listagem nos diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo**

(continuação)

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
			(até 28/12/2017)	(a partir de 02/01/2018)			
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON		100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
<b>Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)</b>	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável	
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatória					Facultativa	
<b>Comitê de Auditoria</b>	Facultativo			Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo		

**Quadro 2 - Resumo dos critérios para listagem nos diferentes segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo**

(conclusão)

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
			(até 28/12/2017)	(a partir de 02/01/2018)			
<b>Auditoria interna</b>		Facultativa		Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento		Facultativa	
<b>Compliance</b>		Facultativo		Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais		Facultativo	

Fonte: BM&FBOVESPA (2017c)

### 3.3 A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO

De acordo com Bøhren e Ødegaard (2003, p.8, *apud* Silveira 2004, p. 64) as pesquisas orientadas para a busca de evidências da relação entre governança corporativa e desempenho podem ser classificadas de acordo com suas relações de causalidade (sendo em sentido único ou duplo) e seus mecanismos de governança (exógenos ou endógenos). Ainda de acordo com Bøhren e Ødegaard (2003, *apud* Silveira 2004, p. 65), a maioria das pesquisas adotam premissas em que os mecanismos de governança são variáveis exógenas e em que as relações de causalidade apresentam sentido único, partindo da governança corporativa para o desempenho.

São possíveis, de acordo com esta classificação, os seguintes arranjos:

- Relações de causalidade em sentido único com mecanismos de governança endógenos – de acordo com Silveira (2004, p. 65) essa forma de estudo é similar à descrita acima, diferindo-se pelo fato de entender a concentração de propriedade como consequência do ambiente contratual da empresa, o que a torna um mecanismo de governança endógeno;
- Relações de causalidade em sentido duplo com mecanismos de governança exógenos – segundo Bøhren e Ødegaard (2003, p.9, *apud* Silveira 2004, p. 65) este tipo de estudo torna-se inviável devido à impossibilidade de “modelar uma relação de causalidade em sentido duplo sem considerar ao menos um mecanismo de governança como endógeno em relação ao desempenho; e
- Relações de causalidade em sentido duplo com mecanismos de governança endógenos – pesquisas orientadas para este arranjo, segundo Silveira (2004, p.65) “[...] estimam os coeficientes dos mecanismos de governança corporativa e das variáveis de desempenho por meio de sistemas de equações simultâneas [...]”.

Os estudos da relação entre governança corporativa e desempenho foram separados por Silveira (2004) em quatro grupos: estrutura de propriedade e desempenho, presença de grandes acionistas controladores e desempenho, conselho de administração e desempenho e qualidade da governança corporativa e desempenho. Citando inúmeros estudos, Silveira (2004) observa que o resultado predominante nas pesquisas que procuraram relacionar

estrutura de propriedade e desempenho é de que estas variáveis não apresentam relação estatisticamente significativa.

Acerca de estudos relacionando presença de grandes acionistas controladores e desempenho, Silveira (2004) observa que a existência dos mesmos pode acarretar consequências positivas e negativas. Dentre os efeitos positivos, encontra-se o efeito-incentivo que se baseia na hipótese de que quanto maior a participação do acionista no capital da empresa, maior será seu interesse no desempenho corporativo e maximização do valor da companhia. Entretanto, ao aumentar o poder de controle de acionistas, os mesmos passarão a perseguir interesses próprios em detrimento dos interesses dos demais investidores.

A relação entre grandes acionistas controladores e desempenho foi testada por Silveira (2004) e embora seus resultados tenham apontado relações inconsistentes, “quando CON<sup>12</sup> foi tratada como variável endógena, os resultados sugeriram que uma maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador tende a ser associada com menor valor corporativo e com pior desempenho operacional da companhia” (SILVEIRA, 2004, p.183). Correlação negativa também foi encontrada em pesquisas destinadas a verificar a relação entre proporção de membros externos do conselho de administração e desempenho corporativo, conforme salienta Silveira (2004). A composição do conselho de administração com maioria de membros externos já havia sido discutida em Silveira (2002).

O objetivo fim dos estudos sobre governança corporativa é verificar a relevância da qualidade da governança para o desempenho das companhias. Como forma de mensurar esta relevância, recentes estudos têm construído índices de governança corporativa que comparam, através de um denominador comum, múltiplas empresas (SILVEIRA, 2004). Silveira (2004) cita estudos com companhias da Rússia (que indicaram relação positivas entre qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das companhias), de países emergentes (que também encontraram correspondências positivas entre qualidade da governança corporativa e desempenho operacional e valor de mercado das empresas), da Noruega (com resultados conflitantes ao substituir o método matemático para cálculo dos resultados) e da Coreia do Sul.

Para Silveira (2004) há um subdesenvolvimento na teoria de governança corporativa, o que corrobora para a ausência de modelos formais de mensuração dos impactos da adoção de melhores práticas de governança no desempenho e no valor das companhias. De acordo com

---

<sup>12</sup> CON – sigla utilizada por Silveira (2004) para referir-se à variável correspondente ao percentual de ações ordinárias em posse do controlador.

Silveira (2004) o fato de inúmeros estudos construídos a partir deste viés não apresentarem resultados conclusivos, também é consequência da ausência destes modelos formais.



## 4 OBJETIVOS

### 4.1 OBJETIVO GERAL

Apurar o desempenho de empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) comparativamente às companhias listadas no segmento Tradicional de forma que se possa verificar se a adoção de padrões elevados de governança produz resultados financeiros às empresas que decidam adotá-los, principalmente durante períodos de crise econômica, como a vivenciada pelo Brasil após 2013.

### 4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Com vistas a atingir o objetivo geral acima exposto, o presente estudo compromete-se com os seguintes objetivos específicos:

- a) determinar o Retorno sobre o Ativos (ROA) e o *Market-to-Book Value* de empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3);
- b) analisar e comparar os indicadores supracitados entre as empresas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 e as listadas no segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo;
- c) verificar se há diferença significativa nos indicadores para estes dois grupos de teste quando analisados em 2 períodos temporais diversos.

## 5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo desenvolvido será baseado em testes de comparação entre grupos de amostras independentes (Teste T). Serão utilizados dados para análise estatística com base em informações obtidas através do *website* da BM&FBOVESPA e do *software* Economática.

### 5.1 AMOSTRA

Em virtude de a vasta maioria das companhias listadas nos níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 não serem de capital aberto, estas não serão incluídas a amostra. Desta forma a mesma estará restrita às empresas listadas nos segmentos: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional.

Das companhias restantes após esta primeira seleção, dois grupos serão divididos: dados de empresas no período 2004 a 2008 e no período 2013 a 2017. Esta divisão será realizada para que se possa observar os resultados obtidos antes da crise mundial de 2008 e durante a crise econômica vivenciada pelo Brasil a partir de 2013. Para diminuição das distorções, companhias que tenham migrado para segmentos diferentes nos anos de 2008 ou 2017 (último ano de cada período analisado) serão analisadas dentro do segmento anterior à migração. Ainda para diminuição das distorções, companhias com as seguintes características serão excluídas da amostra:

- a) Companhias que apresentem índices superiores a 10;
- b) Companhias que estejam sob recuperação judicial durante algum dos períodos definidos na amostra;
- c) Empresas pertencentes ao segmento de bancos;
- d) Companhias que apresentem patrimônio líquido negativo.

Definiu-se dois períodos consecutivos de igual tamanho (5 anos). O primeiro período selecionado irá incluir dados de 2008 pois a instabilidade econômica teve início somente a partir de meados de setembro do mesmo ano, após anúncio do socorro financeiro oferecido pelo governo norte americano ao setor bancário do país. O início do segundo período de análise foi fixado em 2013 pois mesmo que a recuperação econômica possa ser sentida em países da América do Norte e Europa, o Brasil continua a enfrentar um período instável e de recessão. Cabe salientar que o segundo período definido na amostra apresenta dados

econômicos inferiores aos observados no primeiro período. Um dos exemplos da piora dos índices econômicos é a retração do PIB nos anos de 2015 e 2016, situação que não ocorre no primeiro período definido na amostra.

## 5.2 TRATAMENTO DOS DADOS

Os índices escolhidos para determinação da rentabilidade e valor das empresas listadas foram: ROA e *Market-to-book Value*. Como afirmam Neto e Lima (2010), a utilização de apenas um índice, isolado de outros complementares, não proporciona a correta informação que possa servir de suporte para conclusões definitivas. Desta forma, através de dados obtidos pelo *software* Economática, estes índices serão calculados para cada empresa existente dentro da amostra definida anteriormente. Os índices serão definidos para períodos anuais, conforme demonstrações financeiras divulgadas pelas companhias.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 49) “um dos atributos de mais difícil visualização e mensuração numa empresa é sua rentabilidade”. Uma medida comum utilizada para medir a rentabilidade das companhias é o retorno sobre ativos, ou ROA. Para tornar mais eficiente os indicadores de retorno sobre ativos, iremos desconsiderar a incidência de juros, impostos, depreciações/exaustões e amortizações sobre o lucro líquido. Desta forma, o lucro líquido será substituído pelo EBTIDA<sup>13</sup> de cada companhia. Quanto ao ativo total, deste serão deduzidas todas as contas que não estejam relacionadas à operação da companhia, restando somente o ativo operacional. Assim, a fórmula utilizada no presente trabalho para a determinação do retorno sobre ativos será a seguinte:

$$ROA = \frac{EBTIDA}{Ativo\ Operacional}$$

Quanto ao valor de cada companhia, o mesmo será medido através do *Market-to-book Value*. Dentre os inúmeros indicadores existentes para determinação da geração de valor de uma empresa, consideramos este o de maior eficiência. O *Market-to-book Value* mede o valor de mercado de uma companhia em comparação com seu valor patrimonial. A fórmula para determinação do indicador encontra-se demonstrada abaixo:

---

<sup>13</sup> Sigla em inglês para *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization*.

$$\text{Market} - \text{To} - \text{Book Value} = \frac{AT - PL + \text{Valor de Mercado}}{AT}$$

Onde:

- AT = Ativo Total;
- PL = Patrimônio Líquido;
- Valor de mercado = preço de mercado de cada ação emitida pela companhia (cotação) multiplicado pela quantidade de ações emitidas.

Após determinação de todos os índices, estes serão submetidos ao Teste T considerando a comparação entre os resultados obtidos pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o segmento Tradicional durante os anos compreendidos nos períodos pré-determinados. Desta forma, os primeiros resultados serão correspondentes ao desempenho dos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 frente ao segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo considerando os resultados anuais da amostra.

Depois de anotados os resultados do primeiro teste, a média será calculada para cada grupo nos períodos definidos na amostra (2004 a 2008 e 2013 a 2017). As médias serão utilizadas para realização do Teste T que comparará a rentabilidade e valor dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa frente ao segmento Tradicional da Bolsa de Valores.

As hipóteses formuladas para aplicação do Teste T quanto à comparação da média do período 2004 – 2008 e comparação dos resultados anuais de cada período foram as seguintes:

$H_0$  – O desempenho ou valor médio apresentado pelos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 é igual ao observado no segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo.

$H_1$  – O desempenho ou valor médio apresentado pelos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 é significativamente superior ao observado no segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo.

As hipóteses formuladas para aplicação do Teste T quanto à comparação da média do período 2013 – 2017 foram as seguintes:

$H_0$  – A diferença de desempenho ou valor médio das empresas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 em relação às empresas do segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo no período 2013-2017 é igual à observada no período 2004 – 2008.

$H_1$  – A diferença de desempenho ou valor médio das empresas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 em relação às empresas do segmento Tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo no período 2013-2017 é significativamente superior à observada no período 2004 – 2008.

A aplicação de ambos os testes de hipóteses será realizada considerando 5% de significância, ou seja,  $H_1$  só será considerada verdadeira caso o resultado obtido seja menor que 0,05. Em todos os outros casos, a hipóteses  $H_0$  será aceita. Todos os testes de hipóteses aplicados neste estudo serão unicaudais.

## 6 ANÁLISE DE RESULTADOS

Segue abaixo tabela contendo informações a respeito das amostras:

**Tabela 1 - Composição das amostras**

<b>Período 2004-2008</b>		
	<b>Retorno sobre Ativos</b>	<b>Market-to-book Value</b>
<b>Segmento</b>	<b>Número de empresas presentes na amostra</b>	<b>Número de empresas presentes na amostra</b>
Novo Mercado	84	79
Nível 1	19	19
Nível 2	13	9
<b>Total do grupo Níveis Diferenciados</b>	<b>116</b>	<b>107</b>
Tradicional	107	84
<b>Total da amostra no período</b>	<b>223</b>	<b>191</b>
<b>Período 2013-2017</b>		
	<b>Retorno sobre Ativos</b>	<b>Market-to-book Value</b>
<b>Segmento</b>	<b>Número de empresas presentes na amostra</b>	<b>Número de empresas presentes na amostra</b>
Novo Mercado	134	123
Nível 1	20	18
Nível 2	17	15
<b>Total do grupo Níveis Diferenciados</b>	<b>171</b>	<b>156</b>
Tradicional	109	80
<b>Total da amostra no período</b>	<b>280</b>	<b>236</b>

De acordo com a tabela, verifica-se um aumento significativo no número de companhias listadas no segmento de Novo Mercado. Ao que tudo indica, a maioria das companhias que decidiram listar suas ações em Bolsa de Valores a partir de 2008 até 2017 o fizeram aderindo a este segmento. Enquanto isso, os demais segmentos apresentaram aumentos muito menos significativos.

Dentre a amostra de 2004-2008 dos Níveis Diferenciados de Governança, os setores de maior relevância foram os de edificações (contendo 14 empresas na amostra) e de energia elétrica (contendo 16 empresas na amostra). O setor de energia elétrica também apresentou destaque na amostra do segmento Tradicional, contendo 14 empresas.

Na amostra de 2013-2017, os setores de edificações e energia elétrica também apresentam a maior relevância no grupo dos Níveis Diferenciados de Governança. O mesmo

continua ocorrendo para a amostra do segmento Tradicional, que novamente apresenta predominância do setor de energia elétrica. A relação completa de empresas constantes nas amostras dos dois períodos definidos para estudos encontra-se nos Apêndice A a D.

## 6.1 RETORNO SOBRE ATIVOS (ROA)

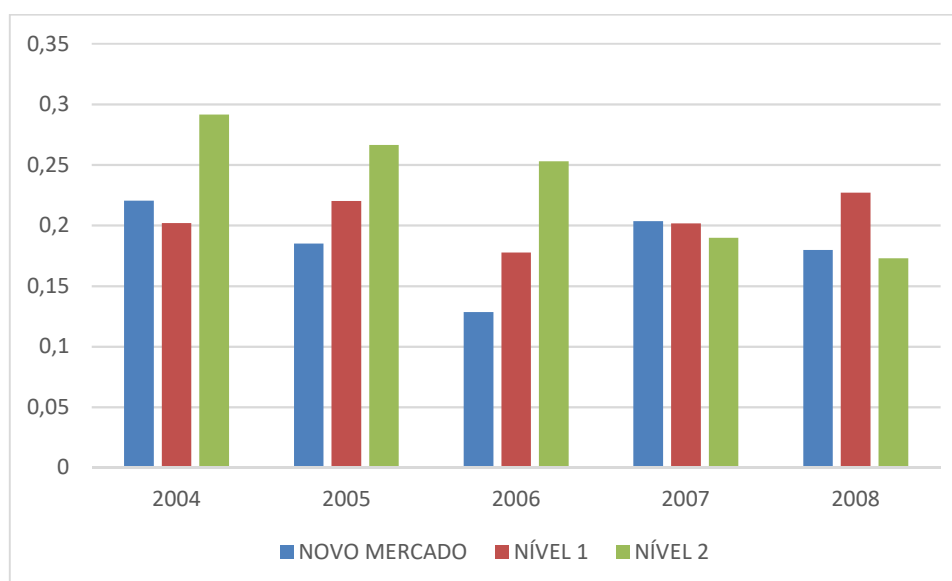
Com vistas a analisar o desempenho das companhias, decidiu-se por medir o Retorno sobre Ativos de forma a normalizar a comparação entre empresas com tamanhos e ramos de atuação diferentes. Considerando as médias de cada grupo definido para estudo no período de 2004 a 2008, elaboramos a tabela abaixo:

**Tabela 2** - Relação de médias e coeficientes  $p$  decorrentes dos testes de hipóteses relativos ao ROA do período 2004-2008

<b>Grupo</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Níveis Diferenciados	0,2257	0,2034	0,1502	0,2016	0,1867
Tradicional	0,1097	0,1726	0,1106	0,2004	0,1497
<b>Diferença entre médias</b>	0,1160	0,0308	0,0395	0,0012	0,0370
<b>Coefficiente <math>p</math></b>	0,0074	0,3378	0,2977	0,4924	0,2010

As médias do grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são compostas pelos dados das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Demonstra-se na figura a seguir a evolução dos índices de cada segmento durante os anos da amostra do primeiro período definido para estudo:

**Figura 4** - Média do retorno sobre ativos dos segmentos componentes do Grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no período 2004-2008



Na figura 4, nota-se que os valores absolutos das médias dos segmentos Nível 1 e Nível 2 foram superiores aos do segmento Novo Mercado, na maioria dos anos observados neste período. Durante o período que antecede a crise mundial de 2008 observa-se uma média significativamente superior para o segmento Nível 2 durante os anos de 2004 a 2006.

Verifica-se na tabela 2 a evolução do retorno sobre ativos durante o primeiro período selecionado para estudo. Este período coincide com um momento de relativa estabilidade econômica que antecede a turbulência provocada pela crise mundial de 2008. Como observado na tabela 2 acima, em valores absolutos, as médias apresentadas pelo grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa não apresentaram resultados inferiores aos do segmento Tradicional em nenhum dos anos definidos para o primeiro período de estudo. Com base nas médias apresentadas por cada grupo da amostra neste período, aplicaram-se os testes de hipóteses, com o objetivo de verificar se o retorno sobre ativos das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 é significativamente superior ao das companhias listadas no segmento Tradicional. Os coeficientes  $p$  destes testes de hipóteses também estão demonstrados na tabela 2.

De acordo com os coeficientes  $p$  obtidos nos testes de hipóteses, mesmo que a diferença entre médias dos Níveis Diferenciados frente ao segmento Tradicional tenha sido positiva em todos os anos do primeiro período definido para estudo, do ponto de vista estatístico estes valores são iguais aos observados nas companhias listadas no segmento Tradicional nos anos de 2005 a 2008. Conforme visto na tabela 2 acima, o coeficiente  $p$  para o teste de hipóteses quanto ao ano de 2004, retornou um valor inferior a 0,05; o que significa que a 5% de significância, o retorno sobre ativos médio do grupo Níveis Diferenciados é significativamente superior ao do segmento Tradicional somente no ano de 2004.

O segundo período selecionado para estudo (2013 a 2017) concentra grande instabilidade econômica com retração do PIB brasileiro nos anos de 2015 e 2016. A evolução desta medida de riqueza do país só apresenta melhora a partir do ano de 2017, em que registrou alta de 1% frente aos dados do ano anterior. As médias do retorno sobre ativos deste período das companhias presentes na amostra encontram-se demonstradas na tabela a seguir:

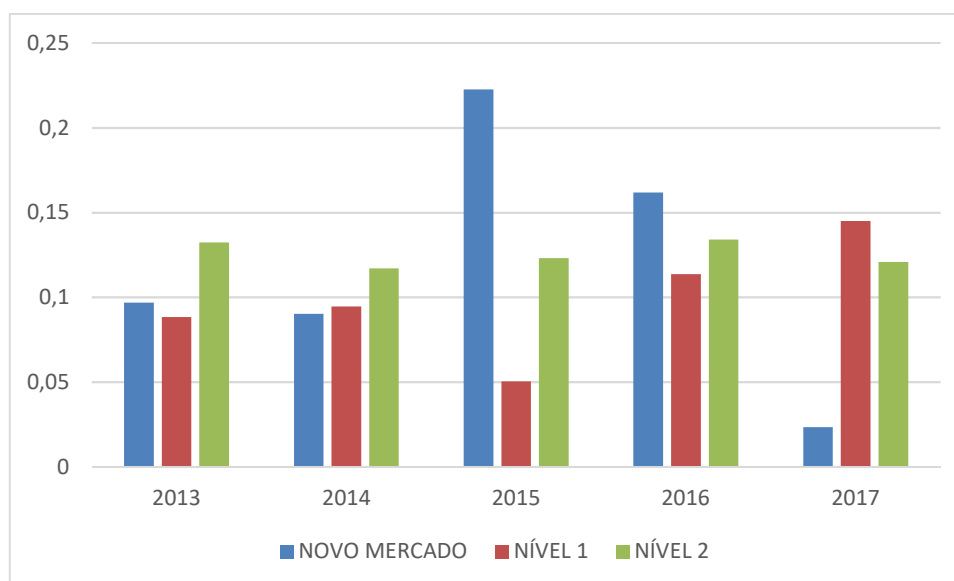
**Tabela 3** - Relação de médias e coeficientes  $p$  decorrentes dos testes de hipóteses relativos ao ROA do período 2013-2017

<b>Grupo</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Níveis Diferenciados	0,1070	0,0981	0,1984	0,1534	0,0473
Tradicional	0,1279	0,1087	0,0440	0,2385	0,0836
<b>Diferença entre médias</b>	-0,0209	-0,0106	0,1545	-0,0851	-0,0363
<b>Coefficiente <math>p</math></b>	0,7511	0,5910	0,0075	0,7205	0,6064



Diferentemente das médias obtidas no período 2004-2008, o retorno sobre ativos dos Níveis Diferenciados apresentou valores absolutos superiores aos do segmento Tradicional somente em 1 ano do segundo período definido para pesquisa, o de 2015 – ano este de maior instabilidade econômica no país. Abaixo encontra-se a evolução do ROA das companhias componentes do grupo Níveis Diferenciados durante o período 2013-2017:

**Figura 5** - Média do retorno sobre ativos dos segmentos componentes do Grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no período 2013-2017



Na figura 5, é possível observar a significativa instabilidade da evolução do retorno sobre ativos das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 1. É interessante notar que o segmento Nível 1 apresentou sua menor média no ano de 2015, um dos anos com piores dados econômicos deste período, enquanto que o segmento Novo Mercado atingiu resultado exatamente oposto. Ao contrário das médias destes dois segmentos, o retorno sobre ativos das companhias do Nível 2 demonstraram maior estabilidade durante este período de turbulências econômicas geradas pela crise que atingiu o Brasil após 2013.

De posse das médias do período 2013-2017, aplicaram-se os testes de hipóteses com vistas a verificar se o retorno sobre ativos médio do grupo Níveis Diferenciados é significativamente superior ao do segmento Tradicional em algum dos anos do segundo período selecionado para estudo. Os coeficientes  $p$  resultantes dos testes  $t$  estão, assim como as médias, demonstrados na tabela 3.

Conforme dados disponibilizados na tabela 3, verifica-se que a hipótese nula foi rejeitada apenas no ano de 2015, em que o coeficiente  $p$  atingiu valor igual a 0,0075. A rejeição da hipótese nula no ano de 2015 implica na conclusão de que a média do retorno

sobre ativos do grupo Níveis Diferenciados é significativamente superior ao do segmento Tradicional em 2015. Cabe ressaltar, que este ano foi o de maior instabilidade econômica no país com retração do PIB da ordem de -3,8%.

Após aplicação do teste de hipóteses considerando os dados anuais de cada período, aplicou-se o teste t para comparação entre as médias dos períodos como um todo. Abaixo segue tabela com resultados destes testes estatísticos:

**Tabela 4** - Relação de resultados dos testes t para comparação do retorno sobre ativos entre os Níveis Diferenciados e o segmento Tradicional

Período 2004-2008			
Grupo	Média	Diferença entre médias	Coefficiente <i>p</i>
Níveis Diferenciados	0,17653071	0,02954863	0,206474074
Tradicional	0,14698208		
Período 2013-2017			
Grupo	Média	Diferença entre médias	Coefficiente <i>p</i>
Níveis Diferenciados	0,121609821	0,000383121	0,496886461
Tradicional	0,121226699		

De acordo com os valores absolutos demonstrados na tabela 4, as médias dos Níveis Diferenciados nos períodos definidos para estudo são superiores aos obtidos pelo segmento Tradicional. Aplicando-se o teste de hipóteses, verifica-se que a média do retorno sobre ativos do período 2004-2008 dos Níveis Diferenciados é igual à média do retorno sobre ativos do segmento Tradicional no mesmo período. O resultado do teste t para comparação do período 2013-2017 retorna um coeficiente *p* superior à 0,05, o que significa que a 5% de significância, a diferença entre médias de 0,000383121 observada no período 2013-2017 é estatisticamente igual à diferença de 0,029974333 obtida no período 2004-2008.

## 6.2 MARKET-TO-BOOK VALUE

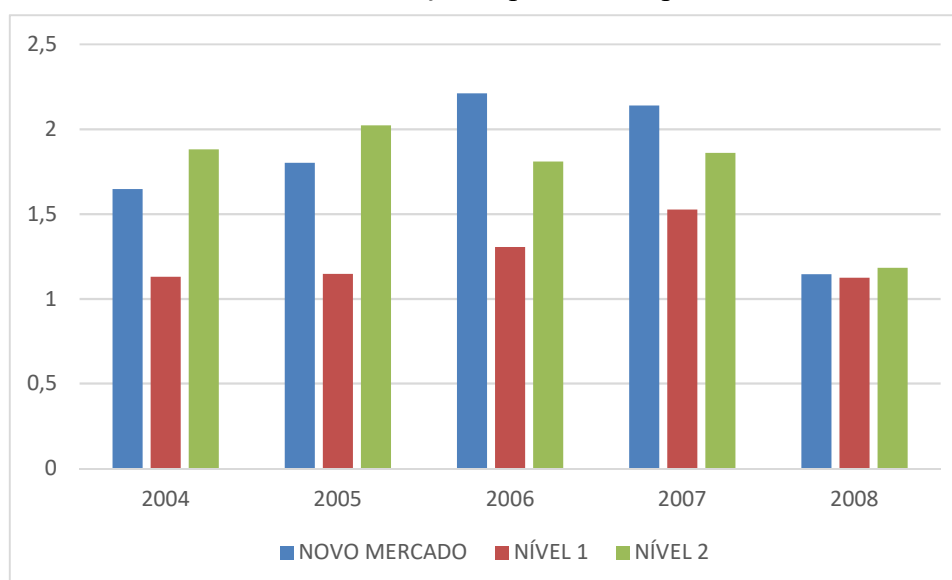
O *market-to-book value* foi utilizado nesta pesquisa com a intenção de comparar o valor de cada companhia nos diferentes segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo. Considerando as médias de cada grupo definido para estudo no período de 2004 a 2008, elaboramos a tabela abaixo:

**Tabela 5** - Relação de médias e coeficientes p decorrentes dos testes de hipóteses relativos ao *market-to-book value* do período 2004-2008

<b>Grupo</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Níveis Diferenciados	1,4911	1,6145	1,9383	2,0036	1,1446
Tradicional	1,1651	1,2176	1,3250	1,6549	1,2331
<b>Diferença entre médias</b>	0,3260	0,3969	0,6133	0,3488	-0,0885
<b>Coefficiente p</b>	0,0434	0,0171	0,0006	0,0189	0,7922

As médias do grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são compostas pelos dados das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Demonstra-se na figura abaixo a evolução do *market-to-book value* de cada segmento nos anos da amostra:

**Figura 6** - Média do *market-to-book value* dos segmentos componentes do Grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no período 2004-2008



Observa-se na figura 6 que as médias do segmento Novo Mercado foram superiores nos anos de 2006 e 2007. As médias do *market-to-book value* do segmento Nível 2 foram as mais altas nos anos de 2004, 2005 e 2008. Outro ponto a ser observado é que durante todo o período as companhias listadas nos 3 segmentos em destaque apresentaram médias maiores que 1, o que indica que o mercado em geral considera que estas companhias valham mais do que o registrado em seus livros contábeis. Companhias listadas no segmento Nível 1 apresentaram as menores médias durante todos os anos escolhidos para o primeiro período da pesquisa.

De acordo com as médias demonstradas na tabela 5, os valores apresentados pelo grupo de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foram, em termos absolutos,

superiores aos apresentados pelo segmento Tradicional na maioria dos anos definidos para o primeiro período da pesquisa. O grupo Níveis Diferenciados apresentou média inferior ao segmento Tradicional somente no ano de 2008.

Com base nas médias anuais do período 2004-2008, aplicaram-se os testes de hipóteses, com o objetivo de verificar se o *market-to-book value* das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 é significativamente superior ao das companhias listadas no segmento Tradicional. Os coeficientes *p* destes testes de hipóteses estão demonstrados na tabela 5.

Após aplicação do teste *t*, verifica-se que a hipótese nula ( $H_0$ ) foi rejeitada na maioria dos anos do primeiro período definido para estudo. A rejeição da hipótese nula significa que, a 5% de significância, a média do grupo Níveis Diferenciados foi significativamente superior à média do segmento Tradicional nos anos de 2004 a 2007. O resultado do teste de hipóteses quanto ao ano de 2008 retornou a conclusão de que a média destes 2 grupos definidos para estudo foram estatisticamente iguais.

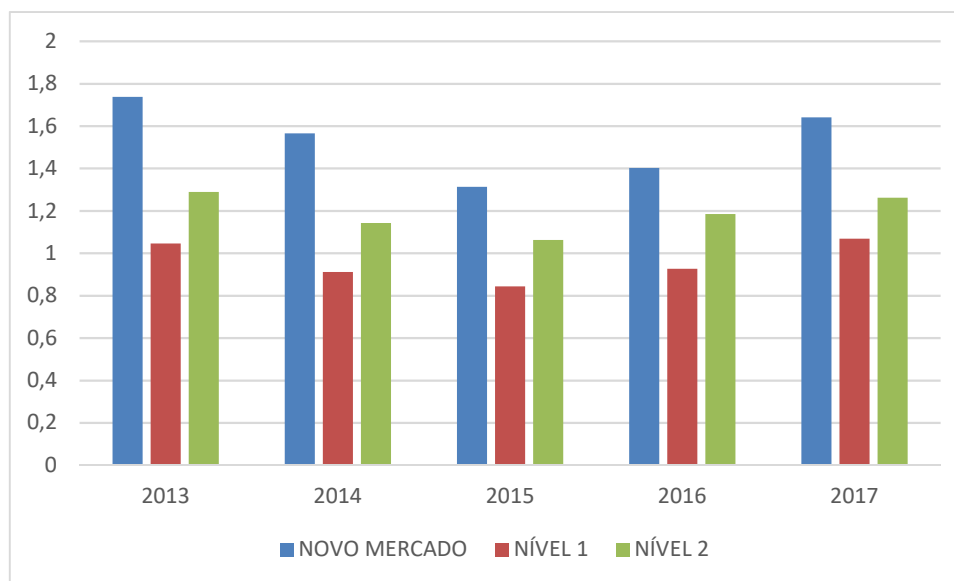
De posse dos resultados do período que antecede a crise mundial de 2008, as médias do *market-to-book value* das companhias presentes na amostra no período 2013-2017 encontram-se demonstradas na tabela a seguir:

**Tabela 6** - Relação de médias e coeficientes *p* decorrentes dos testes de hipóteses relativos ao *market-to-book value* do período 2013-2017

<b>Grupo</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Níveis Diferenciados	1,6084	1,4456	1,2320	1,3234	1,5387
Tradicional	1,2942	1,2073	1,1337	1,1998	1,3206
<b>Diferença entre médias</b>	0,3142	0,2382	0,0983	0,1236	0,2181
<b>Coeficiente <i>p</i></b>	0,0046	0,0193	0,1538	0,1166	0,0404

As médias do grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são compostas pelos dados das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Demonstra-se na figura abaixo a evolução do *market-to-book value* de cada segmento durante o período de instabilidade econômica no Brasil:

**Figura 7** - Média do *market-to-book value* dos segmentos componentes do Grupo Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no período 2013-2017



Diferentemente do observado na figura 6, durante o período de crise econômica no Brasil, o índice *market-to-book value* das companhias listadas no segmento Novo Mercado alcançou resultados melhores do que os das companhias listadas nos segmentos Nível 1 e Nível 2 em todos os anos do segundo período definido para estudo. Durante todo o período 2013-2017, o segmento Novo Mercado manteve sua média acima de 1, o que não ocorre com o segmento Nível 1.

De acordo com os dados demonstrados na tabela 6, observa-se que as médias do grupo Níveis Diferenciados foram superiores às médias do segmento Tradicional em todos os anos do período 2013-2017. Com base nas médias do período 2013-2017, aplicou-se o teste t com o objetivo de verificar se o *market-to-book value* do grupo Níveis Diferenciados é significativamente superior ao do segmento Tradicional nos anos de 2013 a 2017. Os coeficientes *p* resultantes destes testes estatísticos podem ser verificados na tabela 6.

De acordo com os coeficientes *p* demonstrados na tabela 6, os testes de hipóteses retornaram aceitação da hipótese nula somente nos anos de 2015 e 2016, período que coincide com intenso aprofundamento da crise econômica iniciada em meados de 2013. A rejeição da hipótese nula foi observada nos anos de 2013, 2014 e 2017. Desta forma, conclui-se que a 5% de significância a média do *market-to-book value* do grupo Níveis Diferenciados foi significativamente superior ao do segmento Tradicional nos anos de 2013, 2014 e 2017 e igual ao do segmento Tradicional nos anos de 2015 e 2016.

Após aplicação do teste de hipóteses considerando os dados anuais de cada período definido para amostra, aplicou-se o teste t para comparação entre as médias dos períodos como um todo. Abaixo segue quadro com resultados destes testes estatísticos:

**Tabela 7** - Relação de resultados dos testes t para comparação do *market-to-book value* entre os Níveis Diferenciados e o segmento Tradicional

Período 2004-2008			
Grupo	Média	Diferença entre médias	Coefficiente <i>p</i>
Níveis Diferenciados	1,626152849	0,301615623	0,008933323
Tradicional	1,324537226		
Período 2013-2017			
Grupo	Média	Diferença entre médias	Coefficiente <i>p</i>
Níveis Diferenciados	1,44576731	0,206054524	0,021548571
Tradicional	1,23971279		

De acordo com os valores absolutos demonstrados na tabela 7, as médias dos Níveis Diferenciados nos dois períodos definidos para estudo são superiores às obtidas pelo segmento Tradicional. Aplicando-se o teste estatístico, verifica-se que a média do *market-to-book value* do período 2004-2008 dos Níveis Diferenciados é significativamente superior à média do segmento Tradicional no mesmo período. O resultado do teste t para comparação do período 2013-2017 retorna um coeficiente *p* inferior à 0,05, o que significa que a 5% de significância, a diferença entre médias observada no período 2013-2017 é significativamente superior à diferença obtida no período 2004-2008.

## 7 CONCLUSÕES

O principal objetivo da pesquisa foi o de avaliar a possível existência de relação entre maior adequação a melhores práticas de Governança Corporativa (aqui representada pela adesão aos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 da Bolsa de Valores de São Paulo) e desempenho e geração de valor. De modo a verificar a geração de valor das companhias, optou-se por calcular o índice *market-to-book value* para cada segmento definido na amostra. Já o desempenho foi verificado através do retorno sobre ativos. Ambos os índices foram calculados para os períodos anteriores à crise mundial de 2008 e durante a crise econômica brasileira, de 2013 a 2017. A primeira parte do estudo foi destinada a verificar a média de ambos os índices durante os períodos anuais definidos na amostra. A segunda parte dedicou-se ao cálculo das médias de ambos os índices durante os períodos 2004-2008 e 2013-2017. Por fim, optou-se por utilizar um teste t para apurar se a hipótese anteriormente formulada (de superioridade do grupo de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa) poderia ser estatisticamente confirmada. De posse dos resultados obtidos com a pesquisa e da análise de resultados exposta no item 6, podemos apresentar algumas conclusões quanto à relação entre a adesão aos Níveis Diferenciados de Bolsa de Valores de São Paulo e o desempenho e valor das companhias listadas nesse grupo frente às companhias listadas no segmento Tradicional.

A primeira das conclusões que se pode extrair deste estudo é que ao compararmos as médias dos dois períodos definidos na amostra, os resultados obtidos pelo grupo Níveis Diferenciados foram iguais aos do segmento Tradicional quanto ao retorno sobre ativos e significativamente superiores quanto ao *market-to-book value*. A conclusão de que a adesão aos Níveis Diferenciados não ocasionou impactos positivos no desempenho (medido pelo retorno sobre ativos) está de acordo com evidências encontradas por Ramos (2008). Os resultados obtidos com o índice *market-to-book value* vão ao encontro do observado por Silveira (2002) que observa relação mais forte entre valor e governança do que entre desempenho e governança.

Com relação à evolução do *market-to-book value*, cabe ressaltar que em grande parte dos períodos definidos na amostra o mesmo se manteve acima de 1 para os dois grupos selecionados para estudo (chegando o segmento Novo Mercado a obter média superior a 2 nos anos de 2006 e 2007), o que indica que o mercado reconhece que a maioria das companhias constantes na pesquisa vale mais do que o está registrado em seus livros contábeis. De acordo com Gilio (2010, *apud* Sousa, 2014, p. 3):

[...] essa diferença ocorre principalmente por causa de três elementos: investimentos em marcas, pois grande parte é contabilizada como despesa; investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), contabilizados como ativo ou como despesa; e investimento em capital humano. [...] Assim, a diferença entre valor de mercado e valor contábil tem crescido a cada dia devido a diversas variáveis que a contabilidade ainda não consegue captar [...]. Neste contexto, a expectativa dos agentes participantes do mercado para o índice *market-to-book*, é de prospectar bons resultados para uma empresa no longo prazo, já que esse índice captura as oportunidades de crescimento futuras das empresas.

Concluiu-se também durante a elaboração da pesquisa que companhias listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 possuem capacidade de gerar lucro operacional (a partir de seus ativos) de forma igual à capacidade apresentada pelas companhias listadas no segmento Tradicional durante os dois períodos selecionados para estudo. Ainda que nenhum mecanismo de governança tenha sido incluído diretamente nos testes estatísticos, os resultados indicam que uma maior adequação a melhores práticas de Governança Corporativa não garante melhor desempenho financeiro, porém pode ser um fator relevante quanto a maior valor de mercado.

Embora este estudo não tenha retornado resultados favoráveis à adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – do ponto de vista do desempenho financeiro medido através do retorno sobre ativos – isto não diminui a importância que estes segmentos vêm adquirindo ao longo do tempo. Um dos indícios da importância da adesão a melhores padrões de Governança Corporativa pode ser observado através da valorização das ações das companhias listadas nos Níveis Diferenciados, conforme observado pelos resultados do índice *market-to-book value*. A valorização das companhias listadas nestes segmentos indica a possível disposição de investidores a pagar valores maiores por ações de empresas com sistemas mais robustos de Governança Corporativa, conforme verificado por Andrade e Rossetti (2009) como uma das consequências da promulgação da Lei Sarbanes-Oxley nos EUA em 2002. O que se espera é que a discussão a respeito da adesão a melhores padrões de Governança Corporativa evolua, tanto entre cidadãos (que por fim formam o mercado), quanto no meio jurídico de forma que ambos passem a incentivar relações mais justas entre todas as partes envolvidas com vistas a promover um amadurecimento do mercado de capitais brasileiro.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMEC - ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS. **História**. [São Paulo, 20--]. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/home/historia/> . Acesso em: 18 set. 2017.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 584 p.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. 602 p.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Os grandes marcos construtivos da governança corporativa**. Disponível em: [http://governancacorporativa.com/?page\\_id=113](http://governancacorporativa.com/?page_id=113). Acesso em: 22 nov. 2017.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Magazine Luiza S/A**. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm). Acesso em: 01 dez. 2017.

BOAS, Marco Antonio F. V. **Influência dos segmentos de listagem em indicadores de desempenho operacional de empresas brasileiras de capital aberto**. 2017. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, 2017.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antonio Gledson; SAMPAIO, Joelson O. *The evolution of corporate governance in Brazil*. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, set. 2014.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Folheto Informativo Bovespa Mais Nível 2**. [São Paulo]: BM&FBOVESPA, [2014]. Disponível em: <file:///C:/Users/consulta2a.PORTOALEGRE.000/Downloads/Folheto-BovespaMaisNivel2.pdf>. Acesso em: 06 dez. 2017.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Nível 1.** Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1/). Acesso em: 06 dez. 2017a.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Novo Mercado.** Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/). Acesso em: 07 dez. 2017b.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Segmentos de listagem.** Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/). Acesso em: 10 dez. 2017c.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Seção 1, p. 1

CARRANÇA, Thais. Companhias aprovam regulamento-base da reforma do Novo Mercado. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 jun. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5015508/companhias-aprovam-regulamento-base-da-reforma-do-novo-mercado>. Acesso em: 07 dez. 2017.

CCR É a primeira empresa do Novo. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 04 fev. 2002. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ccr-e-a-primeira-empresa-do-novo-mercado,20020204p8631> . Acesso em: 25 set. 2017.

CCR EMITE apenas 15% do capital no Novo Mercado. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 05 fev. 2002. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ccr-emite-apenas-15-do-capital-no-novo-mercado,20020205p8655> . Acesso em: 25 set. 2017.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.** São Paulo, jun. 2002. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 03 out. 2017.

DELOITTE. **A caminho da transparência**: a evolução dos pilares da governança corporativa. Pesquisa realizada entre setembro e novembro de 2015. [S.I.]: Deloitte Touche Tomathsu Limited, 2015. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/governance-risk-and-compliance/articles/a-caminho-da-transparencia.html>. Acesso em: 02 dez. 2017.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>. Acesso em: 14 set. 2017.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Principais Modelos**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca/principais-modelos>. Acesso em: 25 nov. 2017.

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

JENSEN, Michael; MECKLING, William. *The nature of man*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, Summer, 1994.

JENSEN, Michael. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, Fall, 2001.

KNAPP, Lucilene Teresa. **Análise de rentabilidade de empresas listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA**. 2015. 21 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, 2015.

KPMG; ACI INSTITUTE. **A governança corporativa e o mercado de capitais**: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus formulários de referência. 11. ed.

Pesquisa realizada em 2017. [São Paulo]: KPMG *Board Leadership Center* e ACI – *Audit Committee Institute*, [2017]. Disponível em: <https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2016/12/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais-2016-2017.html>. Acesso em: 06 dez. 2017.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL, André Luiz; IERVOLINO, Ana Paula. *One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil*. **Revista Brasileira de Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 13, p.134-161, jan. 2015. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/50904> . Acesso em: 19 set. 2017.

MONKS, Robert Augustus G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. 5. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2011. 544 p.

MOREIRA, Marli. Fusão entre BM&FBOVESPA e Cetip cria a B3, 5ª maior bolsa de valores do mundo. **EBC Agência Brasil**, São Paulo, 30 mar. 2017. Disponível em: <http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2017-03/fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip-cria-b3-5a-maior-bolsa-de-valores-do-mundo>. Acesso em: 04 dez. 2017.

NETO, Alexandre A.; LIMA, Fabiano G. **Fundamentos de Administração Financeira**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 359 p.

OLIVEIRA, Raquel V. de. A Lei de Sarbanes-Oxley como nova motivação para mapeamento de processos nas organizações. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, XXVI, 2006, Fortaleza. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ABEPRO, Outubro, 2006. Disponível em: [http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2006\\_tr450313\\_8769.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2006_tr450313_8769.pdf). Acesso em: 21 nov. 2017.

RAMOS, Matheus Q. **O impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa no valor de mercado e na rentabilidade dos bancos brasileiros**. 2008. 42 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, 2008.

RIPARDO, Sérgio. Sabesp estreia no Novo Mercado da Bovespa na próxima quarta. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 17 abr. 2002. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u45404.shtml> . Acesso em: 25 set. 2017.

RODRIGUES, José Antonio; MENDES, Gilmar de M. **Governança Corporativa: estratégia para geração de valor**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004. 244 p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

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

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SOUSA, Evemilia. **Market-to-Book: Uma avaliação das Companhias Listadas nos Segmentos Diferenciados da BM&FBOVESPA**. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS E INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, V, 2014, Florianópolis. **Anais eletrônicos...** Florianópolis: UFSC, Maio, 2014. Disponível em: <http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/5CCCF/20140422154928.pdf>. Acesso em: 25 mai. 2018.

SOUZA, Thelma de M. G. e. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005. 122 p.

TARANTINO, Anthony. **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environmental, and Internacional Guidance Best Practices**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008. 972 p.

## APÊNDICE A – RETORNO SOBRE ATIVOS: RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO PERÍODO 2004-2008

Nome	Grupo Níveis Diferenciados	Segmento de Listagem
ALPARGATAS S.A.		Nível 1
BRADSPAR S.A.		Nível 1
BRASKEM S.A.		Nível 1
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS		Nível 1
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO		Nível 1
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO		Nível 1
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG		Nível 1
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D		Nível 1
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT		Nível 1
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA		Nível 1
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA		Nível 1
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA		Nível 1
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO		Nível 1
FRAS-LE S.A.		Nível 1
GERDAU S.A.		Nível 1
METALURGICA GERDAU S.A.		Nível 1
OI S.A.		Nível 1
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES		Nível 1
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS		Nível 1
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.		Nível 2
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR		Nível 2
ENERGISA S.A.		Nível 2
FORJAS TAURUS S.A.		Nível 2
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.		Nível 2
KLABIN S.A.		Nível 2
MARCOPOLO S.A.		Nível 2
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.		Nível 2
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS		Nível 2
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES		Nível 2
SUL AMERICA S.A.		Nível 2
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.		Nível 2
VIA VAREJO S.A.		Nível 2
B2W - COMPANHIA DIGITAL		Novo Mercado
B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO		Novo Mercado
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.		Novo Mercado
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.		Novo Mercado
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS		Novo Mercado
BRF S.A.		Novo Mercado
CCR S.A.		Novo Mercado
CIA HERING		Novo Mercado
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO		Novo Mercado
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG		Novo Mercado
COSAN S.A.		Novo Mercado
CPFL ENERGIA S.A.		Novo Mercado
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.		Novo Mercado
CSU CARDSYSTEM S.A.		Novo Mercado
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART		Novo Mercado
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART		Novo Mercado

DURATEX S.A.	Novo Mercado
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Novo Mercado
EMBRAER S.A.	Novo Mercado
ENEVA S.A	Novo Mercado
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
ETERNIT S.A.	Novo Mercado
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Novo Mercado
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Novo Mercado
GAFISA S.A.	Novo Mercado
GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
GRENDENE S.A.	Novo Mercado
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Novo Mercado
HYPERA S.A.	Novo Mercado
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Novo Mercado
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Novo Mercado
IOCHPE MAXION S.A.	Novo Mercado
JBS S.A.	Novo Mercado
JHSF PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
LIGHT S.A.	Novo Mercado
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	Novo Mercado
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Novo Mercado
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Novo Mercado
LOJAS RENNER S.A.	Novo Mercado
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	Novo Mercado
LUPATECH S.A.	Novo Mercado
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Novo Mercado
MAHLE-METAL LEVE S.A.	Novo Mercado
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Novo Mercado
MARISA LOJAS S.A.	Novo Mercado
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Novo Mercado
MINERVA S.A.	Novo Mercado
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	Novo Mercado
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
NATURA COSMETICOS S.A.	Novo Mercado
ODONTOPREV S.A.	Novo Mercado
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	Novo Mercado
PARANAPANEMA S.A.	Novo Mercado
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	Novo Mercado
POMIFRUTAS S/A	Novo Mercado
PORTO SEGURO S.A.	Novo Mercado
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	Novo Mercado
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Novo Mercado
RAIA DROGASIL S.A.	Novo Mercado
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Novo Mercado
RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Novo Mercado
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Novo Mercado
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SAO MARTINHO S.A.	Novo Mercado
SLC AGRICOLA S.A.	Novo Mercado
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado

SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Novo Mercado
TECNISA S.A.	Novo Mercado
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Novo Mercado
TERRA SANTA AGRO S.A.	Novo Mercado
TIM PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
TOTVS S.A.	Novo Mercado
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	Novo Mercado
TRISUL S.A.	Novo Mercado
TUPY S.A.	Novo Mercado
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
VALE S.A.	Novo Mercado
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Novo Mercado
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Novo Mercado
WEG S.A.	Novo Mercado

### Grupo Tradicional

Nome	Segmento de Listagem
AES ELPA S.A.	Tradicional
AMBEV S.A.	Tradicional
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	Tradicional
AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	Tradicional
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	Tradicional
BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
BAUMER S.A.	Tradicional
BICICLETAS MONARK S.A.	Tradicional
BOMBRIL S.A.	Tradicional
CAMBUCI S.A.	Tradicional
CELULOSE IRANI S.A.	Tradicional
CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.	Tradicional
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	Tradicional
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN	Tradicional
CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG	Tradicional
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	Tradicional
CIA ENERGETICA DE BRASILIA	Tradicional
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	Tradicional
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	Tradicional
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	Tradicional
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Tradicional
CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES	Tradicional
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	Tradicional
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Tradicional
CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	Tradicional
CIA SIDERURGICA NACIONAL	Tradicional
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	Tradicional
CIA TECIDOS SANTANENSE	Tradicional
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	Tradicional
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	Tradicional
CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA	Tradicional
COSAN LIMITED	Tradicional
CREMER S.A.	Tradicional
CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	Tradicional
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Tradicional
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Tradicional
DOHLER S.A.	Tradicional
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	Tradicional



ELECTRO ACO ALTONA S.A.	Tradicional
ELEKEIROZ S.A.	Tradicional
ELEKTRO REDES S.A.	Tradicional
ELETRÓBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	Tradicional
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	Tradicional
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	Tradicional
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	Tradicional
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	Tradicional
FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	Tradicional
GP INVESTMENTS LTD.	Tradicional
GPC PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
GRAZZIOTIN S.A.	Tradicional
GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	Tradicional
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Tradicional
HOTEIS OTHON S.A.	Tradicional
IDEIASNET S.A.	Tradicional
IGB ELETRÔNICA S/A	Tradicional
INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	Tradicional
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	Tradicional
INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	Tradicional
ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	Tradicional
JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Tradicional
JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	Tradicional
KARSTEN S.A.	Tradicional
KEPLER WEBER S.A.	Tradicional
LOJAS AMERICANAS S.A.	Tradicional
LOJAS HERING S.A.	Tradicional
MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	Tradicional
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	Tradicional
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	Tradicional
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	Tradicional
METALGRAFICA IGUACU S.A.	Tradicional
METALURGICA RIOSULENSE S.A.	Tradicional
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	Tradicional
MINASMAQUINAS S.A.	Tradicional
MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
MONTEIRO ARANHA S.A.	Tradicional
MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	Tradicional
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	Tradicional
NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.	Tradicional
PANATLANTICA S.A.	Tradicional
PBG S/A	Tradicional
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	Tradicional
PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	Tradicional
POLPAR S.A.	Tradicional
REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Tradicional
RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	Tradicional
SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	Tradicional
SAO PAULO TURISMO S.A.	Tradicional
SCHULZ S.A.	Tradicional
SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	Tradicional
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	Tradicional
SPRINGER S.A.	Tradicional

SUZANO HOLDING S.A.	Tradicional
TEC TOY S.A.	Tradicional
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	Tradicional
TEKA-TECELAGEM KUEHNRICH S.A.	Tradicional
TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	Tradicional
TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	Tradicional
TELEFÔNICA BRASIL S.A	Tradicional
TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	Tradicional
TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	Tradicional
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	Tradicional
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Tradicional
WETZEL S.A.	Tradicional
WHIRLPOOL S.A.	Tradicional
WILSON SONS LTD.	Tradicional
WLM PART. E COMÉRCIO DE MÁQUINAS E VEÍCULOS S.A.	Tradicional

## APÊNDICE B – RETORNO SOBRE ATIVOS: RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO PERÍODO 2013-2017

Nome	Grupo Níveis Diferenciados	Segmento de Listagem
ALPARGATAS S.A.		Nível 1
BRADSPAR S.A.		Nível 1
BRASKEM S.A.		Nível 1
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS		Nível 1
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO		Nível 1
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO		Nível 1
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG		Nível 1
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D		Nível 1
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT		Nível 1
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA		Nível 1
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA		Nível 1
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL		Nível 1
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA		Nível 1
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO		Nível 1
FRAS-LE S.A.		Nível 1
GERDAU S.A.		Nível 1
METALURGICA GERDAU S.A.		Nível 1
OI S.A.		Nível 1
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES		Nível 1
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS		Nível 1
AES TIETE ENERGIA SA		Nível 2
ALUPAR INVESTIMENTO S/A		Nível 2
AZUL S.A.		Nível 2
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.		Nível 2
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR		Nível 2
ENERGISA S.A.		Nível 2
FORJAS TAURUS S.A.		Nível 2
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.		Nível 2
KLABIN S.A.		Nível 2
MARCOPOLO S.A.		Nível 2
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.		Nível 2
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS		Nível 2
RENOVA ENERGIA S.A.		Nível 2
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES		Nível 2
SUL AMERICA S.A.		Nível 2
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.		Nível 2
VIA VAREJO S.A.		Nível 2
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.		Novo Mercado
ANIMA HOLDING S.A.		Novo Mercado
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.		Novo Mercado
ATACADÃO S.A.		Novo Mercado
B2W - COMPANHIA DIGITAL		Novo Mercado
B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO		Novo Mercado
BIOSEV S.A.		Novo Mercado
BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES SA		Novo Mercado
BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A.		Novo Mercado
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.		Novo Mercado

BR PROPERTIES S.A.	Novo Mercado
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
BRASIL PHARMA S.A.	Novo Mercado
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	Novo Mercado
BRF S.A.	Novo Mercado
CCR S.A.	Novo Mercado
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	Novo Mercado
CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	Novo Mercado
CIA HERING	Novo Mercado
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	Novo Mercado
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Novo Mercado
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	Novo Mercado
CIELO S.A.	Novo Mercado
CONSTRUTORA TENDA S.A.	Novo Mercado
COSAN LOGISTICA S.A.	Novo Mercado
COSAN S.A.	Novo Mercado
CPFL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	Novo Mercado
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	Novo Mercado
CSU CARDSYSTEM S.A.	Novo Mercado
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Novo Mercado
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	Novo Mercado
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	Novo Mercado
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	Novo Mercado
DURATEX S.A.	Novo Mercado
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Novo Mercado
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Novo Mercado
EMBRAER S.A.	Novo Mercado
ENEVA S.A	Novo Mercado
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
ETERNIT S.A.	Novo Mercado
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Novo Mercado
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Novo Mercado
FIBRIA CELULOSE S.A.	Novo Mercado
FLEURY S.A.	Novo Mercado
GAFISA S.A.	Novo Mercado
GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
GRENDENE S.A.	Novo Mercado
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Novo Mercado
HYPERA S.A.	Novo Mercado
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Novo Mercado
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Novo Mercado
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	Novo Mercado
INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A.	Novo Mercado
IOCHPE MAXION S.A.	Novo Mercado
JBS S.A.	Novo Mercado
JHSF PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
JSL S.A.	Novo Mercado
KROTON EDUCACIONAL S.A.	Novo Mercado
LIGHT S.A.	Novo Mercado

LINX S.A.	Novo Mercado
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	Novo Mercado
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Novo Mercado
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Novo Mercado
LOJAS RENNER S.A.	Novo Mercado
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	Novo Mercado
LUPATECH S.A.	Novo Mercado
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Novo Mercado
MAGAZINE LUIZA S.A.	Novo Mercado
MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	Novo Mercado
MAHLE-METAL LEVE S.A.	Novo Mercado
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Novo Mercado
MARISA LOJAS S.A.	Novo Mercado
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Novo Mercado
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Novo Mercado
<b>MINERVA S.A.</b>	<b>Novo Mercado</b>
<b>MMX MINERACAO E METALICOS S.A.</b>	<b>Novo Mercado</b>
MOVIDA PARTICIPACOES SA	Novo Mercado
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
MULTIPLUS S.A.	Novo Mercado
NATURA COSMETICOS S.A.	Novo Mercado
ODONTOPREV S.A.	Novo Mercado
OMEGA GERAÇÃO S.A.	Novo Mercado
OSX BRASIL S.A.	Novo Mercado
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
PARANAPANEMA S.A.	Novo Mercado
PBG S/A	Novo Mercado
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	Novo Mercado
PETRO RIO S.A.	Novo Mercado
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	Novo Mercado
POMIFRUTAS S/A	Novo Mercado
PORTO SEGURO S.A.	Novo Mercado
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	Novo Mercado
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Novo Mercado
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Novo Mercado
QUALICORP S.A.	Novo Mercado
RAIA DROGASIL S.A.	Novo Mercado
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Novo Mercado
RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Novo Mercado
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Novo Mercado
RUMO S.A.	Novo Mercado
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SAO MARTINHO S.A.	Novo Mercado
SENIOR SOLUTION S.A.	Novo Mercado
SER EDUCACIONAL S.A.	Novo Mercado
SLC AGRICOLA S.A.	Novo Mercado
SMILES FIDELIDADE S.A.	Novo Mercado
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	Novo Mercado
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	Novo Mercado
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Novo Mercado
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	Novo Mercado
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	Novo Mercado

TECHNOS S.A.	Novo Mercado
TECNISA S.A.	Novo Mercado
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Novo Mercado
TERRA SANTA AGRO S.A.	Novo Mercado
TIM PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
TOTVS S.A.	Novo Mercado
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	Novo Mercado
TRISUL S.A.	Novo Mercado
TUPY S.A.	Novo Mercado
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	Novo Mercado
VALE S.A.	Novo Mercado
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Novo Mercado
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Novo Mercado
WEG S.A.	Novo Mercado
WIS SOLUÇÕES E CORRETAGEM DE SEGUROS S.A.	Novo Mercado

#### **Grupo Tradicional**

<b>Nome</b>	<b>Segmento de Listagem</b>
ADVANCED DIGITAL HEALTH MEDICINA PREVENTIVA S.A.	Tradicional
AES ELPA S.A.	Tradicional
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A	Tradicional
AMBEV S.A.	Tradicional
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	Tradicional
AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	Tradicional
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	Tradicional
BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
BAUMER S.A.	Tradicional
BICICLETAS MONARK S.A.	Tradicional
BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.	Tradicional
BOMBRIL S.A.	Tradicional
CAMBUCI S.A.	Tradicional
CELULOSE IRANI S.A.	Tradicional
CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.	Tradicional
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	Tradicional
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN	Tradicional
CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG	Tradicional
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	Tradicional
CIA ENERGETICA DE BRASILIA	Tradicional
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	Tradicional
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	Tradicional
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	Tradicional
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Tradicional
CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES	Tradicional
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	Tradicional
CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	Tradicional
CIA SIDERURGICA NACIONAL	Tradicional
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	Tradicional
CIA TECIDOS SANTANENSE	Tradicional
CONSERVAS ODERICH S.A.	Tradicional
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	Tradicional
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	Tradicional
CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA	Tradicional
COSAN LIMITED	Tradicional
CREMER S.A.	Tradicional

CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	Tradicional
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Tradicional
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Tradicional
DOHLER S.A.	Tradicional
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	Tradicional
DUFREY A.G.	Tradicional
ELECTRO ACO ALTONA S.A.	Tradicional
ELEKEIROZ S.A.	Tradicional
ELEKTRO REDES S.A.	Tradicional
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	Tradicional
EMAE - EMPRESA METROP. AGUAS ENERGIA S.A.	Tradicional
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A. ENCORPAR	Tradicional
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	Tradicional
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	Tradicional
FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	Tradicional
GP INVESTMENTS LTD.	Tradicional
GPC PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
GRAZZIOTIN S.A.	Tradicional
GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.	Tradicional
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Tradicional
HOTEIS OTHON S.A.	Tradicional
IDEIASNET S.A.	Tradicional
IGB ELETRÔNICA S/A	Tradicional
INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	Tradicional
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES	Tradicional
INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	Tradicional
ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	Tradicional
JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Tradicional
JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	Tradicional
KARSTEN S.A.	Tradicional
KEPLER WEBER S.A.	Tradicional
LOJAS AMERICANAS S.A.	Tradicional
LOJAS HERING S.A.	Tradicional
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	Tradicional
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	Tradicional
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	Tradicional
METALGRAFICA IGUACU S.A.	Tradicional
METALURGICA RIOSULENSE S.A.	Tradicional
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	Tradicional
MINASMAQUINAS S.A.	Tradicional
MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
MONTEIRO ARANHA S.A.	Tradicional
MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	Tradicional
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	Tradicional
PANATLANTICA S.A.	Tradicional
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	Tradicional
PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	Tradicional
POLPAR S.A.	Tradicional
RECRUSUL S.A.	Tradicional
REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Tradicional
RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	Tradicional
SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	Tradicional
SAO PAULO TURISMO S.A.	Tradicional

SCHULZ S.A.	Tradicional
SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	Tradicional
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	Tradicional
SPRINGER S.A.	Tradicional
SUZANO HOLDING S.A.	Tradicional
TEC TOY S.A.	Tradicional
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	Tradicional
TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	Tradicional
TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	Tradicional
TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	Tradicional
TELEFÔNICA BRASIL S.A	Tradicional
TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	Tradicional
TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	Tradicional
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	Tradicional
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Tradicional
WETZEL S.A.	Tradicional
WHIRLPOOL S.A.	Tradicional
WILSON SONS LTD.	Tradicional
WLM PART. E COMÉRCIO DE MÁQUINAS E VEÍCULOS S.A.	Tradicional



**APÊNDICE C – MARKET-TO-BOOK VALUE: RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO  
PERÍODO 2004-2008**

**Grupo Níveis Diferenciados**

<b>Nome</b>	<b>Segmento de Listagem</b>
ALPARGATAS S.A.	Nível 1
BRADSPAR S.A.	Nível 1
BRASKEM S.A.	Nível 1
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	Nível 1
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Nível 1
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Nível 1
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Nível 1
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	Nível 1
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	Nível 1
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	Nível 1
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	Nível 1
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	Nível 1
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Nível 1
FRAS-LE S.A.	Nível 1
GERDAU S.A.	Nível 1
METALURGICA GERDAU S.A.	Nível 1
OI S.A.	Nível 1
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	Nível 1
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Nível 1
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	Nível 2
FORJAS TAURUS S.A.	Nível 2
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Nível 2
MARCOPOLO S.A.	Nível 2
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	Nível 2
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Nível 2
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	Nível 2
SUL AMERICA S.A.	Nível 2
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	Nível 2
B2W - COMPANHIA DIGITAL	Novo Mercado
B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO	Novo Mercado
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	Novo Mercado
BRF S.A.	Novo Mercado
CCR S.A.	Novo Mercado
CIA HERING	Novo Mercado
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Novo Mercado
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	Novo Mercado
COSAN S.A.	Novo Mercado
CPFL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	Novo Mercado
CSU CARDSYSTEM S.A.	Novo Mercado
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	Novo Mercado
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	Novo Mercado
DURATEX S.A.	Novo Mercado
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Novo Mercado
EMBRAER S.A.	Novo Mercado

ENEVA S.A	Novo Mercado
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
ETERNIT S.A.	Novo Mercado
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Novo Mercado
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Novo Mercado
GAFISA S.A.	Novo Mercado
GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
GRENDENE S.A.	Novo Mercado
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Novo Mercado
HYPERA S.A.	Novo Mercado
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Novo Mercado
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Novo Mercado
IOCHPE MAXION S.A.	Novo Mercado
JBS S.A.	Novo Mercado
JHSF PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
LIGHT S.A.	Novo Mercado
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	Novo Mercado
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Novo Mercado
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Novo Mercado
LOJAS RENNER S.A.	Novo Mercado
LUPATECH S.A.	Novo Mercado
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Novo Mercado
MAHLE-METAL LEVE S.A.	Novo Mercado
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Novo Mercado
MARISA LOJAS S.A.	Novo Mercado
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Novo Mercado
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
NATURA COSMETICOS S.A.	Novo Mercado
ODONTOPREV S.A.	Novo Mercado
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	Novo Mercado
POMIFRUTAS S/A	Novo Mercado
PORTO SEGURO S.A.	Novo Mercado
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	Novo Mercado
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Novo Mercado
RAIA DROGASIL S.A.	Novo Mercado
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Novo Mercado
RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Novo Mercado
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Novo Mercado
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SAO MARTINHO S.A.	Novo Mercado
SLC AGRICOLA S.A.	Novo Mercado
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Novo Mercado
TECNISA S.A.	Novo Mercado
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Novo Mercado
TERRA SANTA AGRO S.A.	Novo Mercado
TIM PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
TOTVS S.A.	Novo Mercado
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	Novo Mercado
TRISUL S.A.	Novo Mercado
TUPY S.A.	Novo Mercado

ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
VALE S.A.	Novo Mercado
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Novo Mercado
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Novo Mercado
WEG S.A.	Novo Mercado

### Grupo Tradicional

Nome	Segmento de Listagem
AMBEV S.A.	Tradicional
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	Tradicional
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	Tradicional
BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
BAUMER S.A.	Tradicional
BICICLETAS MONARK S.A.	Tradicional
CELULOSE IRANI S.A.	Tradicional
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN	Tradicional
CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	Tradicional
CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG	Tradicional
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	Tradicional
CIA ENERGETICA DE BRASILIA	Tradicional
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	Tradicional
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	Tradicional
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	Tradicional
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Tradicional
CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES	Tradicional
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	Tradicional
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Tradicional
CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	Tradicional
CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA	Tradicional
CIA SIDERURGICA NACIONAL	Tradicional
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	Tradicional
CIA TECIDOS SANTANENSE	Tradicional
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	Tradicional
COSAN LIMITED	Tradicional
CREMER S.A.	Tradicional
CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	Tradicional
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Tradicional
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Tradicional
DOHLER S.A.	Tradicional
ELEKEIROZ S.A.	Tradicional
ELEKTRO REDES S.A.	Tradicional
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	Tradicional
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	Tradicional
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	Tradicional
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	Tradicional
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	Tradicional
FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	Tradicional
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	Tradicional
GP INVESTMENTS LTD.	Tradicional
GPC PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
GRAZZIOTIN S.A.	Tradicional
GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	Tradicional
IDEIASNET S.A.	Tradicional
INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	Tradicional
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	Tradicional

INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	Tradicional
ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	Tradicional
JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	Tradicional
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Tradicional
JOSAPAR-JOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	Tradicional
KARSTEN S.A.	Tradicional
LOJAS AMERICANAS S.A.	Tradicional
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	Tradicional
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	Tradicional
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	Tradicional
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	Tradicional
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	Tradicional
MONTEIRO ARANHA S.A.	Tradicional
MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	Tradicional
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	Tradicional
PANATLANTICA S.A.	Tradicional
PBG S/A	Tradicional
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	Tradicional
PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	Tradicional
POLPAR S.A.	Tradicional
REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Tradicional
RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	Tradicional
SAO PAULO TURISMO S.A.	Tradicional
SCHULZ S.A.	Tradicional
SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	Tradicional
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	Tradicional
SPRINGER S.A.	Tradicional
SUZANO HOLDING S.A.	Tradicional
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	Tradicional
TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	Tradicional
TELEFÔNICA BRASIL S.A	Tradicional
TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	Tradicional
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	Tradicional
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Tradicional
WHIRLPOOL S.A.	Tradicional
WILSONS SONS LTD.	Tradicional
WLM PART. E COMÉRCIO DE MÁQUINAS E VEÍCULOS S.A.	Tradicional

**APÊNDICE D – MARKET-TO-BOOK VALUE: RELAÇÃO DE COMPANHIAS DO  
PERÍODO 2013-2017**

Nome	Grupo Níveis Diferenciados	Segmento de Listagem
ALPARGATAS S.A.		Nível 1
BRADSPAR S.A.		Nível 1
BRASKEM S.A.		Nível 1
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS		Nível 1
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO		Nível 1
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO		Nível 1
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG		Nível 1
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT		Nível 1
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA		Nível 1
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA		Nível 1
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL		Nível 1
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA		Nível 1
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO		Nível 1
FRAS-LE S.A.		Nível 1
GERDAU S.A.		Nível 1
METALURGICA GERDAU S.A.		Nível 1
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES		Nível 1
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS		Nível 1
AES TIETE ENERGIA SA		Nível 2
ALUPAR INVESTIMENTO S/A		Nível 2
AZUL S.A.		Nível 2
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.		Nível 2
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR		Nível 2
ENERGISA S.A.		Nível 2
KLABIN S.A.		Nível 2
MARCOPOLO S.A.		Nível 2
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.		Nível 2
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS		Nível 2
RENOVA ENERGIA S.A.		Nível 2
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES		Nível 2
SUL AMERICA S.A.		Nível 2
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.		Nível 2
VIA VAREJO S.A.		Nível 2
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.		Novo Mercado
ANIMA HOLDING S.A.		Novo Mercado
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.		Novo Mercado
ATACADÃO S.A.		Novo Mercado
B2W - COMPANHIA DIGITAL		Novo Mercado
B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO		Novo Mercado
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.		Novo Mercado
BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES SA		Novo Mercado
BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A.		Novo Mercado
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.		Novo Mercado
BR PROPERTIES S.A.		Novo Mercado
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.		Novo Mercado
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS		Novo Mercado
BRF S.A.		Novo Mercado

CAMIL ALIMENTOS S.A.	Novo Mercado
CCR S.A.	Novo Mercado
CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	Novo Mercado
CIA HERING	Novo Mercado
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	Novo Mercado
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Novo Mercado
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	Novo Mercado
CIELO S.A.	Novo Mercado
CONSTRUTORA TENDA S.A.	Novo Mercado
COSAN LOGISTICA S.A.	Novo Mercado
COSAN S.A.	Novo Mercado
CPFL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	Novo Mercado
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	Novo Mercado
CSU CARDSYSTEM S.A.	Novo Mercado
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Novo Mercado
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	Novo Mercado
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	Novo Mercado
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	Novo Mercado
DURATEX S.A.	Novo Mercado
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Novo Mercado
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Novo Mercado
EMBRAER S.A.	Novo Mercado
ENEVA S.A	Novo Mercado
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Novo Mercado
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
ETERNIT S.A.	Novo Mercado
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Novo Mercado
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Novo Mercado
FIBRIA CELULOSE S.A.	Novo Mercado
FLEURY S.A.	Novo Mercado
GAFISA S.A.	Novo Mercado
GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.	Novo Mercado
GRENDENE S.A.	Novo Mercado
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Novo Mercado
HYPERA S.A.	Novo Mercado
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Novo Mercado
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Novo Mercado
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	Novo Mercado
INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A.	Novo Mercado
IOCHPE MAXION S.A.	Novo Mercado
IRB - BRASIL RESSEGUROS S.A.	Novo Mercado
JBS S.A.	Novo Mercado
JHSF PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
JSL S.A.	Novo Mercado
KROTON EDUCACIONAL S.A.	Novo Mercado
LIGHT S.A.	Novo Mercado
LINX S.A.	Novo Mercado
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Novo Mercado
LOJAS RENNER S.A.	Novo Mercado
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	Novo Mercado

M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Novo Mercado
MAGAZINE LUIZA S.A.	Novo Mercado
MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	Novo Mercado
MAHLE-METAL LEVE S.A.	Novo Mercado
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Novo Mercado
MARISA LOJAS S.A.	Novo Mercado
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Novo Mercado
MOVIDA PARTICIPACOES SA	Novo Mercado
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
MULTIPLUS S.A.	Novo Mercado
NATURA COSMETICOS S.A.	Novo Mercado
ODONTOPREV S.A.	Novo Mercado
OMEGA GERAÇÃO S.A.	Novo Mercado
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
PARANAPANEMA S.A.	Novo Mercado
PBG S/A	Novo Mercado
PETRO RIO S.A.	Novo Mercado
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	Novo Mercado
PORTO SEGURO S.A.	Novo Mercado
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	Novo Mercado
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Novo Mercado
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Novo Mercado
QUALICORP S.A.	Novo Mercado
RAIA DROGASIL S.A.	Novo Mercado
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Novo Mercado
RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Novo Mercado
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Novo Mercado
RUMO S.A.	Novo Mercado
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SAO CARLOS EMPREENDE E PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SAO MARTINHO S.A.	Novo Mercado
SENIOR SOLUTION S.A.	Novo Mercado
SER EDUCACIONAL S.A.	Novo Mercado
SLC AGRICOLA S.A.	Novo Mercado
SMILES FIDELIDADE S.A.	Novo Mercado
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	Novo Mercado
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	Novo Mercado
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Novo Mercado
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	Novo Mercado
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	Novo Mercado
TECHNOS S.A.	Novo Mercado
TECNISA S.A.	Novo Mercado
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Novo Mercado
TERRA SANTA AGRO S.A.	Novo Mercado
TIM PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
TOTVS S.A.	Novo Mercado
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	Novo Mercado
TRISUL S.A.	Novo Mercado
TUPY S.A.	Novo Mercado
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Novo Mercado
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	Novo Mercado
VALE S.A.	Novo Mercado
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Novo Mercado

Nome	Grupo Tradicional	Novo Mercado	Segmento de Listagem
WEG S.A.			
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A			Tradicional
AMBEV S.A.			Tradicional
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.			Tradicional
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS			Tradicional
BAUMER S.A.			Tradicional
BICICLETAS MONARK S.A.			Tradicional
BIOTOSCANA INVESTIMENTS S.A.			Tradicional
CELULOSE IRANI S.A.			Tradicional
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA			Tradicional
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN			Tradicional
CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG			Tradicional
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA			Tradicional
CIA ENERGETICA DE BRASILIA			Tradicional
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE			Tradicional
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE			Tradicional
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN			Tradicional
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS			Tradicional
CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES			Tradicional
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO			Tradicional
CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA			Tradicional
CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA			Tradicional
CIA SIDERURGICA NACIONAL			Tradicional
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS			Tradicional
CIA TECIDOS SANTANENSE			Tradicional
CONSERVAS ODERICH S.A.			Tradicional
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.			Tradicional
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.			Tradicional
CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA			Tradicional
COSAN LIMITED			Tradicional
CREMER S.A.			Tradicional
CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.			Tradicional
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.			Tradicional
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS			Tradicional
DOHLER S.A.			Tradicional
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.			Tradicional
DUFRY A.G.			Tradicional
ELECTRO ACO ALTONA S.A.			Tradicional
ELEKEIROZ S.A.			Tradicional
ELEKTRO REDES S.A.			Tradicional
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR			Tradicional
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.			Tradicional
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR			Tradicional
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A			Tradicional
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.			Tradicional
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS			Tradicional
GP INVESTIMENTS LTD.			Tradicional
GRAZZIOTIN S.A.			Tradicional
GUARARAPES CONFECOES S.A.			Tradicional
INVESTIMENTOS BEMGE S.A.			Tradicional
ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC			Tradicional
JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.			Tradicional



JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Tradicional
JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	Tradicional
KEPLER WEBER S.A.	Tradicional
LOJAS AMERICANAS S.A.	Tradicional
LOJAS HERING S.A.	Tradicional
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	Tradicional
METALGRAFICA IGUACU S.A.	Tradicional
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	Tradicional
MONTEIRO ARANHA S.A.	Tradicional
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	Tradicional
PANATLANTICA S.A.	Tradicional
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	Tradicional
POLPAR S.A.	Tradicional
PPLA PARTICIPATIONS LTD.	Tradicional
RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	Tradicional
SAO PAULO TURISMO S.A.	Tradicional
SCHULZ S.A.	Tradicional
SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	Tradicional
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	Tradicional
SPRINGER S.A.	Tradicional
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	Tradicional
TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	Tradicional
TELEFÔNICA BRASIL S.A	Tradicional
TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	Tradicional
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	Tradicional
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Tradicional
WHIRLPOOL S.A.	Tradicional
WILSON SONS LTD.	Tradicional
WLM PART. E COMÉRCIO DE MÁQUINAS E VEÍCULOS S.A.	Tradicional