UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÃO

MARCIO AUGUSTO MIGUEL CUNHA

**O efeito da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro
das empresas: uma análise empírica no mercado brasileiro**

Orientadora Profa. Dra. Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO
2016

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão
Preto

Profa. Dra. Sonia Valle Walter Borges de Oliveira
Chefe do Departamento de Administração

2016

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Cunha, Marcio Augusto Miguel.

O efeito da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas: uma análise empírica no mercado brasileiro. Ribeirão Preto, 2016.

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

Orientadora: Krauter, Elizabeth.

1. Governança corporativa. 2. Criação de valor para o acionista.

MARCIO AUGUSTO MIGUEL CUNHA

O efeito da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas: uma análise empírica no mercado brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientadora: Profa. Dra. Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO

2016

Aos meus pais Carlos e Alcina, que
muito me incentivaram e apoiaram nos estudos
aos meus irmãos Fabricio e Henrique muito
me ajudaram e a minha Namorada Juliana que
esteve ao meu lado.

AGRADECIMENTOS

À professora Dra. Elizabeth Krauter, por ter aceitado ser minha orientadora, pelo sua orientação, ensinamentos, paciência e dedicação ao longo dos estudos.

Aos professores do departamento de Administração da USP- FEA de Ribeirão Preto. Em especial ao professor Dr. Tabajara Pimenta Jr que me deu a oportunidade de ser monitor em sua disciplina.

Aos funcionários da USP – FEA de Ribeirão Preto que auxiliaram na condução de procedimentos ao longo do mestrado.

Aos amigos de classe, que inspiraram a busca por conhecimentos e auxiliaram em dúvidas e discussões temáticas.

RESUMO

CUNHA, M. A. M. O efeito da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas: uma análise empírica no mercado brasileiro. 2016. 141f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2016.

Governança corporativa é um conjunto de mecanismos que visa alinhar interesses entre as diferentes partes envolvidas que compõem a empresa. Os interesses muitas vezes são conflitantes em virtude de que o indivíduo tende a maximizar sua utilidade pessoal, e desta discrepância de busca individual surge o conflito, conhecido como de interesse. O conflito pode ocorrer com qualquer envolvido na companhia, porém este trabalho estudará os que ocorrem entre o agente e o principal. O agente pode ser tanto funcionários da empresa, como investidor minoritário, sendo que o principal é representado pelo acionista controlador, que detém o poder sobre a companhia. Os mecanismos de governança corporativa podem ser internos e externos à corporação. Dentre os internos se destacam: conselho de administração, conselho fiscal, estrutura de propriedade, remuneração dos executivos, relatórios contábeis em concordância com as normas internacionais publicados periodicamente, e política de distribuição de dividendos. Dentre os externos os que se destacam são: possibilidade de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo, leis de proteção aos investidores, *cross-listings* e parecer contábil dos relatórios financeiros realizados por empresas externas de auditoria com renome no mercado. O conjunto de mecanismos visa alcançar os princípios básicos de governança corporativa: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. A presente pesquisa investigou a relação entre governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA entre os anos 2010 e 2014, representando o período posterior à crise econômica mundial desencadeada pelos títulos de *subprime* americanos, ocorrida no segundo semestre de 2008, e anterior à crise econômica e política no Brasil, iniciada em 2015. Foi utilizado o índice de governança IGC desenvolvido por Silva e Leal (2005) para medir a governança. O desempenho econômico-financeiro das empresas foi medido através das variáveis Q-tobin e taxa de lucro econômico. O modelo utilizou ferramentas que diminuem os problemas de endogeneidade e causalidade reversa, que são: inserir variáveis de controle e utilizar o método de regressão MMG-Sis (Método dos momentos generalizados – Sistemico). Os resultados obtidos comprovaram o esperado pela literatura, pois o índice de governança corporativa influenciou positivamente o desempenho da empresa. Para a variável taxa de lucro econômico (TLE) o resultado apresentou significância estatística no nível de 5%, o que torna confiável a alegação. Já para a variável Q-tobin, apesar de também apresentar relação positiva com a governança, a análise estatística não se mostrou robusta a ponto de poder exercer alguma afirmativa sobre o resultado. Por fim, a pesquisa observou uma melhora na governança corporativa nas empresas da amostra ao longo dos anos e em relação a outras pesquisas de anos anteriores.

Palavras-chave: Governança corporativa. Desempenho empresarial. Conflito de interesses. Criação de valor para os acionistas.

ABSTRACT

CUNHA, M. A. M. The effect of corporate governance in the economic and financial performance of companies: an empirical analysis in the Brazilian market. 2016. 141f. Dissertation (Master) – School of Economics, Administration and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2016.

Corporate governance is a set of mechanisms to align interests between the different individuals who compose the company. The interests a lot of times are conflicting because of the individual's seek to maximize their personal utility, and from this discrepancy of individual pursuit comes the conflict, known as interest. Conflict can occur between any involved in the company, but this work study those between the agent and the principal. The agent may be employees of the companies or minority investors and the main one is represented by the controlling shareholder, which holds power over the company. Corporate governance mechanisms can be internal and external to the corporation, the internal are: Board of Directors, audit committee, ownership structure, executive compensation, financial reporting in accordance with international standards published periodically and dividend distribution policy. The external are: possibility of hostile takeover, competitive labor market, protection laws for investors, cross-listings and accounting advice of financial reports made by external companies with renowned consultancy market. The mechanisms aim to achieve the basic principles of corporate governance: transparency, fairness, accountability and corporate responsibility. This study investigated the relationship between corporate governance and the financial performance of Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA between 2010 and 2014, representing the period after the global economic crisis triggered by securities US subprime, in the second half of 2008 and previous economic and political crisis in Brazil, which began in 2015. It was used the IGC governance index developed by Silva and Leal (2005) to measure governance. And the financial performance of the companies was measured by the variables: Q-Tobin and economic profit rate. The model used tools that reduce the endogeneity and reverse causality, which are: insert control variables and use the system GMM (Generalized method of moments) estimator as regression method. The results confirmed the expected by the literature as the corporate governance index positively influenced the performance of the company. For the variable TLE the result was statistically significant at the 5% level, which makes it reliable. As for the Q-tobin variable, although also have positive relationship with governance, statistical analysis was not robust to be able to exercise some confirmation about the result. Finally, research has found improved corporate governance in companies over the years and improvement over other research from previous years.

Key-words: Corporate governance. Business performance. Conflict of interests.

Creating value for shareholders.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tamanho da amostra	68
Tabela 2 - Análise descritiva das variáveis dependentes	94
Tabela 3 - Teste ANOVA das variáveis dependentes	94
Tabela 4 - Análise descritiva das variáveis de controle	95
Tabela 5 – Teste ANOVA para as variáveis de controle	96
Tabela 6 - Resultado do modelo de regressão	97

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - O problema de agência e a governança corporativa.....	29
Figura 2 - A relação entre conselhos, comitês, diretoria e sócios	35
Figura 3 - Risco diversificável e risco sistemático	60
Figura 4 - Reta característica modelo CAPM.....	61
Figura 5 - Classificação do IGC.....	93

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Mecanismos de governança corporativa	29
Quadro 2 - Estudo da arte sobre as gerações de pesquisas sobre governança corporativa	50
Quadro 3 - Níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA	54
Quadro 4 – Questionário do IGC	70
Quadro 5 – Resumo das variáveis	76
Quadro 6 - Coleta de dados do questionário IGC.....	82
Quadro 7 – Média das questões do índice IGC.....	91
Quadro 8 – Pontuação IGC conforme os setores	92

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	20
2.1	TEORIA DA FIRMA	20
2.1.1	<i>Conflito de agência.....</i>	22
2.1.2	<i>Custo gerado pelos conflitos de agência.....</i>	25
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
2.2.1	<i>Pesquisas de governança corporativa.....</i>	30
2.2.1.1	Primeira geração	31
2.2.1.2	Segunda geração	43
2.2.1.3	Terceira geração	45
2.2.1.4	Geração dos métodos estatísticos (GME)	49
2.2.2	<i>Governança corporativa no Brasil.....</i>	52
2.3	MEDIDAS DE DESEMPENHO	56
2.3.1	<i>Custo do capital próprio (k_e).....</i>	59
3	MÉTODOS.....	65
3.1	TIPO DE PESQUISA.....	65
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	66
3.3	VARIÁVEIS E COLETA DE DADOS	68
3.3.1	<i>Variáveis independentes.....</i>	69
3.3.2	<i>Variáveis dependentes</i>	70
3.3.2.1	Taxa de lucro econômico (TLE)	71
3.3.2.2	Q-tobin	72
3.3.3	<i>Variáveis de controle.....</i>	72
3.3.4	<i>Coleta de dados</i>	79
3.3.4.1	Coleta dos dados da variável IGC.....	79
3.3.4.2	Coleta de dados da variável TLE	83
3.3.4.3	Coleta de dados do Q-tobin.....	84
3.3.4.4	Variáveis de controle:	84
3.4	MODELO ESTATÍSTICO	85

3.4.1	<i>Análise descritiva</i>	85
3.4.2	<i>Método de Regressão</i>	86
4	RESULTADOS	89
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	89
4.1.1	<i>Resultados da variável independente</i>	89
4.1.2	<i>Resultados descritivos das variáveis dependentes</i>	93
4.1.3	<i>Resultados descritivos das variáveis de controle</i>	95
4.2	RESULTADO DO MÉTODO DE REGRESSÃO	96
4.3	PRESSUPOSTOS	99
4.4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	100
5	CONCLUSÃO	102
	REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	105
	APÊNDICE	111

1 INTRODUÇÃO

A descentralização e a globalização das empresas possibilitaram o desenvolvimento das empresas em grandes parques fabris disseminados em diferentes lugares do globo, culminando na separação entre a propriedade e controle, pois o detentor de capital precisaria de um agente para realizar a gestão das companhias (BERLE; MEANS, 1932). Para garantir direitos ao agente e poder exercer o controle sobre o mesmo, o detentor de capital necessitaria de contratos com os deveres e direitos entre as partes envolvidas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A empresa é uma organização composta por indivíduos movidos por diferentes interesses no sentido de maximizar sua utilidade pessoal. As relações contratuais entre as partes são caracterizadas como teoria da firma. Os contratos visam garantir que os interesses individuais sejam alcançados, no entanto, a divergência de informações e poder entre os envolvidos comprometem a qualidade dos contratos, gerando conflitos de interesse (BRICKLEY, 2004).

Para Jensen e Meckling (1976), a firma é um ponto de intersecção de relacionamentos contratuais entre indivíduos, em que o principal delega ao agente a autoridade da tomada de decisões. Esta relação, conhecida como Teoria da Agência, pode apresentar desalinhamento de interesses, pois os envolvidos tendem a maximizar a utilidade individual, gerando conflito de interesse entre as partes. Para Brickley (2004), elaborar contratos e aprimorar o monitoramento das ações dos executivos são formas de tentar evitar os conflitos de agência, no entanto, estas ações incorrem em custos conhecidos como custos de agência. Os mecanismos que visam mitigar os custos gerados pelo conflito de agência são conhecidos como governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008). La Porta et al. (1998) expandiram os estudos de conflito de agência ao relatarem que grande número de empresas de diferentes países apresentam capital concentrado¹, ao invés do capital difuso². Desta forma, o conflito de

¹ “O controle é exercido por um acionista ou grupo de acionistas, vinculado por acordo de sócios ou sob controle comum, que possui formalmente mais de 50% das ações ou quotas com direito a voto da organização” (IBGC, 2009, p. 17).

agência também pode ocorrer entre o acionista majoritário (controlador) e os acionistas minoritários. Por fim, La Porta et al. (1998) concluíram que em países que praticam a lei do tipo *common law* as empresas tendem a ter a estrutura de capital pulverizada, e em países que praticam a lei do tipo *civil law* as empresas são em sua maioria com capital concentrado, ou seja, um grande acionista é detentor do controle da mesma. Assim sendo, o Brasil, com a lei do tipo *civil law*, apresenta grande parte das empresas com o controle concentrado, desta forma, o problema de agência se configura principalmente entre o acionista controlador e os investidores minoritários.

Governança corporativa é um conjunto de mecanismos internos e externos à empresa que tem por finalidade minimizar o conflito de interesses. Para o IBGC (2009, p.19) “[...] é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”. Silveira, Barros e Famá (2003) e Silveira (2010) apresentam os principais mecanismos internos como sendo: conselho de administração, conselho fiscal, sistema de remuneração executiva, estrutura de propriedade e relatórios contábeis em concordância com as normas internacionais publicados periodicamente. Como mecanismos externos os principais são: possibilidade de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo, leis de proteção aos investidores, *cross-listings* e parecer contábil dos relatórios financeiros realizados por empresas externas (independentes) de auditoria com renome no mercado. A governança corporativa se estende além dos mecanismos apresentados e deve englobar os princípios propostos pelo IBGC (2009): transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

A governança corporativa foi precedida por alguns estudos que contribuíram para o desenvolvimento do conceito. Coase (1937) abordou a caracterização de como a firma é composta. Berle e Means (1932) apontaram para a separação de propriedade e controle nas grandes empresas e Fama (1980) apontou os pontos positivos da separação que permitiu a expansão em escala mundial das organizações. Jensen e Meckling (1976) abordaram a teoria

² “A composição acionária está dispersa entre um grande número de acionistas, de tal forma que não exista um acionista ou grupo de acionistas capaz de exercer o controle de forma permanente” (IBGC, 2009, p. 18).

da agência e os conflitos que podem ocorrer em decorrência da relação entre principal e agente. La Porta et al. (1998, 2000, 2002) apresentaram que o conflito de agência que ocorre na maior parte das economias mundiais são entre acionista controlador e minoritário. Segundo Silveira (2010), as pesquisas de governança se dividem em três gerações de pesquisa, a primeira estuda individualmente os mecanismos internos de governança, a segunda estuda os mecanismos externos, e a terceira estuda os mecanismos agrupados através de um índice. Conforme o estudo de Morey et al. (2009) as pesquisas de governança aumentam em virtude de crises financeiras globais ou em virtude de escândalos econômico-financeiros de grandes empresas. Silveira (2010) apontou que diversas companhias apresentaram falhas de governança que culminaram em escândalos e em prejuízos aos investidores, como destaque: as empresas americanas Enron e WordCom em 2001, a europeia Parmalat em 2003, a japonesa Livedoor em 2006 e as brasileiras Sadia em 2008 e Petrobrás em 2014. Silveira (2010) acrescenta que devido à baixa qualidade da governança, algumas empresas ficaram expostas à crise econômica do *subprime* de 2008: Agreco, Lehman Brothers, Bear Sterns, AIG, Aracruz, Siemens, Madoff, Stanford Bank e Satyam.

As pesquisas de Governança Corporativa que serviram de embasamento teórico para este estudo são do tipo empírica, em que são utilizados valores reais das empresas, coletados de fontes primárias ou secundárias, para que possam ser trabalhados pelos autores. Os estudos sobre o tema variam pelas variáveis consideradas e pelo método estatístico empregado. As variáveis podem ser: para medir o desempenho, o nível de governança e as variáveis utilizadas para controlar efeitos endógenos sobre as variáveis de interesse. Os métodos estatísticos são utilizados para analisar a relação entre as variáveis. Os autores tendem a buscar em seus estudos a análise que permita evitar problemas estatísticos, como os apresentados por Börsch-supan e Köke (2002): causalidade reversa, endogeneidade, viés de seleção da amostra e erro de mensuração das variáveis. A causalidade reversa, de acordo com Silveira (2010, p.120), é quando a causa é confundida com o efeito e é tido um pelo outro, ou seja, o autor espera que a variável independente cause efeito na dependente, porém a variável dependente também pode influenciar os valores da variável independente. Para Himmelberg et al (1999, p.359) a endogeneidade ocorre quando uma variável influencia as variáveis independentes e dependentes, porém não faz parte do modelo. Silveira (2010, p.121) apresenta variáveis ausentes como variáveis independentes relevantes para o modelo e que

são omitidas do modelo, o autor também comenta sobre o viés da amostra, que ocorre quando a amostra não é escolhida aleatoriamente e assim pode acontecer de os resultados serem enviesados. Para os autores Silveira (2010), Wintoki et al. (2008), Barros et al. (2010) o método estatístico mais recomendado para os estudos de governança corporativa é o Método dos Momentos Generalizados (MMG).

Nessa linha de estudo, a presente pesquisa utilizou o método de regressão estatística, o MMG-Sis, que é o mais recomendado pelos pesquisadores em governança corporativa, para analisar os efeitos da governança corporativa sobre o desempenho da companhia, ou seja, a pesquisa utilizou a ferramenta estatística de regressão multivariada mais recomendada, para estudar os efeitos que a pontuação em um índice de governança corporativa faz no desempenho das empresas analisadas. É relevante o uso desse modelo de regressão pois minimiza os efeitos de causalidade reversa e endogeneidade das variáveis, e ainda conta com poucas pesquisas que empregaram tal método

Além da contribuição de utilizar um método de regressão mais atualizado para investigar a relação entre governança corporativa e o desempenho empresarial, esta pesquisa se destaca, em relação a outras, pelo uso da variável TLE (taxa de lucro econômico). Essa variável, que é uma adaptação do EVA®, por si só não representa o diferencial da pesquisa, pois outras pesquisas já a utilizaram, no entanto, a novidade reside no método de cálculo utilizado, em que empregou-se as recomendações apresentadas pela pesquisa de Araújo, Lima e Assaf Neto (2008) para o cálculo do custo de capital próprio (k_e), o qual compõe o cálculo do TLE. Nesse método de cálculo os autores informam como encontrar o valor do custo do capital próprio em mercados com economia ineficientes sem ter prejuízo nos pressupostos teóricos que reside sobre a variável. Ainda como contribuição, a atual pesquisa utilizou a variável de desempenho Q-tobin, que por ser vastamente utilizada em outras pesquisas, permite que seja feita comparações dos resultados encontrados

O estudo teve como população alvo as empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores no mercado brasileiro. A amostra utilizada no modelo foi escolhida pelo autor de acordo com a conveniência e a expectativa do mesmo, o que configura, assim, uma amostra não probabilística. Essa amostra é composta pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA durante os anos 2010 e 2014, com exceção das empresas do setor financeiro, com resultados do lucro líquido negativos ou empresas com baixo volume de negociação no mercado. A

variável independente foi o índice IGC desenvolvido por Silva e Leal (2005); as variáveis dependentes foram o Q-Tobin, desenvolvido por Tobin (1958) e simplificado por Chung e Pruitt (1994) e a taxa de lucro econômico, adaptada do EVA®; e as variáveis de controle utilizadas no modelo foram: tamanho da empresa (LOGAT), receita (VPA), alavancagem financeira (END), custo do capital de terceiros (k_i) e as variáveis *dummies* ano e setor.

A justificativa para a escolha da população alvo é a de representar o estudo em uma economia com pouca proteção ao investidor e mais suscetível a escândalos de corrupção e desvios de dinheiro, pois, segundo Francis et al.(2013) os mecanismos de governança corporativa são ferramentas mais necessárias em economias com essa característica. O Brasil, por exemplo, tem apresentado em diversas oportunidades, escândalos financeiros envolvendo empresas, como, por exemplo, em 2014, que, de acordo com o jornal britânico “The Guardian” (2014), encarou o maior escândalo de corrupção da história do país, tendo como epicentro a empresa Petrobrás. O esquema envolveu diversas empreiteiras e setores do governo. De acordo com a divulgação do resultado apresentado pela própria companhia, “o valor da baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente no ativo imobilizado oriundos do esquema de pagamentos indevidos descoberto pelas investigações da Operação Lava-Jato[...] foi de R\$6.194 milhões” (PETROBRAS, 2015, p.1). Outro exemplo no mercado brasileiro foi a empresa Sadia, que em 2008 alavancou financeiramente o investimento em capitais especulativos, sem o consenso dos acionistas, o que culminou na derrocada da companhia e a posterior venda de seus ativos para a principal concorrente. Assim sendo, o mercado de capitais brasileiro tem evoluído no sentido de promover segurança para os investidores, através de medidas como a nova lei das Sociedades Anônimas³, as recomendações da BM&FBOVESPA e a atuação mais incisiva de órgãos reguladores, como a CVM (Comissão de Valores Mobiliários). No entanto, escândalos financeiros como os da Sadia e Petrobrás evidenciaram a necessidade da governança corporativa como forma de garantir a segurança dos investidores.

Mesmo que os mecanismos de governança corporativa sejam ferramentas importantes para superar crises econômicas de grande escala, na atual pesquisa procurou-se evitar

³ A nova Lei das Sociedades Anônimas (S. A.) será apresentada na revisão bibliográfica

influências externas que pudessem enviesar os resultados obtidos. Assim, o período amostral é posterior à grande crise do *subprime* - 2008 e 2009 - e anterior à crise econômica do mercado brasileiro - 2015 - em que o país entrou em retrocesso devido a diversos fatores políticos e econômicos. Assim sendo, a pesquisa não busca analisar se a governança auxilia o enfrentamento de crises, mas sim, se ela causa melhor desempenho econômico das empresas.

Por fim, a pesquisa teve como objetivo geral investigar a influência da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro da companhia. Além do objetivo geral, a pesquisa teve os seguintes objetivos específicos:

- investigar a evolução do nível da governança corporativa aplicada pelas empresas que compõem a amostra ao longo do período estudado;
- analisar a influência do desempenho passado das companhias em relação ao nível de governança adotado;
- identificar o nível de governança corporativa das empresas da amostra, apontando quais mecanismos são adotados.

Desse modo, a pergunta a ser respondida com este estudo é: O desempenho econômico e financeiro de uma empresa é influenciado pelo nível de governança corporativa adotado?

Visto que a governança corporativa é um tema amplo que envolve diversas áreas, este estudo seguiu na mesma linha de pesquisas, como as de Morey et al. (2009), Silveira et al. (2009), Sami et al. (2011) e Francis et al. (2013), as quais buscaram promover a importância de aplicar os mecanismos como forma de obter melhores resultados corporativos. Dessa forma, comprovar a influência da governança no desempenho econômico e financeiro das companhias ajuda a comprovar e divulgar a relevância deste tema. O estudo serve ainda de instrumento para os gestores, que tentarem implementar melhorias na governança corporativa, justificar os dispêndios para tais melhorias e assim receber apoio de investidores e da alta gerência.

Os resultados da pesquisa e o método adotado serve como referencial para outras pesquisas que visam investigar as influências da governança corporativa. Os dados do nível de governança corporativa de cada empresa podem ser utilizados para analisar o comportamento de certas empresas de acordo com a necessidade do pesquisador. Os valores das variáveis dependentes podem servir de referência para estudar o desempenho das

empresas e serve como valor para comparações. Já o resultado da regressão servirá como instrumento comprobatório da influência das variáveis de modelo, e assim poderá ser utilizado como referência sobre o tema.

Para obter o objetivo geral, a seguir, as seções que irão apresentar as etapas do estudo: (2) revisão da literatura, que permite maior compreensão sobre o tema e serve de suporte teórico para a pesquisa; (3) método empregado no estudo, em que serão explicitadas informações sobre o tipo de pesquisa, a amostra e população, as variáveis e coleta de dados, e os métodos estatísticos empregados; (4) resultados e comentários ; (5) conclusão; e, finalmente, as referências bibliográficas e os apêndices.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção será apresentado o alicerce teórico para a compreensão das motivações e técnicas utilizadas na pesquisa. Primeiramente serão abordados os aspectos gerais do tema, como por exemplo, a teoria da firma e suas peculiaridades e o custo gerado pelo conflito de agência. Posteriormente, a revisão irá tratar da governança corporativa e seus mecanismos como forma de mitigar o conflito de agência. Por fim serão apresentadas as medidas de desempenho utilizadas em diferentes pesquisas que irão fazer parte do presente estudo.

A pesquisa bibliográfica buscou informações em artigos publicados em revistas acadêmicas, em que foi dada prioridade para pesquisas que contribuíram com as ferramentas, métodos e linha de raciocínio abordados neste estudo. Também foi dada prioridade às pesquisas com maiores conceitos de acordo com a qualificação da CAPES⁴, assim como, foram abordadas pesquisas que utilizaram a população alvo semelhante à estudada. Por fim, o estudo também recorreu a publicações em livros e artigos científicos consagrados com o tempo. As ferramentas para busca foram os sites do Google Acadêmico⁵, Scopus⁶ e *Web of Science*⁷. As palavras buscadas foram as que irão compor os subtítulos desta seção

2.1 Teoria da firma

As relações entre os indivíduos em uma empresa ocorrem através de contratos, que são estabelecidos entre diferentes agentes, internos e externos à empresa, os quais podem ser funcionários, fornecedores, sindicatos, seguradoras, acionistas, clientes, bancos, entre outros. A teoria da firma está baseada nas relações contratuais que ocorrem entre diferentes indivíduos. (Brickley, 2004)

⁴ <https://qualis.capes.gov.br/>

⁵ <https://scholar.google.com.br/>

⁶ <https://www.scopus.com/>

⁷ <http://apps.webofknowledge.com>

Com a descentralização das empresas que culminaram em grandes parques fabris diversificados por diferentes regiões, ocorreu o rompimento entre o detentor da propriedade (acionista) e o detentor do controle (diretor). Os autores Berle e Means (1932), tidos como os pioneiros a respeito do tema, apontaram para essa separação entre controle e propriedade, ao indicarem alguns benefícios, porém informaram que os interesses entre proprietário e diretor podem divergir.

Coase (1937) iniciou o conceito da firma e seus custos internos ao estudar o porquê da existência das empresas. Ao relacionar os custos internos de uma companhia com os custos de uma transação diretamente através do mercado, o autor tentou explicar que a companhia se justificaria quando os custos da firma fossem menores que o custo da transação através do mercado. Dentre os custos internos estudados pelo autor, o custo de agência foi um dos apresentados.

Na teoria da firma, o acionista é detentor do capital, porém precisa do conhecimento e da força de trabalho do gerente para poder gerar retorno sobre seu investimento. Já o gerente, precisa do capital do acionista para poder financiar as suas operações. Para estabelecer esta relação, os dois indivíduos assinam um contrato em que se especifica: quais as atribuições e deveres do gerente, assim como as alocações e distribuições dos lucros que serão realizados. Nesse ponto é possível visualizar um problema na relação: como garantir que um contrato seja completo a ponto de garantir que o agente irá cumprir todas as responsabilidades exigidas pelo acionista? (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Jensen e Meckling (1976) realizaram um importante trabalho sobre a teoria da firma que a tratam como um ponto de intersecção para uma gama de relacionamentos contratuais entre indivíduos. Para os autores, o relacionamento de agência é definido como um contrato entre o principal e o agente, em que é delegado para este a autoridade da tomada de decisões de tarefas, contanto que estejam alinhadas aos interesses daquele.

Silveira (2010, p.35) adiciona que: “No contexto corporativo, o executivo é o agente que recebe uma procuração com poderes para tomar decisão em favor do conjunto de acionistas, seus principais”.

Também sobre a teoria da firma, Fama (1980) apresenta benefícios da separação entre controle e tomadores de risco em uma companhia. Para o autor, na teoria clássica a firma é

personificada pelo empresário, que assume tanto a gerência quanto o controle do risco, e assim falha em explicar as grandes corporações modernas, pois a gerência e os riscos são tratados como diferentes fatores de produção. O autor aponta para os benefícios da teoria da firma, pois é disciplinada através da concorrência com outras firmas que devido aos desafios dos dois indivíduos, gerente e acionista, força o aperfeiçoamento de dispositivos para um monitoramento eficiente de todo o grupo e de seus indivíduos.

2.1.1 Conflito de agência

O conflito de agência é caracterizado pela divergência de interesses que pode ocorrer entre o principal e o agente. Conforme apresentado acima, na teoria da firma, o principal é o acionista da empresa e o agente são os executivos. De acordo com Jensen e Meckling (1976) a busca por expandir a utilidade de cada indivíduo faz com que o agente nem sempre busque atingir os interesses do principal, mas sim o seu próprio interesse. Saito e Silveira (2008, p.80) adicionam que “se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal”.

De acordo com Brickley (2004) o conflito de agência é regido por contratos firmados entre agente e principal, e esses tentam definir quais os deveres do agente para atender o interesse do principal, no entanto, como o executivo é detentor de informações desconhecidas pelos acionistas, o agente busca expandir sua utilidade pessoal através de ações que não necessariamente estão alinhadas com os interesses dos acionistas. O autor apresenta alguns exemplos de divergência de interesses como: i) dedicação do capital humano dos executivos, visto que aumenta o desempenho da empresa, porém reduz a utilidade dos agentes; ii) investimentos em benefícios e regalias aos executivos; iii) diferença de aceitação ao risco, visto que o executivo dedica muito tempo à empresa e pode ficar adverso a assumir projetos com alto risco; e iv) diferenças nos prazos de retorno dos projetos adotados.

Silveira (2010, p.37) argumenta que os contratos, tanto explícitos quanto implícitos, nem sempre podem ser cumpridos. O problema na elaboração dos mesmos faz surgir os

chamados direitos de controles residuais, que são os direitos de tomar decisões não previstas no contrato. De acordo com o autor, os executivos possuem mais conhecimento do negócio que os acionistas, assim ficam livres para alocar os recursos nos controle residuais, o que pode acarretar, na visão dos acionistas, em um comportamento incorreto dos executivos.

Para Shleifer e Vishny (1997, p.741), os problemas na elaboração dos contratos faz surgir os direitos de controle residual, que são decisões que devem ser tomadas e não constam nos contratos. Os autores informam que mesmo que os acionistas tentem elaborar contratos em que todos os direitos residuais de controle sejam realizados pelos mesmos, os executivos são detentores de mais informações sobre a empresa, portanto não é viável que os acionistas tomem estas decisões de controles residuais e sim os executivos.

No modelo adotado por Berle e Means (1932) a relação de agência é composta por empresas com o capital difuso, ou seja, com pouca concentração acionária na posse de um indivíduo. Para colaborar com este modelo, Fama (1980) afirma que devido à estratégia de diversificação de risco adotada pelos investidores, os acionistas buscavam expandir a carteira de investimento aplicando seu capital em diversas empresas, assim, seu capital ficava pulverizado em várias ações. De acordo com o autor, nesta estratégia, o acionista não poderia ter a atenção voltada para uma empresa, e o executivo (agente) teria menos cobrança por parte de seus principais. Por fim o autor sugere que o contrato firmado entre as partes deva contar com cláusulas *ex-ante* e *ex-post* para mitigar este conflito e melhorar o monitoramento por parte do acionista, e também informa que as competições no mercado de gestores, tanto interno quanto externo à empresa são importantes para monitorar as atitudes de seus executivos.

Jensen e Meckling (1976) também apresentam o modelo de capital difuso para apresentar a relação de agência como sendo entre acionista e executivo, no entanto apresentam na seção 4 de seu trabalho o problema de agência que pode ocorrer entre credores e acionista, e na seção 6 apresentam a extensão que pode ser aplicada à essa análise, e sugerem a aplicação em diferentes tipos de organização.

La Porta et al.(1998) argumentam que a estrutura de controle através de capital disperso, ou pulverizado, não é comum na maioria dos países, mesmo que seja em países desenvolvidos. Na pesquisa os autores analisaram 27 países de economias tidas como

saudáveis, e constataram que somente em países com a estrutura legal muito forte e que protege bem o acionista é utilizado o controle disperso, no restante o controle das empresas é realizado por pequenos grupos, em sua maioria famílias ou governo.

Adicionalmente Carvalho (2002, p.20) conclui que é predominante no mundo a configuração acionária em que um acionista é detentor do controle da empresa ao contrário do conceito de capital pulverizado.

De acordo com Leal et al. (2002, p.8):

Poucos são os países que se caracterizam por empresas com propriedade difusa. Esta estrutura de propriedade ocorre basicamente em grandes corporações de países com tradição jurídica anglo-saxã. Países como França, Itália e Alemanha, entre outros, caracterizam-se por forte concentração de propriedade e controle.

Jensen e Meckling (1976) apontaram que a relação de ações de controle em posse de um acionista que informa se o capital é disperso ou concentrado, é conhecida como estrutura de propriedade da empresa.

La Porta et al. (2000, p.4) nomearam os acionistas controladores e os executivos como investidores internos, e os acionistas minoritários e credores como investidores externos. Para os autores a expropriação que os internos provocam sobre os externos pode correr de diferentes formas: os internos podem simplesmente *roubar* o lucro; podem vender para outras empresas que os internos são proprietários - produtos, ações e títulos por um preço abaixo do valor de mercado; podem instalar familiares dentro do corpo executivo da empresa; ou fornecer salários acima do valor de mercado para os executivos.

O Brasil, conforme pesquisas que serão apresentadas adiante, é um país com baixa proteção legal para os acionistas, assim, de acordo com o apresentado até então, em países com essa característica, o conflito de agência ocorre principalmente entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

2.1.2 Custo gerado pelos conflitos de agência

O conflito de agência incorre em diferentes custos para a organização. De acordo com Jensen e Meckling (1976) os custos são decorrentes dos seguintes aspectos: (i) criação de contratos entre agente e principal; (ii) monitoramento das atividades e resultados dos agentes; (iii) esforço do agente para demonstrar que suas atividades estão em concordância com o acordado com o principal; (iv) custos residuais decorrentes da divergência do interesse entre principal e agente. Segundo os autores, o custo de agência é a soma desses custos e pode surgir em qualquer situação que envolva o esforço entre duas pessoas. “Na relação entre acionistas e executivos, os custos do tipo perdas residuais são aqueles decorrentes de decisões tomadas pelos executivos que não visam maximizar a riqueza dos acionistas.” (SILVEIRA, 2010, p.35). Também para Brickley (2004), monitorar as ações dos executivos ou obter acesso às informações da empresa incorre em custos aos acionistas, conhecidos como custo de agência, que podem surgir da criação e estruturação de contratos entre principal e agente; dos gastos de monitoramento das atividades do agente por parte do principal; e dos gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais.

Outro custo gerado pelo conflito de agência é o que pode ocorrer quando a estrutura de propriedade da empresa é de um acionista detentor do controle da empresa. O acionista majoritário pode obter benefícios próprios através da expropriação da riqueza dos minoritários. De acordo com Saito e Silveira (2008, p.85), “um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrincheiramento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa”.

Como forma de mitigar os diversos custos de agência, o autor Fama (1980) apresenta que a própria concorrência do mercado de trabalho dos executivos implica em uma forma de mitigar os custos gerados por estes conflitos. O autor argumenta que internamente à empresa, o executivo é analisado e controlado pelo gerente superior e inferior. No âmbito externo, o executivo é controlado e analisado pela concorrência imposta por outros executivos e pelo mercado de trabalho.

Empresas que estão inseridas em mercados com alto nível de competição apresentam baixo custo de agência, isto se deve ao fato de que a própria concorrência exige que a empresa adote mecanismos que incorram em menos custos gerados pelo problema de agência. (SILVEIRA, 2010). No entanto, para Shleifer e Vishny (1997), mesmo que seja consenso que a competição de mercado é provavelmente a influência mais forte no sentido da eficiência econômica, ela não é suficiente para resolver os problemas do conflito de agência.

Dentre as diferentes formas de mitigar os custos de agência, destaca-se neste estudo e nas pesquisas apresentadas mais adiante, a governança corporativa. Conforme apresentado por Love (2011, p.45), “governança corporativa destina-se a resolver o que é conhecido como problema de agência que ocorre entre acionistas e executivos ou entre acionistas majoritários e acionistas minoritários”.

Assaf Neto (2012, p.40) adiciona que:

Governança corporativa visa proteger os investidores externos de eventuais excessos dos investidores internos (administradores e acionistas controladores). A governança corporativa pode ter sua origem identificadora nos problemas de agência, que crescem bastante com a diluição do capital das empresas, e a separação entre propriedade e controle.

2.2 Governança Corporativa

Governança corporativa “é um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivos e controle, que visam a minimizar custos decorrentes do problema de agência” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p.80).

Para Backers (2002, p.1):

Governança corporativa pode ser definida como o conjunto de normas, regras e valores que moldam o comportamento dos gerentes das empresas. Sistemas de governança são estabelecidos para medir desempenho, planejar o negócio e premiar ou punir os gerentes de acordo com os resultados, tudo no interesse de quem, no final, são os verdadeiros donos da empresa - seus acionistas.

Shleifer e Vishny (1997, p.738, tradução nossa) acrescentam: “Indivíduos que inserem capital na empresa precisam de garantias que irão ter retorno sobre o mesmo. Os mecanismos de governança corporativa proporcionam esta segurança”.

Para Bianchi et. al. (2009, p.22):

A governança corporativa pode ser entendida como um sistema de gestão que busca priorizar uma relação ética entre a empresa e seus grupos de interesse. A preocupação com um relacionamento mais transparente visa, em sua essência, assegurar a longevidade de uma relação de parceria entre o principal e o agente, que, de modo geral, são entendidos como acionista e gerentes, respectivamente.

Os mecanismos de governança podem ser internos e externos à empresa. Como mecanismos internos destacam-se: o conselho de administração, o sistema de remuneração, a estrutura de capital, a atuação de investidores institucionais; e externo: ambiente institucional e legal em que a empresa está inserida, possibilidade de aquisição hostil e fiscalização dos agentes de mercado (SILVEIRA, 2010). Para o autor, dentre os mecanismos apresentados, o que pode ser considerado como principal é o conselho de administração. Ainda segundo o autor, as principais responsabilidades do conselho são decidir sobre grandes questões do negócio e monitorar os executivos a favor dos acionistas.

Para o IBGC (2009) o conselho de administração representa o elo entre propriedade e gestão. Ele é responsável pela determinação das estratégias adotadas pela empresa e por gerenciar conflitos e divergências de opiniões. Para o instituto são responsabilidades do conselho: apoiar e principalmente supervisionar a gestão da empresa, pois deverá prestar contas para os acionistas.

Assaf Neto (2012) argumenta que para uma boa governança corporativa é necessário que a empresa considere cinco valores: *fairness*, *disclosure*, *accountability*, *compliance* e *effectiveness*. Estes podem ser apresentados respectivamente como: (i) maior justiça, pois não permite discriminação dos minoritários; (ii) mais transparência, a empresa revela e disponibiliza informações para todos interessados; (iii) prestação de contas, pois revela maior responsabilidade pelos tomadores de decisões; (iv) conformidade, significa o cumprimento das leis, normas, regulamentos e outras exigências; e (v) eficácia, pois serão adotados modelos e instrumentos de gestão que permitem que a empresa demonstre: continuidade, capacidade de gerar lucros e criar riqueza. Enfim, para o autor, a governança corporativa deve

estar focada em criar valor para o acionista, porém também deverá respeitar os relacionamentos com os *stakeholders*.

Silva e Leal (2005) elaboraram um índice que mede o nível de governança corporativa e apresentaram quatro categorias que a classifica: *disclosure*, conselho de administração, estrutura de capital, e direitos do acionista. Para os autores, *disclosure* é definida pelas datas da divulgação dos resultados, se a empresa adotou normas internacionais de contabilidade e se foi realizada auditoria externa nas demonstrações financeiras da empresa. O conselho de administração é caracterizado pelos critérios que a empresa deve adotar, como: diretor e presidente do conselho devem ser pessoas diferentes; o conselho não deve ser composto por indivíduos relacionados com os diretores ou com o acionista controlador; tamanho do conselho deve ser composto de cinco a nove indivíduos; os membros do conselho devem ter um ano de mandato; e precisa existir um conselho fiscal permanente. Já para a estrutura de capital, a empresa precisa que: o controlador possua menos de 50% das ações com direito a voto; porcentagem de ações com direito a voto superior a 80%; a relação de ações com direito a voto e as de fluxo de caixa sejam maior ou igual a um; a porcentagem de *free-float* esteja acima de 25%. Por fim, para os direitos do acionista, os autores apresentam que os contratos da empresa devem proteger os direitos do acionista minoritário, como *tag along* além do mínimo requerido pela lei, direito de voto além do requerido por lei, e estabelecer arbitragem para resolver conflitos corporativos.

A Figura 1 apresenta um resumo da governança corporativa e o problema de agência.

Figura 1 - O problema de agência e a governança corporativa

Fonte: SILVEIRA, BARROS e FAMÁ. 2003, p. 58

Os mecanismos da governança foram estudados por diferentes pesquisadores em diferentes épocas. O consenso da literatura sobre os mecanismos de governança corporativa está apresentado no quadro 1, que serão corroborados pelo estudo da arte das pesquisas sobre o tema que será apresentado a seguir.

Quadro 1 - Mecanismos de governança corporativa

Tipo de Mecanismo	Mecanismo	Descrição
Interno	Conselho de Administração	Grupo de pessoas escolhidas principalmente pelos acionistas as quais têm a finalidade de supervisionar e escolher os executivos, como também tomar as principais escolhas estratégicas da companhia.
Interno	Sistema de remuneração	A forma e o montante da remuneração dos executivos podem determinar o alinhamento dos interesses entre as partes.

Interno	Estrutura de Propriedade	Representa a quantidade e o tipo de ações em posse do acionista controlador.
Interno	Transparência	As demonstrações financeiras, contábeis e econômicas , assim como as decisões e notícias relevantes devem ser apresentadas a todos os envolvidos no mesmo momento, de forma a evitar informação privilegiada por uma das partes.
Interno	Política de dividendos	Determina qual a quantidade do lucro da companhia que será dividida com os acionistas.
Externo	Possibilidade de aquisição hostil	Muitas companhias possuem regras e cláusulas que dificultam a aquisição da companhia por outros acionistas, desta forma, quanto menor barreira para essa aquisição, melhor o mecanismo se configura.
Externo	Leis de proteção aos investidores	O mecanismo está relacionado com o ambiente institucional e regulador em que a empresa está inserida.
Externo	<i>cross-listings</i>	Listagem dos papéis da companhia em mercados internacionais.
Externo	Fiscalização de agentes do mercado	Maior fiscalização exige maior transparência da companhia, assim como ocorre um maior escrutínio externo das decisões tomadas. São exemplos de agentes: Agências de classificação de risco, os analistas de mercado e os fundos de investimentos.

Fonte: Adaptado de SILVEIRA, 2010.

2.2.1 Pesquisas de governança corporativa

Como já apresentado, o estudo de governança corporativa teve início nas análises sobre os conflitos que ocorrem entre diferentes agentes de uma companhia. Pesquisas como a de Berle e Means (1932) que apresentou a ideia do capital difuso dentro das empresas e a de Coase (1937) que apresentou a ideia contratual da firma, foram relevantes para entender a teoria de agência, no entanto o estudo que pode ser entendido como precursor das pesquisas

sobre governança corporativa é o de Jensen e Meckling (1976), que apresentou o conceito do conflito de agência, permitiu a abrangência para outros tipos de conflito, iniciou a ideia da estrutura de capital da empresa, entre outros tópicos que influenciaram muitos pesquisadores sobre o tema.

As pesquisas sobre governança corporativa abordam diferentes aspectos sobre o tema. Silveira (2010) classificou as pesquisas sobre GC em três gerações. A primeira trata de pesquisas que relacionam mecanismos isolados de governança em nível de empresa com o desempenho da mesma, as pesquisas procuraram identificar os melhores mecanismos que representam a governança corporativa. A segunda geração trata de pesquisas que estudaram a governança em nível país, pois estudaram como as leis podem melhorar a proteção para os investidores. Por fim, a terceira geração agrupa os mecanismos, muitas vezes através de um índice, e relaciona com o desempenho das empresas. O autor também apresenta uma próxima geração de pesquisadores que questionaram os métodos estatísticos empregados nas pesquisas de governança corporativa.

A seguir, serão apresentadas cada geração de pesquisas em governança e seus estudos, selecionados com o intuito de contribuir com o desenvolvimento deste trabalho.

2.2.1.1 Primeira geração

Dentro da primeira geração, pode-se destacar alguns mecanismos abordados separadamente pelas pesquisas, como remuneração dos executivos, conselho de administração e estrutura de propriedade.

2.2.1.1.1 Conselho de administração

O conselho de administração é defendido pela teoria de governança como um dos principais mecanismos para minimizar o conflito de interesses, seja entre acionistas e executivos, seja entre acionista controlador e minoritário. As pesquisas que analisaram

empresas americanas sobre este tema, visaram qualificar o conselho de acordo com sua composição e seu tamanho (BHAGAT e BLACK, 2000; HERMALIN e WEISBACH, 2001). Nesta linha de pesquisa, os estudos consideram a composição do conselho como sendo dividida entre: internos, afiliados da empresa e externos. Já em pesquisas que analisaram empresas nacionais, como as realizadas pelos autores Saito e Dutra (2002), Leal e Oliveira (2002), Silveira, Barros e Famá (2003) e Holtz e Sarlo Neto (2014), as análises classificaram o conselho de administração sendo composto por: composição do conselho, tamanho do conselho e separação de cargos entre o diretor executivo e o presidente do conselho.

Os autores Bhagat e Black (2000) estudaram a relação entre a independência dos integrantes dos conselhos de administração com o desempenho das empresas. O estudo apontou para três tipos de conselheiros: conselheiros internos, compostos por executivos da companhia; conselheiros afiliados, que possuem vínculos com os executivos e com a estrutura operacional da empresa; e, por fim, os independentes, que são externos à firma. A amostra contou com as 934 maiores companhias americanas, e o período de análise foi entre os anos de 1985 a 1995. A análise descritiva apontou que a grande maioria das empresas possui maior proporção de conselheiros independentes. Como resultado das análises de regressão múltipla, foi encontrado que empresas com desempenho ruim aumentaram a independência do conselho como estratégia de buscar melhores resultados, no entanto a pesquisa não encontrou relação positiva entre o desempenho e a independência do conselho. Para os autores, algumas prováveis explicações são que o conselho deveria ser melhor dividido entre as três categorias de conselheiros, ou que conselheiros externos podem não ser tão bem informados sobre as operações quanto os internos, ou que membros externos podem não ser tão independentes em relação aos executivos.

Hermalin e Weisbach (2001) realizaram um interessante trabalho em que foi feito um levantamento de pesquisas empíricas sobre o conselho de administração durante 15 anos. Os autores constataram que grande parte das pesquisas focou em analisar a composição e a quantidade de membros do conselho. A seguir os resultados deste trabalho: ao contrário do que a teoria mencionava até então, a composição do conselho não influencia o desempenho corporativo. Depois foi constatado que o tamanho do conselho tem relação negativa com o desempenho. Concluíram também que o desempenho corporativo, a troca do *CEO* e a alteração na estrutura de propriedade são fatores que provocam mudanças na composição do

conselho. Outro ponto importante apresentado pelo estudo é que a composição do conselho e o tamanho estão mais relacionados com atividades inerentes ao próprio conselho, como substituição dos *CEOs*, aquisições, *poison pills* e remuneração executiva, do que com o desempenho operacional. Por fim, os pesquisadores concluíram que a independência do conselho pode variar conforme for alterado o poder de barganha do *CEO* sobre o conselho.

Saito e Dutra (2002) realizaram uma pesquisa com o intuito de analisar o perfil dos conselhos de administração das empresas de capital aberto no Brasil. Como metodologia, os autores adaptaram os critérios da classificação dos conselheiros proposto por Bhagat e Black (2000), assim neste estudo os pesquisadores incluíram a classificação de representantes do grupo controlador e denominaram como independentes somente os membros que não se encaixavam em outras classificações como: representantes do controlador, afiliados e internos. Desta forma os autores puderam analisar a situação do conselho de administração dentro da realidade brasileira, em que o conflito ocorre entre o acionista controlador e o minoritário. O trabalho analisou 142 companhias brasileiras e conclui que os conselhos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores. A pesquisa também apontou para o baixo interesse dos acionistas minoritários em exercer a participação no conselho de administração, pois não se observou a utilização de mecanismos legais que permitissem maior acesso de votos dos acionistas minoritários, como forma de influenciar na composição dos conselhos. Por fim, os autores concluíram que o conselho de administração como mecanismo para mitigar o conflito de interesse, ainda não está exercendo esta função, pois o controlador continua exercendo forte influência nas decisões tomadas pelo conselho, e assim os autores recomendam que o governo e os órgãos reguladores promovam melhorias para garantir que o conselho possa contar com maior participação de representantes dos acionistas minoritários.

Leal e Oliveira (2002) realizaram um levantamento das pesquisas sobre o conselho de administração. Os pesquisadores encontraram que as pesquisas internacionais, mais precisamente nos EUA, trabalham com a ideia de analisar o conselho de administração como mecanismo para mitigar o conflito de interesses entre acionista e executivo. Já no Brasil, a ótica é sobre o conflito entre acionistas controladores e minoritários. Para os autores, na época da realização da pesquisa, havia no Brasil poucos estudos sobre governança corporativa, devido ao fato de ser um tema recente na realidade desta economia, comparado com outros

países. No levantamento foi observado que a maior parte dos conselhos, em empresas brasileiras, não possui a quantidade de membros recomendada pelo IBGC, que varia entre 5 a 9 membros. O estudo apontou também que as empresas brasileiras não apresentaram procedimentos corretos de avaliação dos membros do conselho de administração, dos CEOs e nem mesmo da atuação do próprio conselho. Por fim, foi concluído que os conselhos sofrem muita influência dos controladores e que em muitas empresas, o presidente do conselho é o CEO da companhia.

Silveira, Barros e Famá (2003) estudaram a relação entre aspectos do conselho de administração com o desempenho contábil de 218 empresas brasileiras de capital aberto. O período de análise compreendeu os anos de 1998 a 2000. Os autores utilizaram como indicadores do conselho de administração variáveis que investigaram três aspectos: separação dos cargos entre diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho, e grau de independência do conselho. Para os pesquisadores, se o presidente do conselho fosse também diretor executivo, deveria ter impacto negativo no desempenho, como também o tamanho do conselho deveria ter uma relação não linear com concavidade para baixo, e, por fim, o número de conselheiros independentes deveria ter relação positiva com o desempenho. No entanto, ao executar a regressão linear das variáveis, a pesquisa somente apontou significância estatística para o tamanho do conselho, em que foi constada uma faixa ótima para a quantidade de integrantes no conselho de administração, o que está de acordo com a recomendação do IBGC que aponta entre 5 a 9 indivíduos o número ideal de conselheiros.

Holtz e Sarlo Neto (2014) analisaram os efeitos das características do conselho de administração na qualidade das informações contábeis das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. A amostra foi composta por 207 empresas não financeiras durante o período de 2008 a 2011. A pesquisa considerou como aspectos de análise do conselho: o tamanho do conselho, a independência do conselho e a separação entre os cargos de diretor executivo e presidente do conselho. O estudo concluiu que a independência do conselho e a separação dos cargos exerceram efeitos positivos sobre a qualidade da informação contábil reportada (informatividade), mais precisamente o patrimônio líquido. A independência do conselho também influenciou positivamente a informatividade do lucro. Por fim, os autores constataram que a informatividade do lucro é afetada negativamente por conselhos com grande número de indivíduos.

De acordo com as pesquisas apresentadas acima, o conselho de administração deve ser composto por indivíduos independentes, a quantidade de membros deve variar dentro de uma faixa aceitável de integrantes e o presidente do conselho e o diretor executivo não pode ser a mesma pessoa. (BHAGAT e BLACK, 2000; HERMALIN e WEISBACH, 2001; SAITO e DUTRA, 2002; LEAL e OLIVEIRA, 2002; SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2003; HOLTZ e SARLO NETO, 2013). O IBGC (2009) recomenda que o conselho seja composto entre 5 a 11 membros, que os integrantes sejam preferencialmente externos e independentes, o prazo dos mandatos deve ser de no máximo 2 anos. .

O IBGC (2009) elenca várias atribuições para o conselheiro independente, entre elas pode-se destacar: não ter vínculo com a organização; não ser sócio controlador nem participar do grupo que detém o controle; não ser cônjuge ou parente de algum executivo da organização; ter independência em relação ao CEO (*chief executive officer*).

Figura 2 - A relação entre conselhos, comitês, diretoria e sócios

Fonte: IBGC, 2009, p.16

Silveira (2010, p. 263) apresenta que os conselheiros podem se reunir em comitês para permitir melhor aprofundamento em certas áreas de interesses. Para o autor, estes comitês devem ser compostos somente por conselheiros, no entanto, no Brasil, a presença de pessoas externas pode acontecer, apesar de não recomendado. Segundo o autor, os principais comitês são: de auditoria, de remuneração e de nomeação. O primeiro é recomendado pelos principais códigos de governança, é responsável pelo acompanhamento da elaboração das demonstrações financeiras e por avaliar e acompanhar as auditorias independentes. O segundo comitê é responsável pela política de remuneração dos altos executivos e por definir metas de desempenho da diretoria. O terceiro comitê é responsável por coordenar o processo de seleção de novos membros para o conselho. Por fim, o autor aponta para a existência no Brasil, do conselho fiscal, que é composto por membros externos ao conselho de administração e tem por finalidade fiscalizar os números gerados pela companhia, porém sem ter o poder de deliberar sobre as decisões de negócios. A figura 02 apresenta a relação entre comitês, conselho, acionista e diretores.

Para Silveira, Barros e Famá (2003, p.58) “Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia”.

2.2.1.1.2 Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade foi primeiramente estudada por Berle e Means (1932) ao apresentarem a ideia do capital difuso entre as empresas americanas. No entanto, foram Jensen e Meckling (1976) que nomearam o termo estrutura de propriedade. Posteriormente aumentaram os estudos sobre o tema, como La Porta et al. (1999) que argumentaram que a propriedade difusa é característica específica de poucos países e que a grande maioria das economias apresentava a estrutura de capital concentrado. Pesquisas internacionais estudaram a estrutura de propriedade com a intenção de analisar a influência que a obtenção da propriedade, pelos executivos, poderia ter no desempenho da companhia, como as pesquisas de Morck, Shleifer e Vishny (1988), Cho (1998), Demsetz e Villalonga (2001) e Fahllebrach e Stulz (2009). As pesquisas brasileiras sobre este mecanismo estudaram a relação entre a

concentração de controle pelo acionista majoritário e o desempenho da empresa, como as pesquisas de Leal, Silva e Valadares (2002), Silva e Leal (2003), Silveira et al. (2004) e Caixe e Krauter (2013).

Morck, Shleifer e Vishny (1988) investigaram os efeitos que a posse de ações pelos executivos das empresas produz na valorização de mercado da empresa. Os autores analisaram 371 empresas listadas no *ranking* Fortune 500 no ano de 1980. O estudo concluiu que quando a composição de ações em posse dos executivos aumenta, ocorre o efeito de incentivo provocado pelo alinhamento de interesses entre acionistas e executivos e assim ocorre melhoria no indicador de desempenho de mercado das empresas. No entanto, chega um nível em que o acúmulo de ações pelos executivos ocasiona o efeito entrincheiramento, que é a expropriação de riqueza dos acionistas.

Cho (1998) estudou a relação entre estrutura de propriedade, investimento e valor da empresa. A amostra da pesquisa era formada por 326 empresas listadas no *ranking* Fortune500 no ano de 1991. O autor dividiu a pesquisa em duas etapas, na primeira utilizou o método estatístico *ordinary least squares (OLS)* e na segunda etapa foi empregado o método de regressões simultâneas. Na primeira etapa o autor encontrou resultados condizentes com outras pesquisas empíricas, como a de Jensen e Meckling (1976) sobre a influência que a estrutura de propriedade provoca no investimento, e que este provoca no valor da empresa; e com os resultados encontrados por Morck, Shleifer e Vishny (1988) que apresentam a faixa ótima de concentração de propriedade dos executivos e o valor da empresa. No entanto, na segunda etapa, a pesquisa buscou estudar se a variável estrutura de propriedade poderia ser tratada como exógena para analisar a relação com o valor da empresa, e o resultado foi que a variável deve ser tratada como endógena, pois o investimento afetou o valor da empresa, e este afetou a estrutura de propriedade e não pode ser empregado o sentido inverso desta afirmação.

Demsetz e Villalonga (2001) realizaram uma pesquisa em que a estrutura de propriedade foi investigada sob duas linhas distintas: considerando a porcentagem de ações em posse dos executivos, como também a quantidade de ações em posse dos cinco principais executivos da companhia. Estas variáveis de estrutura de propriedade foram consideradas como endógenas e foram relacionadas com o desempenho. Ao analisar 223 empresas da economia dos EUA durante o período de 1976 a 1980, os autores não encontraram resultados

conclusivos que a empresa tenha melhor resultado em virtude da estrutura de propriedade, e assim os autores concluíram que outros atributos do mercado ou da própria empresa influenciam na estrutura de propriedade e no desempenho da mesma.

A pesquisa de Claessens et al. (2002) analisou os efeitos de incentivo e de entrenchamento da estrutura de propriedade em relação ao valor da empresa. Os autores escolheram, em 1996, 1.301 empresas do leste asiático para o estudo, pois estas apresentam grande porcentagem de concentração acionária, que é a configuração correspondente à grande parte da economia mundial, diferentemente das empresas dos EUA. O estudo concluiu que o valor da empresa aumenta conforme a concentração de ações com direito de fluxo de caixa em posse do acionista controlador aumenta, no sentido oposto, a pesquisa concluiu que o valor da empresa diminui conforme aumenta as ações com direito a voto em posse do acionista controlador. Os autores também concluíram que ocorre desvalorização da empresa quando aumenta a diferença entre ações com direito a voto e as ações com direito a fluxo de caixa em posse dos controladores.

Leal, Silva e Valadares (2002) analisaram 225 empresas brasileiras listadas na BOVESPA em 1998. A pesquisa teve intuito de caracterizar a composição da estrutura de capital das empresas brasileiras. Através de análises descritivas, os autores estudaram a concentração de capital votante, direto e indiretamente, e constataram que geralmente as empresas são controladas pelos três maiores acionistas, caracterizando, assim, a concentração de capital votante. O estudo apontou para o fato de os controladores deterem ações em quantidade maiores que o mínimo para obter o controle das companhias, observando que a estrutura de controle piramidal⁸, apesar de ser comum em economias com concentração de controle, não é comumente utilizada nas empresas da amostra. Por fim, foi constatado que os acionistas controladores também possuíam considerável quantidade de ações sem direito a voto. Para os autores isto se deve ao fato de estas ações terem maior liquidez no mercado.

Silva e Leal (2003) realizaram uma pesquisa em que analisaram a relação entre a estrutura de propriedade, o desempenho da empresa e a política de distribuição de dividendos,

⁸ Controle piramidal é quando o acionista detém o controle através de outras empresas em que o mesmo já é o controlador. Este mecanismo é utilizado para deter o controle de uma empresa a um custo muito menor do que se fosse obtido de maneira direta.

em 225 empresas brasileiras listadas na BOVESPA no ano 2000. A pesquisa apontou relação positiva entre a distribuição de dividendos com o valor da empresa, que, segundo os autores, se deve ao fato de que ao distribuir dividendos, a firma demonstra alinhamento com os interesses dos acionistas minoritários. O estudo também concluiu que a concentração de controle prejudica o desempenho de mercado da empresa. Por fim, os estudos também encontraram desempenho positivo quando o acionista controlador possuía grande número de ações sem direito a voto.

A pesquisa de Silveira et al. (2004) estudou a estrutura de propriedade através da relação entre desempenho da companhia com a diferença entre a quantidade de ações com e sem direito a voto. A hipótese era de que quanto maior a diferença entre controle e propriedade, menor seria o valor de mercado da empresa. A amostra contou com 138 firmas listadas na BOVESPA entre 1999 e 2002. Os pesquisadores adotaram diversas metodologias de regressão, como método dos mínimos quadrados ordinários, método de efeitos fixos e método dos efeitos aleatórios, e assim encontram relação negativa entre as variáveis, no entanto não apresentaram significância estatística. Por fim, os autores concluíram que adotar a relação uma ação um voto, que representa eliminar a diferença entre controle e propriedade, é uma maneira de alinhar os interesses de todos acionistas e assim valorizar a companhia,

Fahlebrach e Stulz (2009) estudaram a dinâmica da relação entre a variação da estrutura de propriedade com o desempenho de mercado da empresa. Os autores analisaram empresas americanas entre os anos de 1988 a 2005, e constataram que o aumento de propriedade, pelos executivos, ocasionou aumento no desempenho da companhia, no entanto, não foi encontrada relação significativa entre a diminuição de propriedade pelos executivos e a baixa do valor de mercado. Os autores concluíram que a variação no desempenho é mais influenciada pela variação da propriedade pelas ações em posse dos executivos, do que pelos diretores e agentes externos. Por fim, a pesquisa constatou que no período analisado houve diminuição de propriedade dos executivos e conforme a empresa aumenta seu desempenho, os executivos tendem a vender suas participações. E ainda, estes aumentam suas participações quando a empresa se encontra com maiores restrições financeiras.

Caixe e Krauter (2013) pesquisaram a relação entre concentração de propriedade e controle com o desempenho de mercado da companhia. Neste estudo foi empregada a técnica estatística de regressão do Método dos Momentos Generalizados Sistêmicos, que visa

eliminar problemas que outros métodos de regressão podem apresentar, como endogeneidade, causalidade reversa e simultaneidade. Os autores analisaram 237 companhias abertas brasileiras entre 2001 e 2010. A pesquisa concluiu a existência de relação quadrática entre concentração de propriedade e valor de mercado, e assim pôde ser examinada a relação negativa entre o desempenho de mercado e a quantidade de ações com direito a voto em posse do acionista majoritário, e a relação positiva do desempenho de mercado com a porcentagem de ações sem direito a voto em posse do mesmo. Para os autores, quanto maior o número de ações com direito a voto pertencente ao controlador, maior a chance do mesmo expropriar a riqueza dos minoritários, e no sentido inverso, quanto maior a porcentagem de ações sem direito a voto desse sujeito, maior o alinhamento com os interesses com dos minoritários, conhecido como efeito incentivo.

Sobre a estrutura de propriedade, o IBGC (2009, p. 21) recomenda que deva ser respeitada a relação uma ação um voto, que representa a equidade do poder político com o poder econômico entre os proprietários. Para o instituto, a exceção a esta relação de uma ação um voto deve ser evitada, e caso ocorra deve ser bem justificada a todos os acionistas. Alguns mecanismos podem aumentar o controle o que pode causar menor qualidade da governança, estes mecanismos são: ações sem direito a voto, estruturas piramidais e restrições às aquisições de controle, como as *poison pills*. Silveira, Barros e Famá (2004) concluíram que a relação uma ação um voto pode eliminar a diferença entre controle e propriedade, e é uma maneira de alinhar os interesses de todos os acionistas e assim valorizar a empresa. Claessens et al. (2002) e Caixe e Krauter (2013) demonstraram que a maior quantidade de ações com direito a voto (ON) em relação a quantidade de ações com direito a fluxo de caixa (PN) em posse do controlador ocasiona desvalorização da empresa, em virtude do desalinhamento de interesses.

2.2.1.1.3 Mecanismos de incentivo e remuneração dos executivos

Sobre o mecanismo de incentivo e remuneração dos executivos, alguns autores como Murphy (1985), Baker (1992), Bebchuck e Grinstein (2005), Azim et al. (2011), Ventura

(2013) e Krauter (2013) estudaram a relação entre a remuneração e o desempenho da empresa.

Murphy (1985) analisou a relação entre remuneração executiva e o desempenho da firma através dos indicadores de mercado: retorno do acionista e desempenho das ações, e através dos indicadores da empresa: vendas e variação de vendas. Na pesquisa o autor utilizou análise estatística através da série temporal e de corte transversal, com isso encontrou resultados robustos de que o desempenho da empresa influencia na remuneração dos executivos.

Baker (1992) estudou as características dos contratos de incentivo quando a remuneração do agente não está baseada nos objetivos do principal. Para o autor, a boa medida de desempenho ocorre quando os produtos providos das ações do agente também gerem resultados nos produtos esperados pelo principal. O autor elenca que os incentivos baseados em bônus e comissões devem ser empregados quando o agente possui conhecimentos válidos sobre a empresa e as medidas de desempenho são de boa qualidade. Já o incentivo através de salário deve ser usado se a informação que detém o agente é não assimétrica sobre o serviço realizado e também não exista boa medida de desempenho. Por fim, a remuneração baseada no total valor da empresa deve ser usada quando existe assimetria de informação do agente sobre o serviço executado e também quando não há boas medidas de desempenho.

Os autores Bebchuck e Grinstein (2005) analisaram o crescimento da remuneração dos executivos americanos durante os anos de 1993 a 2005. O estudo apontou que os salários pagos aos executivos cresceram acima do que pode se justificar pelo crescimento das empresas ou do mercado, além do mais tanto salários fixos como salários atrelados às ações também cresceram, ao invés de um substituir o outro, e por fim, constataram que a parcela da remuneração em relação aos resultados da empresa aumentou de 5% em 1993 para 10% em 2003. Desta forma o estudo apontou para falhas na remuneração dos executivos e para a importância de debater este tema para garantir os interesses dos investidores.

Azim et al. (2011) estudaram a remuneração dos executivos de 200 empresas australianas no período de 2006 a 2009. Os autores buscaram analisar como se comportou a remuneração antes, durante e depois da crise mundial que ocorreu em 2008. Os resultados

apontaram que a remuneração executiva é mais sensível a indicadores de desempenho baseados em valores de mercado do que a indicadores baseados em valores contábeis. Os autores também constataram que antes da crise, a remuneração total dos executivos era sensível ao desempenho, no entanto, posterior à crise somente bônus e opções de ações continuaram correlacionados com o desempenho, pois salário e outras remunerações não apresentaram significância estatística. Por fim, o estudo constatou que as empresas australianas estavam empregando o mecanismo de remuneração de modo a atender os interesses dos acionistas, visto que a remuneração estava ligada a desempenho de mercado das empresas.

Ventura (2013) estudou a relação entre remuneração dos executivos e desempenho das empresas brasileiras entre 2009 e 2011. Neste trabalho foram encontradas relações positivas entre indicadores da remuneração e indicadores de desempenho. O que configura que o mecanismo de remuneração atrelada a resultados é uma forma de melhorar a governança corporativa. Vasconcelos e Monte (2013) também analisaram empresas no período de 2009, no entanto, apesar dos resultados apresentarem relação positiva entre remuneração e desempenho, não apresentaram significância estatística.

Krauter (2013) investigou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro de 82 empresas brasileiras nos anos 2008 e 2009. Na pesquisa, a autora analisou a remuneração em dois aspectos: a remuneração financeira, composta por salário fixo, salário variável e benefícios; e a remuneração não financeira, composta por índices que medem os mecanismos de estímulo e suporte à carreira, à educação e ao desenvolvimento pessoal. O modelo da análise contou com a regressão linear múltipla, tendo indicadores de desempenho como variável dependente e indicadores de remuneração como independentes. O resultado constatou a existência de relação positiva entre a remuneração financeira e a não financeira com as medidas de desempenho.

De acordo com as pesquisas apresentadas acima, pode-se destacar os principais mecanismos internos de governança corporativa como sendo: conselho de administração, estrutura de propriedade e remuneração dos executivos.

2.2.1.2 Segunda geração

A segunda geração de pesquisas em governança corporativa é focada em analisar o aspecto legal dos países como forma de proteção para os acionistas. Os estudos analisam a situação das leis de diferentes países e como impactam na governança corporativa e nos resultados das empresas. Pesquisas de La Porta et al (1998, 2000, 2002), Reese Jr e Weisbach (2002) e Doidge et al. (2009) foram importantes para este tema.

La Porta et al. (1998), realizaram uma pesquisa em 49 países para analisar o grau de proteção dos acionistas e credores das leis de cada país, como também analisaram a origem e o cumprimento destas leis. A pesquisa concluiu que países com a lei do tipo *common law*, que são compostos em sua maioria por países de colonização inglesa, possuem melhor proteção para os investidores, sejam acionistas ou credores. Já os países de lei *French civil law*, em que o Brasil está incluso, apresentaram pior grau de proteção aos investidores. Esta também apresentou o pior resultado no cumprimento das leis. A pesquisa concluiu também que em países com baixa proteção aos investidores, e baixo cumprimento das leis, as empresas apresentaram estrutura de propriedade concentrada, enquanto que o tipo pulverizado de propriedade é mais comum em países com alta proteção aos investidores.

Na pesquisa realizada por La Porta et al. (2000), os autores descreveram a proteção para os investidores externos como fundamental para garantir a existência e a relevância do mercado de capital em uma economia. O estudo apontou a existência de órgãos regulamentadores que promovem os mecanismos que protegem acionistas, como a possibilidade de negociar os papéis em economias com melhores leis de proteção através do *cross-listing* e ou também a exigência de boas práticas por parte do mercado, como maneiras de promover segurança aos investidores. Adicionalmente, os autores apontam que somente mecanismos internos de governança não são suficientes, e que as leis, sejam elas promovidas pelo governo, ou por órgãos reguladores, são cruciais para determinar o grau de investimento que a empresa pode receber dentro da economia em que está inserida.

La Porta et al. (2002) estudaram se os efeitos que a proteção legal aos acionistas minoritários e se a quantidade de ações com fluxo de caixa em posse dos controladores, podem provocar na valorização dos ativos das empresas. A pesquisa investigou as 20 maiores

empresas, que detinham um acionista com ações votantes acima de 10%, em 27 países, o que resultou em uma amostra de 539 empresas. Os autores consideram como proteção legal a origem das leis de cada país e as dividiu entre: *common law* e outras, como também elaboraram um índice que avaliava o grau de proteção de cada país. Os resultados encontrados para a variável de desempenho Q-Tobin estiveram em concordância com a teoria. Pode ser concluído que a falta de proteção legal aos acionistas minoritários é penalizada pela baixa avaliação das ações das empresas nesta economia. Também foi constatado que a quantidade de ações com direito a fluxo de caixa em posse dos controladores, como forma de incentivo, provocam valorização das empresas, especialmente em países com baixa proteção legal aos investidores. Os autores concluíram que incentivos e proteção legal são o caminho para atrair investidores externos.

Reese Jr e Weisbach (2002) estudaram os motivos e os efeitos que as empresas não americanas buscam ao listarem seus papéis na bolsa de valores nos EUA. Conhecida como *cross-listing*, esta operação permite que os papéis dessas empresas possam ser negociados no mercado americano. Os autores analisaram 2038 empresas inseridas na lista de *cross-listings* entre os anos de 1985 a 1999. A pesquisa investigou economias com baixa e alta proteção aos acionistas, e identificou divergência de interesses, pois em economias com forte proteção, foi constatado que ocorrem aumento de lançamento de ações das empresas na economia americana, já nas economias com baixa proteção, aumentaram o número e o valor das ações no país de origem das empresas. Para os autores, países com leis fracas, em sua maioria compostos pelo tipo *civil-law*, buscam o *cross-listing* como forma de incorporar as leis americanas para minimizar a expropriação por parte dos controladores, e assim se tornar um mecanismo de proteção para investidores minoritários. O estudo informa que ocorre uma contradição, pois ao operar em um mercado com leis mais ativas, incorrerá em mais custos para o controlador expropriar a riqueza dos investidores, no entanto, a explicação que a pesquisa encontrou é a de que com a listagem em economias com leis mais severas, reduz o custo de aquisição de capital. Portanto, a pesquisa concluiu que onde falta proteção legal aos investidores, a estratégia de *cross-listing* é uma forma de acessar a segurança das leis severas de outros países e assim proteger os investidores e concomitantemente valorizar os ativos das empresas.

Doidge et al. (2009) investigaram a teoria de que o alto nível de benefícios privados do controle, usufruídos pelo acionista majoritário, faz com que as empresas tendem menos a escolher a listagem na bolsa de valores dos EUA através do *cross-listing*, pois estariam mais suscetíveis às restrições diretas e indiretas da economia americana, e assim os controladores teriam seus benefícios privados prejudicados. Restrições diretas são as leis aplicáveis às empresas de acordo com o tipo de listagem que adotam, enquanto as indiretas são a fiscalização exercida pelos analistas do mercado, conhecidos como *gate-keepers*. A pesquisa analisou mais de 4000 empresas de 31 diferentes países, e concluiu que as empresas evitam o *cross-listing* quando o acionista majoritário tem alto nível de controle e quando for grande a diferença entre as ações com direito a voto e as com direito a fluxo de caixa. Os autores também encontraram diminuição da desvalorização proveniente da diferença do tipo de ações do controlador, quando as empresas estão listadas na bolsa americana. A pesquisa também investigou a diferença entre os dois tipos de restrição da economia dos EUA, e concluiu que a restrição direta, provocada pelas leis mais severas, é a principal responsável por afastar os controladores, detentores de muitos benefícios privados, já a restrição indireta não influencia a decisão dos controladores de evitar o *cross-listing*. De acordo com os autores, a justificativa é que as restrições legais são mais severas no sentido de evitar que controladores expropiem o capital de minoritários.

De acordo com as pesquisas acima, os mecanismos externos de governança corporativa que se destacaram foram: possibilidade de aquisições hostis, *cross-listings* e leis de proteção do país. Silveira (2010) adiciona como mecanismo externo a realização de auditoria independente através de empresas externas com reconhecimento pelo mercado.

2.2.1.3 Terceira geração

A terceira geração é composta por pesquisas que estudam um conjunto de mecanismos de governança corporativa reunidos, muitas vezes agrupados em um índice, como Silveira, Barros e Famá (2004), Silva e Leal (2005) e o banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) que desenvolveram um índice através de um questionário, que aborda os principais mecanismos. Nesta geração as pesquisas não mais procuram identificar os mecanismos, mas

buscam quantificar qual o nível de governança adotado pelas empresas e relacionar com o desempenho das mesmas.

Silveira Barros e Famá (2004) desenvolveram o índice IGOV que mede a qualidade da governança corporativa das empresas, este índice é composto por 20 questões binárias que analisam a qualidade de acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do conselho e estrutura de propriedade. O estudo também investigou alguns determinantes que podem influenciar na qualidade da governança corporativa. Através da técnica de regressão múltipla transversal foram estudadas 161 empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2002, e foi constatado que os desempenhos das empresas podem influenciar os níveis de governança praticados, o que corrobora a hipótese de endogeneidade da governança corporativa em relação ao desempenho. A pesquisa também constatou melhor qualidade do índice IGOV para empresas de maior tamanho e para empresas com ADRs.

Klapper e Love (2004) investigaram os mecanismos internos de governança corporativa e a relação dos mesmos com o ambiente legal do país de proteção aos investidores, como também relacionaram governança com desempenho operacional e de mercado das empresas. A amostra foi composta por 495 empresas de 25 países no ano 2000. Como indicador de governança, os autores utilizaram o índice CLSA que conta com 57 questões binárias de governança, que abordam mecanismos internos e externos de governança. Para analisar desempenho, a pesquisa utilizou Q-Tobin e ROA (*return on assets*) para desempenho de mercado e operacional, respectivamente. O estudo concluiu que a governança corporativa está positivamente correlacionada com as medidas de desempenho, e esta relação é mais significativa em países com baixa proteção legal para os investidores. Assim, para os autores, a governança corporativa tem maior relevância nos resultados da empresa do que as leis do país. No entanto, os pesquisadores alertam que a governança somente não substitui a fraqueza das leis do país, pois no estudo foi constatado que empresas de países com menos proteção legal se encontram em posição pior no ranking do índice de governança CLSA.

Durnev e Kim (2005) utilizaram o índice CLSA para medir a governança e a lista de *disclosure* da agência *Standard & Poors* para medir a transparência de 494 empresas de 24 países, no ano 2000. Os autores analisaram que três atributos das empresas, ou seja, oportunidade de investimento, financiamento externo e concentração de propriedade com direito sobre o fluxo de caixa, estão positivamente relacionados com os indicadores de

governança e de transparência. Os autores também encontraram relação positiva entre a qualidade de governança e a valorização da empresa, medida através da variável Q-Tobin. Por fim, a pesquisa concluiu que a baixa proteção legal de alguns países pode ser compensada pela boa governança corporativa que a empresa adotar.

Os autores Silva e Leal (2005) desenvolveram um índice que mede o nível de governança corporativa praticado pela empresa. Conhecido como índice de governança corporativa (CGI ou IGC), é composto por 15 questões binárias que analisam a empresa em 4 subgrupos de governança: *disclosure*, conselho de administração, estrutura de propriedade e direitos dos acionistas. Nesta pesquisa foi analisada a relação entre o grau de governança e o desempenho operacional e de mercado, de 131 empresas listadas na bolsa BM&FBOVESPA, de 1998 a 2002. O estudo conclui que somente 4% das empresas analisadas apresentavam um nível de governança considerado bom. Também foram constatados grande concentração de controle e divergência entre a posse de ações com direito a voto e com direito a fluxo de caixa pelos controladores. A pesquisa encontrou relação positiva entre o nível de governança corporativa e os indicadores de desempenho, tanto operacional (ROA) quanto de mercado (Q-Tobin), no entanto, o último não teve significância estatística.

Silveira, Barros e Famá (2006) utilizaram o índice IGOV para medir o nível de governança de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA durante o ano de 2002. A pesquisa analisou a influência da qualidade da governança sobre o valor de mercado das companhias. Os métodos estatísticos de regressão empregados foram três: a regressão OLS o método do mínimo quadrado de dois estágios (MQ2E) e o método dos momentos generalizados (MMG). Os métodos instrumentais, MQ2E e MMG, são mais sofisticados e buscam minimizar os efeitos de causalidade reversa e de endogeneidade da variável de governança corporativa. Como resultado, a pesquisa encontrou relação positiva e com significância estatística entre qualidade da governança e variáveis de valor das empresas. O estudo também revelou que 75% das empresas apresentavam pontuação de governança inferior à metade da pontuação do índice, e o valor da média foi ainda menor, próximo de 25% do valor máximo da pontuação do índice.

Silveira et al. (2009) utilizaram o índice CGI para analisar a evolução e os determinantes da governança corporativa em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. A amostra contou com 200 empresas e a análise foi feita entre 1998 e

2004. Os autores chegaram à conclusão que a adoção das práticas de governança corporativa no Brasil aumentaram durante os anos analisados, no entanto, a qualidade da governança em média, ainda era muito baixa. A pesquisa também concluiu que melhor qualidade de governança está relacionada positivamente com o desempenho econômico e financeiro das empresas, porém os autores apontam para o fato de que a governança corporativa é endógena e que pode ocorrer causalidade reversa entre desempenho e governança.

Francis et al. (2013) estudaram como a governança corporativa influencia as restrições financeiras em empresas no mercado emergente. A pesquisa também analisou se a governança em nível empresarial é um substituto para as leis de proteção em nível país. Foram estudadas 362 empresas de 14 países emergentes durante o ano 2000. O indicador de governança utilizado foi o CLSA. A pesquisa concluiu que melhor governança corporativa reduz a sensibilidade da relação fluxo de caixa e investimento, e que também ocorre maior acesso a financiamento externo, o que justifica o aumento da alavancagem financeira. Foi constatado que os benefícios da governança têm maiores impactos em países com legislação fraca de proteção aos investidores. Por fim, o estudo constatou que a governança corporativa em nível empresarial é uma forma de a empresa compensar a falha das leis de proteção ao investidor do país em que a empresa está inserida.

A pesquisa de Catapan e Colauto (2014) estudou a relação entre o nível de governança corporativa, obtido através do índice CGI, com o desempenho financeiro e econômico de empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2010 e 2012. As variáveis de desempenho financeiro utilizadas foram: de retorno (ROA e ROE) e de lucro (EBITDA), e a variável econômica foi o Q-Tobin. O estudo apontou que quanto melhor o *disclosure* das informações, melhor os resultados financeiros e econômicos das empresas. Os autores concluíram através das técnicas de regressão *Pooled OLS* e dados em painéis com efeitos fixos e aleatórios, que o nível de governança possui relação estatisticamente positiva com os resultados de desempenho econômico e financeiro das firmas analisadas.

2.2.1.4 Geração dos métodos estatísticos (GME)

Com muitas pesquisas que comprovam empiricamente que a governança corporativa traz benefícios para o resultado e para o valor da empresa, deveria esta ser uma questão encerrada. No entanto, alguns pesquisadores questionaram as metodologias aplicadas nos estudos realizados. Börsch-supan e Köke (2002) apontaram os seguintes problemas que podem ter ocorrido em outras pesquisas: (i) causalidade reversa ou endogeneidade da variável de governança corporativa; (ii) variáveis ausentes no modelo; (iii) viés de seleção da amostra; e (iv) erro de mensuração das variáveis. Para os autores estes problemas devem ser verificados quando se for analisar o impacto da governança no desempenho das empresas. Já os autores Wintoki et al. (2009), Arellano e Bond (1991), Blundell e Bond (1998) e Barros et al. (2010) alegaram que o método de cálculo econométrico que melhor representa a relação entre governança corporativa e desempenho deve ser o método dos momentos generalizados (MMG), pois este método diminui os erros de endogeneidade e causalidade reversa das variáveis analisadas.

Wintoki et al. (2009) utilizaram o método MMG, que foi proposto por Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998), como forma de evitar os erros de heterogeneidade não observada e simultaneidade. O primeiro representa a omissão de variáveis que influenciam tanto a variável dependente quanto a independente, e o segundo representa a causalidade reversa que ocorre entre as variáveis. A pesquisa estudou como que o método dinâmico MMG é diferente de outros métodos aplicados por muitos autores para analisar a relação entre desempenho e governança corporativa (estrutura do conselho) e também para analisar determinantes da estrutura do conselho. Na primeira análise foi constatado que o resultado da regressão modificou muito quando inseriu o controle para efeitos dinâmicos, já na segunda análise não ocorreu muita influência do modelo em relação aos outros. Para os autores, o MMG é importante quando variáveis do tempo anterior influenciam variáveis atuais, assim, o desempenho passado influencia a governança atual, e vice e versa. A amostra estudada na pesquisa contou com mais de 6000 empresas entre os anos de 1991 e 2003. Os outros métodos estatísticos inseridos no estudo como comparação com o MMG foram: OLS (*ordinary least square*), dados em painéis fixos e OLS dinâmico.

Barros et al. (2010) apontaram os diferentes problemas de endogeneidade dos regressores, que podem ocorrer ao utilizar regressões lineares para identificar relações de causalidade entre as variáveis de finanças corporativas, como também apresentaram diferentes métodos para minimizar esses problemas. Na pesquisa os autores utilizaram amostra simulada que representa dados financeiros e testaram diferentes métodos estatísticos. O estudo concluiu que a melhor metodologia estatística, que diminui erros advindos da endogeneidade das variáveis, é o método dos momentos generalizados sistêmico (MMG-Sis), o que corrobora os resultados obtidos no estudo realizado por Wintoki et al. (2009).

O estudo da arte feito para apresentar as gerações e os mecanismos principais de governança corporativa está representado no quadro 2.

Quadro 2 - Estudo da arte sobre as gerações de pesquisas sobre governança corporativa

Geração	Pesquisas	Assunto
Precusores da governança corporativa	Coase (1937); Berle e Means (1932); Jensen e Meckling (1976); Fama (1980); Shleifer e Vishny (1997); La Porta et al. (1998).	Apresentam a teoria da firma, as teorias de diversificação de capital, a teoria dos contratos e as teorias de conflitos de interesses que precedem o estudo de governança corporativa.
1ª Geração	<p>Pesquisas internacionais:</p> <ul style="list-style-type: none"> Bhagat e Black (2000); Hermalin e Weisbach (2001). <p>Pesquisas nacionais:</p> <ul style="list-style-type: none"> Saito e Dutra (2002); Leal e Oliveira (2002); Silveira, Barros e Famá (2003); Holtz e Sarlo Neto (2014). 	Pesquisas que analisaram o conselho de administração com sendo o mecanismo de governança corporativa.
	<p>Pesquisas internacionais:</p> <ul style="list-style-type: none"> Morck, Shleifer e Vishny (1988); Cho (1998); Demsetz e Villalonga (2001); Claessens et al. (2002); Fahlenbrach e Stulz (2009). <p>Pesquisas nacionais:</p> <ul style="list-style-type: none"> Leal, Silva e Valadares (2002); 	A estrutura de propriedade foi o mecanismo abordado nesses estudos.

(continua)

	Silva e Leal (2003); Silveira et al. (2004); Caixe e Krauter (2013).	
	Murphy (1985); Baker (1992); Bebchuck e Grinstein (2005); Azim et al. (2011); Ventura (2013); Krauter (2013).	Incentivo e remuneração dos executivos é estudado como mecanismo interno de governança corporativa.
2ª Geração	La Porta et al. (1998, 2000, 2002);	Estudaram a influência do aspecto legal dos países como forma de proteção dos acionistas.
	Reese Jr e Weisbach (2002); Doidge et al. (2009).	Analysaram os mecanismos externos: <i>cross-listing</i> e influencia dos fiscais de mercado.
3ª Geração	<p>Pesquisas internacionais:</p> <ul style="list-style-type: none"> Klapper e Love (2004); Durnev e Kim (2005); Francis et al. (2013); <p>Pesquisas nacionais:</p> <ul style="list-style-type: none"> Silveira, Barros e Famá (2004, 2006); Silva e Leal (2005); Silveira et al. (2009); Catapan e Colauto (2014) 	Utilizaram índices de governança, os quais visam agrupar os principais mecanismos internos e externos que os autores julgam interessantes. As pesquisas buscam relacionais tais índices com o desempenho das companhias.
GME	Arellano e Bond (1991); Blundell e Bond (1998); Börsch-supan e Köke (2002); Wintoki et al. (2009); Barros et al. (2010)	Questionaram os métodos estatísticos utilizados na 3ª Geração e propuseram metodologias para melhor abordagem estatística para os estudos de governança corporativa

(conclusão)

2.2.2 Governança corporativa no Brasil

Entender o contexto da governança corporativa no Brasil é importante para verificar a evolução das pesquisas e do pensamento sobre o tema aplicado no mercado composto pelas empresas da amostra da pesquisa. Neste tópico serão apresentados elementos para a compreensão desse contexto.

A preocupação com os investidores, que é abordada através da governança corporativa, é uma discussão muito recente no Brasil, e iniciou-se na segunda metade da década de 90, quando em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros Administrativos (IBCA), que em 1999 passaria a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). De acordo com Silveira (2010, p.176), anterior a este período, o financiamento às empresas era realizado pelo Estado, seja através da criação de grandes empresas estatais, seja pela concessão de longo prazo a grandes conglomerados. Segundo o autor, este cenário de baixa competição, de baixa fonte de financiamento, agravado pelo fechamento do mercado nacional, culminou na criação de um *establishment* corporativo tripartite, composto por empresas estatais, companhias multinacionais e conglomerados familiares sendo os mesmos, responsáveis por determinarem o nível de proteção aos investidores até a década de 90.

Na década de 1970, o governo promoveu estratégias de estímulo ao mercado de capitais no país, através de incentivos tributários para empresas que captassem no mercado ou para os investidores que acreditssem nestas empresas. Estas medidas aumentaram a quantidade de firmas com capital aberto, próximo de 600 empresas no final dos anos 80. (BLACK et al. 2008, p.4). No entanto, de acordo com Póvoa (2010, p.201) ,o incentivo permitiu, através da Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), promulgada em 1976, a composição de capital das empresas como sendo de 1/3 de ações ordinárias (ON) e 2/3 de ações preferenciais (PN). Esta liberdade de captar através de ações sem direito a voto viria a ser no futuro grande agravante do problema de governança corporativa no país, que consiste na concentração do controle e a baixa quantidade de ações com direito a fluxo de caixa em posse do controlador. Segundo Black et al. (2008, p.4), quando o incentivo sobre o imposto terminou na década de 1980, muitas empresas abertas voltaram a ser de capital fechado. Para os autores, neste período, a

Bolsa de Valores do Rio de Janeiro deixou de existir e, assim, somente a bolsa de São Paulo perdurava com o mercado de ações.

Na década de 1990 ocorreram privatizações de grandes companhias estatais, seja total ou parcial, e possibilitaram a estas figurarem como principais empresas negociadas na bolsa de valores. No entanto, nos processos de privatização, ao invés do governo promover a captação de investimento através do lançamento de ações ao mercado aberto, e assim resultar em um capital mais disperso, o governo optou pela maximização dos resultados através da venda das ações para grandes blocos de controle. Para isso, em 1997, foram realizadas alterações na Lei das Sociedades Anônimas, eliminando o direito de *tag along* dos acionistas minoritários para garantir maior prêmio pelo controle. (SILVEIRA, 2010, p.178).

Em 1997, houve uma reforma da antiga Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), quando foi removido o *tag along* (direito do minoritário de ações, normalmente da classe ordinária, de receber o mesmo valor dos majoritários no caso de venda de controle). A ação do governo foi claramente direcionada para facilitar o processo de privatização, livrando o investidor de pagar um valor total muito maior pelas ações de empresas estatais à venda, já que o *tag along* obrigava a extensão de oferta para minoritários (PÓVOA, 2010, p.196).

Durante o ápice do período de privatizações, o governo já dava indícios de que iria assumir a postura em favor de melhorar a governança e as leis de proteção aos investidores. No ano de 1999, o instituto IBCA passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e criou a primeira versão do código brasileiro de governança corporativa. Na primeira versão foi tratado principalmente o tema do conselho de administração. Em 2001, o código ampliou a abrangência das recomendações a outros agentes de governança, e, em 2005, ocorreu uma atualização de ajustes às demandas da época. A quarta e última edição do código foi lançada em 2009, e tem como tópicos estudados: (i) propriedade; (ii) conselho de administração; (iii) gestão; (iv) auditoria independente; (v) conselho fiscal; e (vi) conduta e conflito de interesses (IBGC, 2009).

Posterior ao período das privatizações, o mercado nacional iniciou o alinhamento de interesses, privado e do governo, em promover melhor governança corporativa com o intuito de estimular o mercado de capital e atrair maior número de investidores. O mercado privado iniciou este processo, quando no ano 2000 a bolsa de valores BM&FBOVESPA apresentou os

índices diferenciados de governança corporativa, que são: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM). O governo em 2001 reformulou a Lei das Sociedades Anônimas e reestabeleceu vários direitos para o acionista minoritário e em 2007 revisou os aspectos contábeis da lei para melhor enquadramento aos padrões mundiais. (PÓVOA, 2010, 197). Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou uma cartilha sobre governança corporativa, que orienta os *stakeholders* sobre os conflitos e questões de relacionamento (BIANCHI et al., 2009, p.8).

Na classificação da BM&FBOVESPA, a quantidade de exigências para que a empresa possa englobar um nível aumenta proporcionalmente à classificação que se almeja, ou seja, o nível posterior deve cumprir as metas do nível anterior mais as exigências específicas de cada um. Segundo Póvoa (2010, p.212) as empresas N1 além de cumprirem a Lei das S.A., assumem compromissos adicionais como a obrigatoriedade de manutenção de *free float* mínimo de 25% e prestação mais detalhada de informações para os investidores. Silva e Leal (2005, p.3) apontam que para serem enquadradas como N1, as empresas também devem apresentar: “*disclosure* dos acordos dos acionistas, informações sobre os programas de opções de ações e apresentar um calendário anual dos eventos corporativos”. As empresas Nível 2, deverão garantir o cumprimento de todas as exigências do Nível 1, além de compromissos adicionais: “Como pontos principais, podemos citar a obrigatoriedade de *tag along*, tanto para ações ordinárias (100%) como para preferenciais (80%), e a adesão à câmara de arbitragem” (PÓVOA, 2010, p. 214). Silva e Leal (2005, p.4) adicionam que no nível 2, a empresa deve cumprir alguns deveres, como: “um ano de mandato para todo o conselho de administração e o balanço anual em concordância com a US ou IAG GAAP”. As empresas englobadas no Novo Mercado devem garantir o cumprimento de todas as exigências dos níveis 1 e 2, além de compromissos adicionais: “[...] elimina definitivamente a figura das ações preferenciais do capital social da empresa. Outro destaque é a prevalência dos minoritários no Conselho Fiscal” (PÓVOA, 2010, p. 215).

Em 2008, a BM&FBOVESPA criou o segmento BOVESPA MAIS e, posteriormente, o BOVESPA MAIS Nível 2. Estes segmentos são para estimular pequenas e médias empresas a terem listagem na bolsa de valores. O quadro 3 apresenta a relação dos níveis de governança e suas respectivas atribuições.

Quadro 3 - Níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), 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)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório				Facultativo	

Fonte: < <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>, acesso em 13/03/2014.

De acordo com Póvoa (2010, p.204), a nova Lei das Sociedades Anônimas de 2001 teve as seguintes modificações em favor da melhor governança corporativa: (i) diminui a quantidade de ações preferenciais que no máximo pode representar 50% do capital; (ii) para recompra de capital, a oferta deve ser feita a todos acionistas da empresa, a avaliação do valor deve ser feita por empresa especializada e este valor deve ser aprovado pelos acionistas minoritários (acima de 10% de ações); (iii) trouxe o conceito de *tag along*, que dá direitos aos acionistas minoritários a receber uma parte do prêmio pelo controle; (iv) permitiu que os minoritários, detentores de 15% de ações ON ou 10% de ações PN, indicassem um membro para o conselho de administração; (v) criou a possibilidade de os minoritários indicarem um membro para o conselho fiscal; (vi) alterou a distribuição dos lucros, pois extinguiu as partes beneficiárias e limitou as partes estatutárias, que eram lucros que beneficiavam o controlador e prejudicavam os demais sócios.

A seguir serão apresentados estudos sobre as medidas de desempenho aplicadas em pesquisas de governança corporativa. Essa análise auxilia na compreensão das técnicas mais utilizadas e quais as peculiaridades de cada uma.

2.3 Medidas de desempenho

Segundo Murphy et al. (1996) a escolha e a qualidade da medida de desempenho são de fundamental importância para pesquisas de administração, pois a falta da adequada medida de desempenho pode tornar difícil a análise para prever aspectos da administração. Em seu estudo, o autor analisou pesquisas entre 1987 e 1993 e constatou que as principais medidas de desempenho utilizadas são: eficiência, crescimento e lucro.

Nos estudos de governança corporativa, as medidas de desempenho avaliam a qualidade da governança aplicada por empresas e economias analisadas. Estas medidas podem representar o desempenho contábil, econômico ou de mercado das empresas, e servem de referência para comparar a atuação de companhias de acordo com os mecanismos de governança adotados.

De acordo com a teoria dos *shareholders*, para analisar o desempenho de uma empresa é preciso avaliar o quanto a empresa está alinhada com o interesse dos acionistas, assim os medidores devem apresentar resultados que são positivos para todos os acionistas, tanto majoritário quanto minoritário. Para os autores Damodaran (2004) e Assaf Neto (2012) a governança corporativa deve incorporar um único objetivo como direcionador, para a mensuração do desempenho e da tomada de decisão. Esta métrica recomendada pelos autores é a da maximização de riqueza para o acionista.

Dentre os indicadores de desempenho, o mais utilizado entre as pesquisas de governança corporativa é o Q-Tobin. (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988; CHO, 1998; BHAGAT e BLACK, 2000; LA PORTA et al., 2002; SILVA e LEAL, 2003, 2005; KLAPPER e LOVE, 2004; SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2004, 2006; LOVE, 2011; CAIXE e KRAUTER, 2013; CATAPAN e COLAUTO, 2014). Desenvolvido por Tobin (1958), a variável representa um indicador de valor da empresa. Segundo Silveira et al. (2004, p.365), o Q-Tobin é a relação entre valor de mercado e valor das dívidas sobre o valor de reposição dos ativos, e é representado pela Equação (1).

$$Q_{tobin} = \frac{(\text{Valor de mercado das ações} + \text{Valor de mercado das dívidas})}{\text{Valor de reposição dos ativos}} \quad (1)$$

Para analisar desempenho contábil das empresas, pesquisas utilizaram indicadores de rendimento e valores de lucros. Os indicadores de rendimentos mais utilizados foram ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*) (BHAGAT e BLACK, 2000; KLAPPER e LOVE, 2004; BEBCHUCK e GRINSTEIN, 2005; AZIN, MEI e RAHMAN, 2011; CAIXE e KRAUTER, 2013; KRAUTER, 2013; VASCONCELOS e MONTE, 2013; VENTURA, 2013; CATAPAN e COLAUTO, 2014). Entre os indicadores de lucro, o mais utilizado foi o EBITDA (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*), que em português tem a nomenclatura de LAJIDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2004; CATAPAN e COLAUTO, 2014).

De acordo com a teoria dos *shareholders* que defendem que a empresa deve ter um único objetivo e este deve ser sua valorização para os acionistas, outra variável para medir o

desempenho é a criação de valor para o acionista. De acordo com Assaf Neto (2012, p.164) o investimento é atrativo para o acionista quando este remunera o custo de oportunidade do capital próprio aplicado. Para criar valor ao acionista a empresa precisa apresentar resultados operacionais que superem os custos operacionais e os custos de oportunidade dos acionistas. Quando o resultado supera os custos operacionais e de oportunidades, este é valor adicionado. O valor adicionado complementa a simples análise de demonstrativos contábeis, pois mesmo que a empresa apresente resultados operacionais positivos, esta pode estar destruindo valor para o seu acionista, em virtude de não remunerar o custo do capital investido. Este conceito foi patenteado como EVA® (*Economic Value Added*) em 1982, através da empresa de consultoria STERN STEWART & Co. (ARANHA et al., 2014, p.4). De acordo com Assaf Neto (2012, p. 175) o EVA® pode ser calculado através da Equação (2).

$$EVA® = (ROE - k_e) \times PL \quad (2)$$

Em que: ROE é o lucro líquido/ patrimônio líquido, k_e é o custo de capital próprio e PL é patrimônio líquido.

De acordo com Staube, Martins e Rodrigues (2002), EVA® é uma medida de desempenho que representa a diferença entre o lucro operacional líquido e o custo do capital investido. Esta forma de analisar rendimento abandona a ideia de lucro com as noções de caráter contábeis e passa a inserir conceitos econômicos como métrica de medir o quanto a empresa realmente é rentável.

Para Backers (2002, p.14) EVA® é uma excelente ferramenta para alinhar os interesses dos acionistas e da equipe gerencial, pois através de um número permite avaliar se determinadas atitudes agregaram ou destruíram valor. O autor também informa que o custo de capital necessita de atenção especial para ser determinado, visto que é uma variável de suma importância no cálculo do EVA®.

2.3.1 Custo do capital próprio (k_e)

“O custo de oportunidade representa o rendimento que o investidor poderia obter com outras aplicações de risco semelhante.” (STAUBE, MARTINS e RODRIGUES, 2002, p.48).

De acordo com Araújo, Lima e Assaf Neto (2008, p. 73) o custo de capital de uma empresa é custo de oportunidade que representa a taxa de retorno da melhor possibilidade de investimento para um risco similar. Os autores explicam que o custo de capital é o valor do retorno que melhor oportunidade de investimento daria, caso não tivesse sido abandonada para se investir na empresa, considerando riscos semelhantes. No entanto, os pesquisadores salientam que não é o investidor e nem a empresa que definem qual o custo de capital, pois este é determinado através de uma análise de fundamentos de mercado e de risco da tomada de decisão financeira.

O custo de capital próprio representa o retorno esperado pelos acionistas para um determinado setor em que a empresa está inserida. De acordo com DAMODRAN (2004, p.172), custo do capital próprio é a “taxa de retorno que os investidores exigem sobre um investimento no patrimônio líquido em uma empresa. Este retorno [...] inclui uma compensação para o risco de mercado no investimento”.

No trabalho de Araújo, Lima e Assaf Neto (2008, p.73) foi apresentado que para determinar o custo de capital próprio não há um modelo definitivo, plenamente satisfatório, em prever as incertezas de algumas decisões, pois este cálculo deve prever o risco do negócio e os diferentes riscos sentidos pelos investidores de acordo com a variação na estrutura de capital da empresa. Os autores orientam, no entanto, que dentre os modelos para estimar o valor desta variável, o CAPM (*capital asset pricing model*) é a metodo recomendado.

O CAPM envolve o conceito de risco diversificável e sistemático, como também a ideia de retorno máximo de acordo com a utilidade do investidor. Segundo Assaf Neto (2012, p.213) o risco diversificável é inerente às características do próprio ativo, ou seja, é um risco intrínseco, próprio de cada investimento. O risco sistemático é determinado por eventos de natureza política, econômica e social, desta forma é composto por fatores conjunturais e de

mercado que atingem todas as empresas. A relação entre os dois tipos de risco pode ser verificado na Figura 3.

O risco diversificável pode ser eliminado através da diversificação dos investimentos, através de uma carteira com ativos de baixa correlação com o objetivo de minimizar os riscos do tipo diversificável. No entanto, por melhor que seja a diversificação da carteira, ainda resta um risco residual, este é o risco sistemático. Como pressuposto do modelo CAPM, o prêmio pelo risco para o investidor deve ser o risco sistemático, que é medido através do coeficiente beta (β). O coeficiente é calculado através da inclinação da reta de regressão linear entre os retornos do título e os retornos da carteira de mercado, Figura 4 (ARAÚJO, LIMA e ASSAF NETO, 2008, p. 75).

Figura 3 - Risco diversificável e risco sistemático

Fonte: adaptado de ARAÚJO, LIMA e ASSAF NETO, 2008, p.75

Figura 4 - Reta característica modelo CAPM

Fonte: Adaptado de ASSAF NETO, 2012, p. 261.

O método CAPM considera que o risco de mercado, denominado como risco não diversificável (sistemático), é o risco relevante em uma análise, visto que o risco diversificável é diluído em uma carteira de portfólio ótima. Assim sendo, o risco de qualquer ativo é o risco incremental decorrente de sua inclusão no portfólio de mercado relacionado com um valor multiplicador, denominado β . Este multiplicador é uma medida de risco relativa que varia em torno de um. Portanto, ações com β maior que um, estão mais expostas ao risco e as menores que um, estão menos expostas. (DAMODARAN, 2011).

A equação que representa a reta característica para o cálculo do custo de capital próprio através do modelo CAPM pressupõe um equilíbrio de mercado, e assim, o coeficiente angular da reta característica tem valor nulo. De acordo com Damodaran (2004) a Equação (3) representa este cálculo.

$$K_e = R_j = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (3)$$

Em que, R_j é o retorno proporcionado pela ação da empresa, R_f é a taxa de juros livre de risco (*risk free*), R_m é o risco de mercado, e $R_m - R_f$ é o prêmio pelo risco de se investir na ação da empresa avaliada (DAMODARAN, 2004). A taxa de juros sem risco deve expressar o correto cumprimento da obrigação de pagamento, deve ser um título que não existe a possibilidade de *default*, assim é normalmente utilizado os títulos de emissão pública do

governo para representar esta taxa. O risco mercado é inerente à carteira de ações que represente todo o mercado analisado, normalmente utilizado pelo índice da bolsa de valores. (ARAÚJO, LIMA e ASSAF NETO, 2008, p.76)

Conforme apresentado no estudo de Araújo, Lima e Assaf Neto (2008) o cálculo pelo método CAPM é aplicado em mercados estáveis e desta forma, para aplicar ao mercado brasileiro alguns ajustes são necessários. Na pesquisa, os autores analisam empiricamente que não é recomendado utilizar o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) como representantes da taxa R_f , pois a série histórica contém muita variação e não é confiável estatisticamente como sendo uma taxa sem risco. Também é recomendado que não seja utilizada a carteira de ações composta por empresas brasileiras como representante da variável R_m , pois o mercado de capital brasileiro possui alguns fatores que não o torna eficiente: (i) o mercado é pouco expressivo devido à baixa quantidade de empresas com capital aberto; (ii) poucas ações ordinárias negociadas; (iii) controle exercido por pouco número de investidores. Para cálculo do custo de capital próprio, os autores recomendam utilizar como taxa livre de risco o título *t-bond*, que é emitido pelo governo americano e é tido pelo mercado financeiro como o mais confiável, assim com menos risco. Para a variável R_m os autores recomendam que seja utilizado um índice que represente o *benchmarking* de empresas americanas, como o índice S&P500. Por fim, os autores orientam que para aplicar esta variável no mercado brasileiro, deve ser incorporado na equação original o prêmio pelo risco de se investir no Brasil, visto que sua economia apresenta um risco maior do que a dos EUA. A Equação (4) demonstra o cálculo com o risco país incluído na análise.

$$K_e = R_j = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + Risco_{Brasil} \quad (4)$$

O beta (β) da Equação (5) representa o risco de uma ação em relação ao mercado como um todo. O cálculo é feito através da divisão entre a covariância do ativo em relação à carteira de investimento e a variância da carteira de investimentos, conforme Equação (5). Como a covariância da carteira de investimento do mercado é a sua própria variância, o valor do beta para o ativo que representa o mercado é 1. Ativos com beta acima de 1 possui risco maior que

a carteira do mercado, e ativos com beta inferior a 1 possui risco inferior ao do mercado (DAMODARAN, 2004, p.153).

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância do ativo } i \text{ relativamente à carteira de investimentos}}{\text{Variância da carteira de investimento}} \quad (5)$$

Em que β_i representa o beta do ativo i .

No mercado brasileiro, assim como no caso do cálculo do k_e , o cálculo do beta utilizando as ações do mercado de capital do Brasil não é uma forma de cálculo confiável. Na pesquisa realizada por Araújo, Lima e Assaf Neto (2008) é apresentada uma metodologia para o cálculo do beta, em que são utilizados valores de um mercado eficiente, como o americano, e depois transpõe-se o valor para o mercado brasileiro. A metodologia consiste em: (i) identificar o setor da empresa; (ii) calcular o beta do setor de acordo com a Equação (6) e depois desalavancar através da Equação (6); (iii) calcular o índice médio de endividamento do setor no mercado brasileiro; e (iv) calcular o beta alavancado com base nos valores anteriormente encontrados, como representado na equação 8.

$$\beta_u = \frac{\beta'_L}{[1 + (P'/PL') \times (1 - IR)]} \quad (6)$$

Sendo: β'_L o beta calculado pela Equação (7) para o setor no mercado eficiente, P'/PL' o endividamento médio do setor no mercado americano, IR' o imposto de renda norte americano e β_u o beta desalavancado para o setor analisado.

$$\beta_L = \beta_u \times [1 + \left(\frac{P}{PL} \right) \times (1 - IR)] \quad (7)$$

Sendo: P/PL o endividamento médio do setor no mercado brasileiro, IR o imposto de renda no Brasil, β_u o beta desalavancado e β_L o beta alavancado.

3 MÉTODOS

Nesta seção serão apresentadas informações sobre o método empregado neste estudo, que permitirão analisar os seguintes tópicos que definem o mapa dos procedimentos e etapas do trabalho: qual o tipo da pesquisa, a amostra e população, as variáveis estudadas, a coleta de dados, as ferramentas estatísticas e as hipóteses consideradas como forma para atingir os objetivos principais e secundários do trabalho.

3.1 Tipo de pesquisa

Os tipos de pesquisas são divididos em dois grupos amplos, exploratório e conclusivo. O primeiro visa fornecer esclarecimento e compreensão, caracterizado por contar com poucas informações definidas, a amostra é pequena e não representativa, e, geralmente, este modelo de pesquisa precede o outro modelo. O modelo conclusivo visa testar hipóteses específicas e examinar relacionamentos, as informações são bem definidas, o processo é bem estruturado, amostra grande e conclusiva. O modelo conclusivo pode ser subdividido em descritivo ou causal. (MALHOTRA, 2011, p. 57).

Este trabalho é sustentado por grande número de teorias e pesquisas sobre o tema, possui a coleta de dados bem estruturada e visa comprovar a hipótese de que a governança corporativa influencia o desempenho das empresas. Desta forma, a atual pesquisa é caracterizada por Hair Jr et al. (2005) e Malhotra (2011) como descritiva.

Pesquisa descritiva pode ser classificada como transversal ou longitudinal. A primeira analisa a descrição dos elementos da pesquisa em um dado momento, ou seja, os dados são coletados e analisados em um único ponto do tempo. A segunda descreve eventos ao longo do tempo, e assim rastreiam as mudanças que ocorrem nas variáveis durante um período. O termo painel muitas vezes é utilizado para representar os estudos longitudinais (MALHOTRA, 2011, p.60). Desta forma, o atual trabalho é classificado como longitudinal, pois analisará as características das empresas da amostra durante um período de tempo, e não somente em um único ponto do tempo.

Marconi e Lakatos (2003) apresentam outras classificações de tipos de pesquisa. Para os autores a pesquisa pode utilizar método e métodos, sendo o primeiro em termo mais abrangente e o segundo em termos mais específicos, desta forma, dentre as diversas nomenclaturas dos autores, este trabalho seria descrito como sendo do método indutivo e utilizando métodos estatísticos. “Método indutivo - cuja aproximação dos fenômenos caminha geralmente para planos cada vez mais abrangentes, indo das constatações mais particulares às leis e teorias” (MARCONI e LAKATOS, 2003, p.106). Para os autores os processos estatísticos permitem representações mais simples de conjuntos complexos, e assim verificar se têm relações entre si, desta forma reduz fenômenos a termos quantitativos e permite obter generalizações.

3.2 População e amostra

O processo do modelo de amostragem inicia-se com a definição da população alvo, que representa a coleção de elementos que possuem informações as quais se está buscando (MALHOTRA, 2011, p.270). A população-alvo deste trabalho será composta pelas companhias com capital aberto negociadas na bolsa de valores BM&FBOVESPA.

Segundo Hair Jr et al. (2005, p.237) no processo de desenvolvimento da amostragem o pesquisador deve escolher entre utilizar o censo ou amostra da população. O censo abrange todos os elementos da população, já a amostra é um subconjunto da população para daí derivar conclusões sobre suas características. A amostra pode ser probabilística ou não probabilística. A primeira deve ser extraída através de processos aleatórios para, assim, diminuir a tendenciosidade da seleção. As descobertas encontradas em amostras probabilísticas podem ser generalizadas para a população com um nível específico de segurança. Na amostra não probabilística, a seleção dos elementos é subjetiva ao julgamento do pesquisador, desta forma, não necessariamente será representativa da população-alvo. No presente trabalho a técnica de amostragem utilizada será a amostra não probabilística por julgamento. Segundo Malhotra (2011, p. 272), a amostragem por julgamento é uma forma de amostragem por conveniência, em que o pesquisador seleciona os elementos da população com base em seu julgamento. Hair Jr et al. (2005, p.247) adiciona que, nesta forma de

amostragem, os elementos são escolhidos, pois o pesquisador acredita que representam, de certa forma, a população alvo, mesmo que não seja estatisticamente representativos.

A população alvo do estudo são as empresas de capital aberto com listagem na bolsa de valores BM&FBOVESPA. A amostra, não probabilística, que foi considerada neste estudo, foi selecionada através dos seguintes critérios:

- Foram excluídas as empresas do setor financeiro, pois o padrão contábil é diferente logo, a análise financeira e econômica deve ser abordada de forma única para esse setor;
- Foram excluídas as companhias com valor negativo na conta Patrimônio Líquido (PL), pois o cálculo da variável ROE, apresentada posteriormente, ficaria inviável caso fosse considerada;
- Por utilizar valores de mercado, as empresas foram limitadas para que tenham certo percentual de volume de negócios na bolsa de valores analisada. O critério segue recomendações empreendidas por outras pesquisas (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2003, 2004, 2006; SILVEIRA et al., 2004; HOLTZ e SARLO NETO, 2011), as quais recomendaram percentual mínimo do volume de negociação das empresas no período analisado. Neste estudo foi adotado que somente empresas com volume de negociação superior a 1% da empresa de maior volume em todos os anos analisados, ou seja, caso a empresa em pelo menos um dos anos não apresentar os critérios apresentados, ela estará excluída da amostra. Essa medida permite que a amostra seja balanceada no período analisado.

A pesquisa é composta por dados em painel, assim, a amostra foi analisada em diferentes pontos no tempo. Foi utilizado, no estudo, o período posterior à grande crise econômica dos títulos do *subprime*, a qual teve seu ápice em 2008 e 2009, e o epicentro foi a economia dos EUA. Dessa forma, o período estudado na presente pesquisa foi composto pelos anos 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014. Vale ressaltar que apesar de muitas pesquisas de governança corporativa estudarem os mecanismos em um cenário de crise econômica, a pesquisa atual visou analisar os efeitos da governança em relação ao desempenho da empresa, assim, foi adotado o período posterior a crise para não enviesar os resultados do estudo. A

tabela 1 apresenta o número de empresas que compõem a população e a amostra de acordo com o período analisado.

Tabela 1 - Tamanho da amostra

Ano	Nº de elementos da amostra	Nº de elementos da população alvo
2014	200	334
2013	200	345
2012	200	349
2011	200	357
2010	200	365

Fonte: Adaptado do Economática®

3.3 Variáveis e coleta de dados

Variável pode ser considerada como “um conceito operacional que contém ou apresenta valores; aspecto, propriedade ou fator, discernível em um objeto de estudo e passível de mensuração” (MARCONI e LAKATOS, 2003, p. 137). A definição dos conceitos exige mensuração claramente delineada para evitar ambiguidades. A mensuração envolve atribuições de números para representar valores dos conceitos nas variáveis, e pode ser representados por quatro níveis de mensurações: nominal, ordinal, intervalar e de razão. As duas primeiras são classificadas como qualitativas, categóricas ou não-métricas, e as últimas são classificadas como quantitativas ou métricas (HAIR JR et al., 2005, p.180).

Na escala nominal os números são utilizados como rótulos ou etiquetas que classificam e identificam os objetos. Essa escala é utilizada para classificar classes ou categorias. Cada número é atribuído a uma classe exclusivamente, assim, cada objeto medido se encaixa em apenas uma classe. Os valores numéricos são somente para rotular, e não têm representatividade numérica, ou seja, a classe 2 não é superior a classe 1, pois o valor é meramente classificativo. (MALHOTRA, 2011, p.200).

A escala ordinal é uma escala de classificação, pois assim como a nominal, objetos equivalentes recebem a mesma classificação, no entanto, as atribuições respeitam uma relação ordenada. Desta forma é possível determinar qual conceito é superior ou inferior ao outro, porém, não é possível determinar o quanto (MALHOTRA, 2011, p.200).

Na escala intervalar os valores das diferenças entre os pontos da escala podem ser interpretados e comparados de maneira a obter um sentido, isso se deve ao fato de utilizar números para classificar objetos de modo que a distância entre os números seja igual. Nesse tipo de medida, a localização do ponto zero não é fixa, assim, tanto a unidade quanto a localização do ponto zero pode ser determinada pelo pesquisador (HAIR JR et al., 2005, p.185).

A escala de razão tem como característica a existência de uma única origem ou ponto zero, e assim, torna viável calcular razões de pontos na escala. Este tipo de medida oferece o mais alto nível de mensuração (HAIR JR, et al., 2005, p.186).

Neste trabalho, as variáveis serão medidas através da escala nominal, ordinal e de razão. Estas variáveis estão divididas em grupos, que serão apresentadas como variáveis: independentes, dependentes e de controle.

3.3.1 Variáveis impendentes

Variável independente “é aquela que influencia, determina ou afeta outra variável; é fator determinante, condição ou causa para determinado resultado, efeito ou consequência” (MARCONI e LAKATOS, 2003, p.138). Esta variável é independente devido ao fato de ser antecessora à variável dependente, e assim, independe de resultados da variável dependente e pode ser manipulada pelo pesquisador.

Neste estudo a variável independente foi o índice de governança corporativa (IGC). O IGC é uma variável com escala ordinária em que os valores podem variar entre 0 e 15. Desenvolvido por Silva e Leal (2005), conforme apresentado no quadro 4, trata de um questionário com respostas do tipo binária, zero ou um. As perguntas abrangem os

mecanismos de governança corporativa e servem de indicador da qualidade da governança que está sendo aplicado em cada empresa da amostra.

Quadro 4 – Questionário do IGC

Transparência	
1.	A empresa divulga seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
2.	A companhia utiliza padrão contábil internacional (IASB ou US GAAP)?
3.	A companhia utiliza uma das principais empresas de auditoria global?
Conselho de Administração	
4.	O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?
5.	O conselho é claramente não composto por <i>insiders</i> e acionistas controladores?
6.	O tamanho do conselho está entre 5 e 9 membros?
7.	Os membros do conselho possuem mandato de “1” ano?
8.	Existe um conselho fiscal permanente?
Estrutura de Propriedade e de Controle	
9.	O controlador possui menos de 50% das ações com direito a voto?
10.	A porcentagem de ações votantes em relação ao capital total é maior que 80%?
11.	A relação entre ações com direito a fluxo com as ações com direito a voto em posse do controlador é maior ou igual a "1"
12.	O <i>free-float</i> é maior ou igual ao mínimo exigido pela BM&FBOVESPA para o Nível Novo Mercado (25%)
Direito dos acionistas	
13.	O contrato social da empresa estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
14.	O contrato social da empresa concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?
15.	A empresa concede direito de <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?
Cada questão possui resposta do tipo "sim" ou "não". Se a resposta é "sim", então o valor atribuído à questão é "1", caso contrário o valor é "0". O índice é a soma dos pontos para cada questão. O máximo valor do índice é 15.	

Fonte: Adaptado de Silva e Leal, 2005, p.5.

3.3.2 Variáveis dependentes

Variável dependente representa os valores que a pesquisa busca encontrar. Essa variável é influenciada pela variável independente e não pode ser manipulada pelo pesquisador. Marconi e Lakatos (2003, p.138) classifica a variável dependente da seguinte forma:

[...] consiste naqueles valores (fenômenos, fatores) a serem explicados ou descobertos, em virtude de serem influenciados, determinados ou afetados pela variável independente; é o fator que aparece, desaparece ou varia à medida que o investigador introduz, tira ou modifica a variável independente; a propriedade ou fator que é efeito, resultado, consequência ou resposta a algo que foi manipulado (variável independente).

As variáveis dependentes investigadas neste trabalho são: taxa de lucro econômico (TLE) e Q-Tobin (Q).

3.3.2.1 Taxa de lucro econômico (TLE)

A variável taxa de lucro econômico possui escala métrica de razão e é representada pelos valores obtidos pela Equação (8), obtida através da adaptação do EVA®.

$$TLE = ROE - k_e \quad (8)$$

Sendo: ROE o retorno da ação (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) e k_e o custo do capital próprio, obtido através da Equação (5).

- ROE: De acordo com a Equação (9), o valor do ROE é calculado através da relação do Lucro Líquido (LL), proveniente da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), com o Patrimônio Líquido (PL), proveniente do Balanço Patrimonial (BP).

$$ROE = \frac{LL}{PL} \quad (9)$$

- K_e : O cálculo desta variável foi realizado através do procedimento recomendado por Araújo, Lima e Assaf Neto (2008, p.76), conforme a Equação 4, em que, para encontrar os valores do risco dos setores, é utilizado o *benchmarking* do mercado. Os autores recomendam que para transpor estes valores para o mercado brasileiro é necessário considerar o valor do risco Brasil, conforme já apresentado na Equação (4).

$$K_e = R_j = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + Risco_{Brasil} \quad (4)$$

3.3.2.2 Q-tobin

Com escala de razão, a variável Q-Tobin representa o valor da empresa através do método desenvolvido por Tobin (1958), Equação 01. Devido a baixa disponibilidade de informação a respeito do valor de mercado das dívidas, foi desenvolvida por Chung e Pruitt (1994) uma forma simplificada de calcular o Q-Tobin, em que é utilizado os valores de mercado das ações da companhia e o valor contábil das dívidas. A relação simplificada, conforme apresentado por Silveira et al. (2004, p.365), está representada na Equação (10).

$$Q_{tobin} = \frac{(VMAO+VMP+DIVT)}{AT} \quad (10)$$

Em que: VMAO representa o valor das ações ordinárias, VMP representa o valor das ações preferenciais, DIVT é o valor contábil das dívidas de curto e longo prazo, e AT é o valor contábil do ativo total.

3.3.3 Variáveis de controle

“Variável de controle é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositadamente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente” (MARCONI e LAKATOS, 2003, p.145). O autor adiciona que o uso destas variáveis é importante em situações complexas, nas quais vários fatores podem influenciar um efeito e o investigador pode não ter interesse, ou não consegue analisar esses fatores, desta forma, é necessário neutralizá-los para que não interfiram ou influenciem o fenômeno estudado.

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2006, p.8) as variáveis de controle são uma possível solução para os problemas de endogeneidade. As variáveis devem possuir correlação

forte com a qualidade da governança corporativa e correlação aproximadamente nula em relação ao termo de erro da equação. Para os autores, os instrumentos de controle devem somente afetar o desempenho das empresas por meio da qualidade da governança e por meio das outras variáveis de controle.

As variáveis de controle utilizados neste trabalho foram: tamanho da empresa, setor, endividamento, custo financeiro e ano.

- O tamanho da empresa foi representado por duas variáveis métricas de razão, a primeira é representada pelo valor do ativo total (LOGAT) e a segunda pelo valor de vendas por ação (VPA). Desta forma, a Equação (11) e (12) representa o cálculo destas variáveis, respectivamente. Os tamanhos das empresas serão inseridos no modelo para controlar a influência do tamanho das empresas em relação ao desempenho e à governança corporativa, pois, conforme apresentado por Silveira (2010), o tamanho da empresa pode influenciar o nível gerencial empregado e também seus resultados econômicos e financeiros;

$$LOGAT = LOG(Ativo Total) \quad (11)$$

$$VPA = \frac{Preço das ações}{Quantidade} \quad (12)$$

Em que o preço representa a cotação de venda da ação de maior volume negociada no mercado e a quantidade representa o número de ações emitidas pela empresa.

- O setor foi representado por uma variável do tipo *dummy* que classificou os setores da empresa conforme classificação do Economática®, essa variável foi inserida para minimizar os efeitos do setor no desempenho financeiro, pois, segundo Silveira (2010), a competição pode ser um influenciador de bons resultados além da governança corporativa, pois em mercados mais competitivos, as empresas necessitam de melhores estratégias de gestão para poder sobreviver;

- O endividamento da empresa, foi representado pela relação entre o financiamento por terceiros e o financiamento por meio de recursos próprios. De acordo com Assaf Neto (2012, p.116), o cálculo dessa variável se dá através da Equação (13). Esse valor representa o quanto uma empresa está alavancada, e isso pode incorrer em maior risco para o negócio;

$$END = P/PL \quad (13)$$

Em que P é o valor contábil do Passivo total e PL o valor contábil do patrimônio líquido.

- A variável custo financeiro (k_i) representa a taxa cobrada pelos terceiros ao financiar os ativos da empresa. Os terceiros são, normalmente, instituições financeiras. As relações entre os terceiros e a empresa podem ocorrer através de variadas formas, como empréstimos ou lançamento de debêntures. (DAMODARAN, 2004). Uma característica dessa taxa, é que o contrato entre a empresa e terceiros exige que a empresa honre o compromisso de pagar as contas, independentemente se a empresa obtiver lucro ou não em seu exercício. Outra característica é que essa taxa pode ser deduzida do imposto de renda, assim, a empresa recebe um benefício fiscal referente às despesas financeiras. O valor do k_i de uma empresa é calculado baseado em valores de escala global, denominados como *ratings* de dívidas. “*Rating* é uma avaliação feita por analistas financeiros especializados da capacidade e disposição do emitente de um título em honrar com seus compromissos, pagando os valores ajustados na medida em que os títulos vençam.” (ASSAF NETO, 2012). Para calcular o k_i através de valores contábeis, conforme apresentado na Equação (14), deve ser dividida a conta despesas financeiras, obtidas da Demonstração dos Resultados do Exercício, pelo passivo oneroso (PO), obtido do Balanço Patrimonial. (ASSAF NETO, 2012);

$$k_i = \text{Despesas Financeiras} / PO \quad (14)$$

- As variáveis com os valores do ano tratam-se de variáveis do tipo *dummy* binária, 0 ou 1, que serão inseridas como variáveis de controle que visam minimizar os impactos macroeconômicos, que podem ocorrer em determinados anos. As variáveis representaram os anos 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014 que compõe o período amostral;

Quadro 5 – Resumo das variáveis

Nome da variável	Descrição	Tipo	Coleta	Justificativa
IGC - Índice de Governança corporativa	Questionário com perguntas do tipo binária, adaptado de Silva e Leal (2005). Valores entre 0 e 15.	Independente	Economática®	Índice que analisa a qualidade em nível empresarial da governança corporativa. Foi utilizado nos estudos: Silva e Leal (2005), Silva et al. (2009) e Catapan e Colauto (2014).
TLE - Taxa de lucro econômico	<p>TLE=ROE-ke, Em que: ke = custo de capital próprio ROE = Retorno para o acionista Seja: ke = Rf+ $\beta \times (R_m - R_f) + \text{RiscoBR}$ $\beta = \beta_u \times [1 + (P/PL) \times (1 - IR)]$ Em que: Rf = Taxa sem risco (<i>risk free</i>) Rm = risco de mercado β = Risco incremental $\beta_u = \beta$ desalavancado P/PL = alavancagem IR = imposto de renda ROE = Lucro líquido / PL Em que: PL = Patrimônio Líquido</p>	Dependente	<p>Economática® = P, PL, IR e Lucro Líquido</p> <p>Site Damodaran = β, β_u, Rm e Rf</p> <p>Site Instituto Assaf = Inflação e Risco país</p>	Variável adaptada do modelo de cálculo desenvolvido pela consultoria STERN STEWART&Co em 1982. Este modelo analisa o quanto a empresa criou valor acima do custo de capital exigido pelos acionistas baseado no <i>benchmarking</i> do mercado. O índice foi utilizado pelas pesquisas: Backers (2002), Silva, Reis e Lamounier (2012), Aranha et al. (2014) e Girioli et al. (2014).

Q - Q de Tobin	<p>Indicador de desempenho desenvolvido por Tobin (1958) e simplificado por Chung e Pruitt (1994).</p> <p>$Q = (VMAO + VMP + DIVT) / AT$ Em que: VMAO = valor de mercado das ações ordinárias, VMP = valor de mercado das ações preferenciais, DIVT = valor das dívidas de longo e curto prazo, AT = Ativo total.</p>	Dependente	Economática®	Indicador mais utilizado em pesquisas de governança para medir o desempenho das empresas. (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988; CHO, 1998; BHAGAT e BLACK, 2000; LA PORTA et al., 2002; SILVA e LEAL, 2003, 2005; KLAPPER e LOVE, 2004; SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2004, 2006; LOVE, 2011; CAIXE e KRAUTER, 2013; CATAPAN e COLAUTO, 2014)
LOGAT - Ativo total e VPA - Receita	<p>Representa o tamanho da empresa, medido através dos ativos ou da receita:</p> <p>LOGAT = Log(Ativo Total) VPA = Preço das ações / nº de ações</p>	Controle	Economática®	O tamanho da empresa pode influenciar tanto o desempenho da empresa quanto o nível de governança. As seguintes pesquisas utilizaram o tamanho como variável de controle: Bhagat e Black (2000); Reese Jr. e Weisbach (2002); Claessens et al. (2002); Silveira, Barros e Famá (2003, 2004); Klapper e Love (2004); Silveira et al. (2004); Silva e Leal (2005); Durnev e Kim (2005); Doidge et al.(2009); Silveira et al. (2009); Holtz e Neto (2013)e Caixe e Krauter (2013).

(continua)

(conclusão)

Setor	Variável de classificação do setor através de <i>dummy</i> conforme classificação fornecida pelo Economática®	Controle	Econômática®	O setor pode influenciar o desempenho das empresas devido ao fato de que a concorrência ou peculiaridades do negócio podem incorrer em melhorias administrativas que resultam em melhores resultados. As pesquisas que utilizaram o setor como variável de controle são: Bhagat e Black (2000); Silveira, Barros e Famá (2003, 2004); Silveira et al. (2004); Klapper e Love (2004); Durnev e Kim (2005) e Krauter (2013).
END - Endividamento	Representa o quanto a empresa está alavancada, ou seja, mede a porcentagem de capital de terceiro sobre o capital próprio: END = P/PL Em que: P = Passivo PL = Patrimônio Líquido	Controle	Econômática®	De acordo com Assaf Neto (2012, p.116) mede o grau de dependência financeira da empresa em relação aos recursos de terceiros. Esta variável pode influenciar o desempenho da empresa na medida em que maior endividamento acarreta maior risco para a empresa e aumenta a dificuldade de captação de novos recursos.
Ki - Custo de capital de terceiro	Representa o custo exigido pelos credores para financiar a empresa: Ki = Despesas Financeiras / PO Em que: PO = Passivo Oneroso	Controle	Econômática®	O valor do ki de uma empresa é calculado baseado em valores de escala global, denominados como <i>ratings</i> de dívidas. O cálculo do custo de capital pelos agentes de mercado é baseado no risco operacional e financeiro da empresa, assim, quanto pior a qualidade da governança, maiores o risco e o valor do custo de capital de terceiros (ki). Neste cenário, a empresa deverá captar investimentos a custos maiores, o que pode acarretar em pior desempenho.

3.3.4 Coleta de dados

De acordo com Vergara (1998, p. 52), a coleta de dados deve correlacionar os objetivos aos meios. Os dados serão coletados através de fontes secundárias, que segundo a definição de Marconi e Lakatos (2003, p.183), “abrange toda bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, [...] sua finalidade é colocar o pesquisador em contato direto com tudo o que foi escrito, dito ou filmado sobre determinado assunto”. A base de dados será formada por informações secundária que serão extraídas do banco de dados Economática®, do *homebroker* e dos sites: Prof. Damodaran⁹ e Instituto Assaf¹⁰.

A seguir, serão apresentados os procedimentos para a coleta de dados das variáveis utilizada no estudo.

3.3.4.1 Coleta dos dados da variável IGC

Para a coleta dos dados, foram extraídas informações do Formulário de Referência de cada companhia da amostra e do *software* Economática®. Aquele é um documento obrigatório que deve ser enviado anualmente pelas empresas de capital aberto.

Como já apresentado, a variável IGC são respostas binárias para o questionamento apresentado no quadro 4, em que se pode perceber agrupamentos das perguntas em quatro grupos: Transparência, Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Direito dos acionistas. Dos grupos, somente o terceiro precisou do auxílio do software Economática®, as demais foram respondidas através do Formulário de Referência. O Quadro 6 apresenta um resumo dos critérios utilizados para o preenchimento do questionário. A seguir segue especificações dos procedimentos utilizados em cada item da variável IGC:

⁹ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

¹⁰ <http://www.institutoassaf.com.br/assafii/site/quem.aspx>

- Pergunta 1: A informação para essa pergunta foi obtida no item 12.3 do Formulário de Referência, onde está apresentada a data da divulgação das demonstrações financeiras. De acordo com o estudo Silva e Leal (2005), o prazo máximo para a divulgação deve ser até 30 de Abril, do ano seguinte ao ano analisado, para as empresas que finalizam o ano fiscal em 31 de Dezembro. Por analogia será empregado o mesmo critério para as empresas com anos fiscais diferentes;
- Pergunta 2: De acordo com a IN da CVM nº457, art 1º, todas as companhias abertas devem apresentar as suas demonstrações financeiras adotando o padrão contábil internacional, assim, todas as companhias receberam o valor positivo para responder esta questão;
- Pergunta 3: Segundo a pesquisa de Silva e Leal (2005), as empresas independentes de auditoria consideradas foram: PricewaterhouseCoopers (PWC), KPMG, Ernst & Young, Deloitte e Touche & Tohmatsu. A informação de qual empresa de auditoria prestou serviço para a companhia analisada, foi verificado o item 2.1 do Formulário de Referência;
- Pergunta 4: No item 12.6 do Formulário de Referência está especificado qual o cargo eletivo ocupado pelos membros do conselho de administração e se esses exercem somente a atividade de conselheiro na companhia;
- Pergunta 5: Para responder esta pergunta, foi preciso analisar os itens 12.9 e 12.10 do Formulário de Referência. O nome do item 12.9 é: “Existência de relação conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau relacionadas aos administradores do emissor, controladas e controladores”. Já o nome do item 12.10 é: “Relação de subordinação, prestação de serviço ou controle entre administradores e controladas, controladores e outros”. As empresas que obtiveram respostas positivas nessa questão não apresentaram membros do conselho de administração em ambos os itens;
- Pergunta 6: A análise do número de membros do conselho de administração foi extraída do item 12.6 do Formulário de Referência, em que foram contabilizados os membros efetivos do conselho de administração, incluindo o Vice-Presidente e o Presidente do conselho;

- Pergunta 7: No item 12.6 está estipulado o prazo do mandato de cada membro do conselho de administração, assim, para que a empresa pontue nesse item, ela não pode ter membros do conselho de administração com mandato maior que um ano;
- Pergunta 8: A informação sobre a existência ou não de um conselho fiscal permanente foi obtida no item 12.1,b do Formulário de Referência;
- Perguntas 9, 10 e 11: Os dados dessas perguntas foram extraídos do item 15.1, do Formulário de Referência das companhias, como também foram obtidos do *software* Economática®. Para a primeira, foi analisado se o controlador possui ações ordinárias em quantidade menor que 50% do total desse tipo de ação. Na segunda foi analisada se a relação entre as ações ordinárias da companhia e o total de ações emitidas pela mesma é maior que 80%. Por fim, foi feita a análise se o controlador possui maior número de ações preferenciais do que ações ordinárias;
- Pergunta 12: Através do item 15.3 do Formulário de Referência ou do *software* Economática® foi obtida a informação da quantidade de ações disponíveis para o mercado. Se o valor for maior que 25% então a resposta será positiva;
- Pergunta 13: Para responder essa pergunta, foi utilizado o item 12.5 do Formulário de Referência;
- Pergunta 14: No item 12.6 do Formulário de Referência, foi obtida a informação do número de membros do conselho de administração que não foram indicados pelo controlador. Foi considerada pontuação positiva quando o número for maior que dois membros escolhidos pelos minoritários. De acordo com Póvoa (2010, p. 207), o mínimo exigido pela lei das Sociedades Anônimas é de um membro escolhido pelo minoritário, dessa forma, para obter valor positivo, a pergunta deve ter direito de votos além do requerido;
- Pergunta 15: Para Póvoa (2010, p.215), o nível máximo de Governança Corporativa, aplicado no nível Novo Mercado da BM&FBOVESPA, exige que a empresa conceda *tag along* de 100% dos controladores minoritários. Essa informação foi obtida do item 18.1 do Formulário de Referência.

Quadro 6 - Coleta de dados do questionário IGC

nº	Questão	Descrição	Formulário de Referência
	Transparência		
1.	A empresa divulga seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	(Até 30 de Abril)	12.3
2.	A companhia utiliza padrão contábil internacional (IASB ou US GAAP)?	Depois de 2010, todas as empresas SA são obrigadas a utilizar	2.1
3.	A companhia utiliza uma das principais empresa de auditoria globais?	(PWC, KPMG, Ernst & Young, Deloitte, Touche & Tohmatsu)	2.1
	Conselho de Administração		
4.	O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?	O presidente e o diretor não podem ser os mesmos	12.6
5.	O conselho é claramente não composto por <i>insiders</i> e acionistas controladores?	Verificar se a relação de parentesco ou de controle está no conselho	12.9 / 12.10
6.	O tamanho do conselho está entre 5 e 9 membros?	Contar o número de conselheiros efetivos	13.2
7.	Os membros do conselho possuem mandato de 1 ano?	Verificar a data da posse e a data da saída	12.6
8.	Existe um conselho fiscal permanente?	Verificar se o conselho é permanente ou não	12.1 b
	Estrutura de Propriedade e de Controle		
9.	O controlador possui menos de 50% das ações com direito a voto?	ON do controlador > 50%	15.1
10.	A porcentagem de ações votantes em relação ao capital total é maior que 80%?	(ON / ON+PN)>0,80	15.1
11.	A relação entre ações com direito a fluxo com as ações com direito a voto em posse do controlador é maior ou igual a "1"	(PN/ON) ≥ 1 ou se tiver somente ON então = "1"	15.1
12.	O <i>free-float</i> é maior ou igual ao mínimo exigido pela BM&FBOVESPA para o Nível Novo Mercado (25%)	verificar arquivos da CVM se está declarado <i>free float</i> maior que 25%	15.3
	Direito dos acionistas		
13.	O contrato social da empresa estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?	Verificar no formulário de referência	12.5
14.	O contrato social da empresa concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?	Verificar se existe mais de um representante no conselho administração que não foram escolhidos pelo controlador	12.6
15.	A empresa concede direito de <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?	<i>Tag along</i> deve ser 100%, tanto para ON quanto para PN	18.1
Cada questão possui resposta do tipo "sim" ou "não". Se a resposta é "sim", então o valor atribuído à questão é "1", caso contrário o valor é "0". O índice é a soma dos pontos para cada questão. O máximo valor do índice é 15.			

Fonte: Adaptado de Silva e Leal, 2005, p.5.

3.3.4.2 Coleta de dados da variável TLE

A variável taxa de lucro econômica foi calculada através da diferença entre as variáveis ROE e k_e . A seguir o procedimento para cada variável:

- ROE: O cálculo é feito através da relação da variável Lucro Econômico (LL) e a variável Patrimônio Líquido (PL). Ambas foram obtidas do *software* Economática®. Para configurar o *software*, os seguintes procedimentos foram adotados:
 - Valores ajustados pelo índice de inflação IPCA;
 - Foram utilizados os valores médios para o PL, ou seja, foi feito a média aritmética dos valores entre o início do ano e o final do ano;
- k_e : Variável calculada conforme Equação 4. Para realizar esse cálculo, primeiramente deve ser calculado a variável β .
 - O β , que representa o risco da companhia em relação ao mercado em que está inserida, é calculado conforme a Equação 7, porém, anteriormente, deve ser encontrado a variável β_u , que representa valores desalavancados da variável β . O cálculo do β_u foi representado na Equação 6. Para encontrar o β_u foi utilizado o site do professor Damodaram, onde constam os valores discriminados por setores no mercado americano.
- Posteriormente foi calculado o k_e de cada companhia da seguinte forma:
 - Primeiro: calcular o prêmio do risco, que é representado pela diferença entre o risco do mercado (R_m) e o *risk free* (R_f). Ambas as variáveis foram representadas respectivamente pelo valor do índice S&P500 e do *T-bond30*, obtidas do site do Instituto Assaf;
 - Segundo: No site do instituto Assaf obter o valor da variável Risco Brasil.

$$K_e = R_j = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + Risco_{Brasil} \quad (4)$$

$$\beta_u = \frac{\beta'_L}{[1+(P'/P_L') \times (1-IR)]} \quad (6)$$

$$\beta_L = \beta_u \times [1 + \left(P/P_L \right) \times (1 - IR)] \quad (7)$$

Para auxiliar na compreensão dos dados obtidos, no APÊNDICE - A estão apresentados os valores encontrados para as principais variáveis envolvidas no cálculo do TLE.

3.3.4.3 Coleta de dados do Q-tobin

Os dados para calcular o Q-Tobin foram obtidos no *software* Economática®, em que foi utilizada a variável *Enterprise Value* como representante do somatório dos variáveis: VMAO, VMP e DIVT, apresentados na Equação 10. Os critérios adotados no *software* foram:

- Valores ajustados pelo índice de inflação IPCA;
- Calculado valor médio da variável *Enterprise Value* através da média aritmética entre os valores dos 12 meses do ano analisado;
- Calculado o valor médio da variável Ativo Total (AT) através da média aritmética do valor no início e término do ano analisado.

Os valores dessa variável estão apresentados no APÊNDICE - B.

3.3.4.4 Variáveis de controle:

As variáveis de controle foram obtidas do *software* Economática®, em que foram aplicados os seguintes critérios:

- Valores ajustados pelo índice de inflação IPCA;

- As contas provenientes do Balanço Patrimonial tiveram seus valores calculados através da média aritmética das contas no início e do final do ano.

O APÊNDICE - B apresenta os valores das variáveis independente, dependente e de controle.

3.4 Modelo estatístico

No modelo estatístico é apresentado o tratamento econométrico utilizado na pesquisa, em que será informada cada etapa dos procedimentos estatísticos. De acordo com Hair Jr. et al (2005, p.282), é necessário que seja feita essa análise para identificar um conjunto de descrições, relações e diferenças úteis para que os dados se tornem conhecimentos agregado na pesquisa.

O tratamento estatístico dos dados foi dividido em duas etapas: a primeira trata do aspecto descritivo das variáveis e o segundo, o método de regressão utilizado.

3.4.1 Análise descritiva

“[...] estatística descritiva serve para organizar, resumir e descrever os aspectos importantes de um conjunto de características observadas ou comparar tais características entre dois ou mais conjuntos” (CORRAR et al., 2014, p.10).

Para as variáveis métricas, foram feitas as análises de medidas de tendência central e medidas de dispersão, que são os valores da média, mediana e desvio padrão. Para realizar a análise descritiva foi utilizado o *software* SPSS.

Na variável ordinária, IGC, foi realizada a análise de distribuição e frequência, disponibilizada pelo *software* SPSS, em que, de acordo com Hair Jr et al. (2005, p.263), representa a contagem de número de determinada característica apresentada pela variável analisada. Média é a soma dos valores das observações dividida pelo número de observações;

mediana é o valor que está no centro da distribuição, desvio padrão é uma medida de dispersão. (CORRAR et al., 2014, p.13).

3.4.2 Método de Regressão

“A regressão pode ser entendida como sendo o estabelecimento de uma relação funcional entre duas ou mais variáveis envolvidas para a descrição de um fenômeno” (CORRAR et al., 2014, p.133). De acordo com o autor as variáveis dependente e independente da regressão devem ser métricas, no entanto, a independente pode ser não-métricas, nesse caso, foram utilizadas variáveis do tipo *dummy*.

A regressão utilizada neste trabalho tentou explicar a relação de causalidade entre governança corporativa e desempenho da empresa, em que foram tratadas, respectivamente, como variáveis independente e dependente. No entanto, para obter uma regressão com os coeficientes bem estimados, esses devem ser exógenos. Para isso, não podem ter correlação com os termos de erros, pois assim, podem apresentar problema de endogeneidade das variáveis, que segundo Barros et al. (2010, p.3), pode ocorrer devido às variáveis omitidas, erros de mensuração dos regressores e simultaneidade, este último, também conhecido como causalidade reversa, é definido, segundo Wintoki et al. (2009, p.2), como um erro que ocorre quando a variável dependente influencia os valores das variáveis independentes. Desta forma, algumas pesquisas buscaram qual a ferramenta que diminui os problemas apresentadas para o modelo, e de acordo com as pesquisas de Wintoki et al. (2009), Arellano e Bond (1991), Blundell e Bond (1998), Barros et al. (2010) e Roodman (2006; 2009), os modelos de regressão MMG-Sis e MMG-Dif são mais indicados.

O modelo MMG-Sis foi desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), que é uma evolução do modelo de dados em painel MMG e do MMG-dif. De acordo com o apresentado por Wintoki et al. (2009), que testou o modelo para as pesquisas de governança, o cálculo do método é representado pela Equação (15).

$$\begin{bmatrix} y_{it} \\ \Delta y_{it} \end{bmatrix} = \alpha + k \begin{bmatrix} y_{it-p} \\ \Delta y_{it-p} \end{bmatrix} + \beta \begin{bmatrix} X_{it} \\ \Delta X_{it} \end{bmatrix} + \gamma \begin{bmatrix} Z_{it} \\ \Delta Z_{it} \end{bmatrix} + \epsilon_{it} \quad (15)$$

Sendo i a empresa, t o ano, α é o intercepto, y_{it} é a variável dependente, X_{it} é a variável de interesse, Z_{it} representa as variáveis de controle, y_{t-1} é a defasagem da variável dependente e ϵ_t é o termo de erro aleatório.

O método da Equação (15) ainda apresenta heterogeneidade não observada, assim, é preciso assumir um pressuposto de que a variável de interesse e as variáveis de controle sejam correlacionadas com os efeitos não observados, e esta correlação deve ser constante ao longo do tempo, e assim, somente pode ser feita para curto período de tempo. Esta presunção leva a condição de ortogonalidade apresentada na Equação (16).

$$E[\Delta X_{it-s}(\eta_i + \epsilon_{it})] = E[\Delta Z_{it-s}(\eta_i + \epsilon_{it})] = E[\Delta y_{it-s}(\eta_i + \epsilon_{it})] = 0, \quad \forall s > p \quad (16)$$

Em que η_i é a heterogeneidade não observada e p é o período de defasagem do tempo.

De acordo com Rodman (2009, p.137), esse modelo foi desenvolvido para painéis com curto período de análise e com grande número de elementos analisados, e para ajustar modelos linear com uma variável dependente dinâmica, controles adicionais e efeitos fixos. Nesta pesquisa foram adotados os seguintes pressupostos:

- Os resíduos devem possuir somente autocorrelação de primeira ordem, e para testar esse pressuposto é recomendado utilizar o teste de Arellano/Bond. De acordo com Wintoki et al. (2009, p.26), a maior preocupação do modelo é se foi utilizado, ou não, um número de defasagem suficiente para controlar a endogeneidade dinâmica. Se a resposta for sim, então qualquer valor de desempenho histórico, que influenciou essas defasagens, serão válidos desde que exógenos aos impactos na variável atual de desempenho;
- Segundo Roodman (2006, p.11), o teste de Hansen é utilizado para validar os estimadores do modelo, conhecido como teste J , verifica a sobre identificação

(*over-identification*), pois de acordo com Wintoki et al. (2009, p.27), esse modelo utiliza múltiplos instrumentos defasados e assim é sobre identificado;

- Teste estatístico da diferença do teste de Hansen, em que de acordo com a pesquisa de Wintoki et al. (2009, p.27), a hipótese nula é de que são exógenos os subconjuntos dos instrumentos utilizados nos níveis da equação, assim, é importante que não seja rejeitada essa hipótese e constatar que os instrumentos utilizados no modelo são de fato exógenos.

4 RESULTADOS

Esta seção é desenvolvida por meio da apresentação, análise e discussão dos dados obtidos na pesquisa. Primeiramente é apresentada a estatística descritiva e posterior, o método de regressão, os pressupostos e a discussão dos resultados.

4.1 Estatística descritiva

Com o auxílio do *software* SPSS-20 a análise descritiva foi dividida entre as variáveis: independente, dependentes e de controle.

4.1.1 Resultados da variável independente

A variável independente, IGC, é a variável alvo do estudo. Nela foram encontrados os aspectos de Governança Corporativa de cada empresa da amostra ao longo do período analisado. No APÊNDICE - C pode ser encontrada a pontuação IGC das empresas.

No quadro 7 foi feita a contagem estatística do número empresas que obtiveram valores positivos para cada pergunta que compõe o índice IGC. Nesse quadro pode ser analisado o comportamento médio das empresas ao longo dos anos, análise horizontal; como também pode ser verificado qual dos critérios de Governança Corporativa as empresas, em média, mais se destacam, análise vertical.

Ao analisar horizontalmente os dados, no quadro 7, pode-se chegar as seguintes conclusões: A primeira, segunda¹¹ e sétima questões não sofreram alteração significativa ao

¹¹ A segunda questão não se alterou, pois de acordo com a IN da CVM nº457, art 1º, todas as companhias abertas deverão apresentar as suas demonstrações financeiras adotando o padrão contábil internacional, assim, todas empresas obtiveram notas positivas nessa questão.

longo dos anos. Já a quarta e décima quinta apresentaram melhoras significativas ao longo dos anos, tendo aquela uma evolução de 75,5%, em 2010, a 86,0%, em 2014, e esta uma evolução de 44,5% a 52,5%. A questão número cinco apresentou piora ao longo dos anos, partindo de 23,5% em 2010 para 17,5% em 2014. Já as questões terceira, sexta, oitava, nona, décima, décima primeira, décima segunda e décima terceira apresentaram ligeira melhora ao longo dos anos partindo de 2010 para 2014. Por fim a décima quarta questão apresentou melhora entre 2010 e 2013, porém teve um retrocesso em 2014. A análise vertical nos permite constatar quais setores apresentaram maior número de empresa com respostas positivas no índice, em que os setores com números melhores foram: agro e pesca, mineração, máquinas agrícolas e *software* de dados, com pontuações de 65,1%, 64,1%, 62,6% e 61,2%, respectivamente. Já os setores com números inferiores foram: eletroeletrônico, químico e têxtil, com pontuação respectiva de 44,6%, 48,0%, 49,8%.

Outra forma de avaliar as empresas e setores com o IGC é apresentar a pontuação dos indicadores, em que as respostas positivas recebem o valor um e as respostas negativas, valor zero. O quadro 8 apresenta os valores dos pontos dos setores discriminados pelos anos e o valor médio.

A figura 05 apresenta a quantidade de empresas agrupada de acordo com a classificação de Silva e Leal (2005, p.11). Pode-se verificar que as empresas da amostra se encontram mais concentradas nos níveis médio e bom, sendo que ao longo dos anos houve a evolução de empresas no nível médio para o nível bom. Esse resultado está em concordância com a literatura, que informa que países com baixa proteção aos investidores, como o Brasil, precisam que suas empresas apresentem melhores técnicas de governança corporativa como forma de compensar essa limitação.

Quadro 7 – Média das questões do índice IGC

Governança	Questões do índice IGC	2014	2013	2012	2011	2010
Transparência	1º. A empresa divulga seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	98.0%	97.0%	98.5%	96.5%	98.0%
	2º. A companhia utiliza padrão contábil internacional (IASB ou US GAAP)?	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	3º. A companhia utiliza uma das principais empresas de auditoria globais?	81.5%	82.5%	84.0%	86.0%	78.5%
Conselho de Administração	4º. O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?	86.0%	84.5%	78.0%	76.5%	75.5%
	5º. O conselho é claramente não composto por <i>insiders</i> e acionistas controladores?	17.5%	17.5%	19.5%	19.0%	23.5%
	6º. O tamanho do conselho está entre 5 e 9 membros?	74.0%	74.5%	72.0%	73.0%	72.5%
	7º. Os membros do conselho possuem mandato de 1 ano?	31.5%	33.0%	31.5%	31.0%	32.0%
	8º. Existe um conselho fiscal permanente?	29.0%	29.0%	28.5%	28.5%	26.0%
Estrutura de propriedade e de controle	9º. O controlador possui menos de 50% das ações com direito a voto?	54.0%	53.0%	53.0%	52.0%	51.0%
	10º. A porcentagem de ações votantes em relação ao capital total é maior que 80%?	61.0%	60.5%	60.0%	60.0%	59.0%
	11º. A relação entre ações com direito a fluxo com as ações com direito a voto em posse do controlador é maior ou igual a "1"?	61.5%	60.5%	60.0%	60.5%	59.5%
	12º. O <i>free-float</i> é maior ou igual ao mínimo exigido pela BM&FBOVESPA para o Nível Novo Mercado (25%)	85.5%	86.0%	85.5%	85.5%	83.0%
Direito dos acionistas	13º. O contrato social da empresa estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?	58.0%	58.5%	57.5%	58.0%	55.0%
	14º. O contrato social da empresa concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?	45.5%	47.5%	46.5%	42.0%	42.0%
	15º. A empresa concede direito de <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?	52.5%	51.0%	48.5%	47.0%	44.5%

Fonte: O autor, 2016.

Quadro 8 – Pontuação IGC conforme os setores

Seto Economatica	Quantidade de empresas	Pontuação Média	Pontuação 2014	Pontuação 2013	Pontuação 2012	Pontuação 2011	Pontuação 2010
Telecomunicações	3	12.20	12.67	12.33	12.00	12.67	11.33
Comércio	12	10.22	10.50	10.50	10.33	10.17	9.58
Transporte Serviços	10	10.08	10.20	10.40	9.90	9.90	10.00
Construção	18	10.03	10.28	10.28	10.00	9.83	9.78
Siderur & Metalur	14	9.50	9.71	9.79	9.50	9.43	9.07
Mineração	3	9.40	10.33	10.33	9.00	8.67	8.67
Papel e Celulose	3	9.40	9.00	9.00	9.67	9.67	9.67
Software e Dados	2	9.20	8.50	9.50	9.50	9.50	9.00
Outros	47	9.20	9.43	9.38	9.23	9.06	8.87
Textil	13	8.85	8.92	8.77	8.92	8.69	8.92
Energia Elétrica	30	8.82	8.93	8.80	8.80	8.80	8.77
Química	6	8.70	8.67	8.67	8.67	8.83	8.67
Alimentos e Bebidas	12	8.53	8.67	8.33	8.58	8.50	8.58
Minerais não Metálicos	3	8.53	8.67	8.67	8.67	9.00	7.67
Eletroeletrônicos	5	8.48	8.20	8.60	8.20	8.80	8.60
Máquinas Industriais	4	8.15	8.00	8.25	8.25	8.25	8.00
Veiculos e peças	9	8.02	8.22	8.22	8.00	7.78	7.89
Petróleo e Gas	3	7.80	7.33	7.67	7.67	8.00	8.33
Agro e Pesca	3	7.47	7.67	7.67	7.67	7.33	7.00
Total	200	9.08	9.15	9.22	9.08	9.10	8.86

Fonte: O autor, 2016.

Figura 5 - Classificação do IGC

Fonte: O autor, 2016.

4.1.2 Resultados descritivos das variáveis dependentes

As variáveis dependentes analisadas foram TLE e Q-tobin em cada ano que compõe o período amostral. De acordo com a tabela 2, é possível analisar que entre 2010 e 2014, houve piora nos valores médios das duas variáveis analisadas. O TLE apresentou valores negativos em quase todo período da amostra, com exceção de 2011, essa variável apresentou que as empresas em média estão destruindo valor, o que é um indicador negativo do desempenho das mesmas. A variável Q-tobin pode ser analisada conforme especificações apresentadas por Famá e Barros (2000), em que os autores apresentam que diversas pesquisas apontam aspectos positivos para as empresas que apresentam $Q\text{-tobin} > 1$ e valores deficitários para as empresas com $Q\text{-tobin} < 1$. Desta forma, a análise descritiva desta variável mostrou que as companhias da amostra apresentam o Q-tobin muito próximo de 1, sendo que de 2010 a 2012 o valor foi superior e nos anos 2013 e 2014 o valor foi inferior. A tabela 3 apresenta o teste ANOVA das médias das variáveis dependentes, em que ambas apresentaram o *p-value*

inferior ao nível de significância de 5%, assim pode-se rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais ao longo dos anos analisados.

Tabela 2 - Análise descritiva das variáveis dependentes

Variável	Valor	Valor	Média	Desvio Padrão
	Mínimo	Máximo		
Q-tobin (2014)	-0,18	4,23	0,876	0,69
Q-tobin (2013)	-0,13	4,64	0,998	0,82
Q-tobin (2012)	-0,20	6,14	1,052	0,95
Q-tobin (2011)	-0,27	5,25	1,027	0,85
Q-tobin (2010)	-0,12	6,05	1,175	0,95
Tle (2014)	-19,66	1,01	-0,451	1,77
Tle (2013)	-4,91	0,19	-0,591	0,63
Tle (2012)	-4,31	0,77	-0,303	0,46
Tle (2011)	-1,32	1,34	0,082	0,23
Tle (2010)	-1,46	1,42	-0,155	0,30

Fonte: O autor, 2016.

Tabela 3 - Teste ANOVA das variáveis dependentes

Variável	Test ANOVA	
	Sig. (p-value)	F
Q-Tobin	0,014*	3,124
TLE	0,000**	17,521

Calculado através do *software* SPSS20. (*) Nível de significância = 5% e (**) nível de significância = 1%.

Fonte: O autor, 2016.

4.1.3 Resultados descritivos das variáveis de controle

A análise descritiva foi feita nas variáveis métricas LOGAT, END, VPA e ki. Essa análise, representada na tabela 4, permite interpretar o comportamento do mercado brasileiro no período analisado, pois apesar de as empresas não alterarem seu tamanho, as variáveis apontam para uma piora no cenário econômico. Para constatar essas afirmações, verifica-se que ao longo dos anos, em média, o endividamento aumentou, o custo da dívida aumentou e as vendas diminuíram. Somente a variável que representa o tamanho da empresa, LOGAT, é que se manteve ao longo dos anos.

Tabela 4 - Análise descritiva das variáveis de controle

Variáveis de controle	Valor mínimo	Valor máximo	Média	Desvio padrão
LogAT (2014)	4,270	8,960	6,576	0,739
LogAT (2013)	4,300	8,950	6,584	0,736
LogAT (2012)	4,320	8,930	6,579	0,732
LogAT (2011)	4,360	8,900	6,551	0,723
LogAT (2010)	4,320	8,830	6,495	0,726
END (2014)	0,006	121,221	3,241	9,286
END (2013)	0,006	25,409	2,394	3,160
END (2012)	0,007	23,611	2,112	2,439
END (2011)	0,008	14,407	1,905	2,076
END (2010)	0,007	18,637	1,978	2,663
VPA (2014)	-517,763	395,774	19,399	57,180
VPA (2013)	0,066	707,547	29,866	70,203
VPA (2012)	0,078	1107,351	36,808	104,028
VPA (2011)	0,083	936,391	36,887	100,651
VPA (2010)	0,105	852,160	39,523	110,306
Ki (2014)	-0,91%	2681,82%	34,13%	190,50%
Ki (2013)	0,27%	496,48%	22,19%	45,71%
Ki (2012)	0,03%	470,01%	21,32%	41,17%
Ki (2011)	0,02%	336,77%	22,27%	34,73%
Ki (2010)	0,61%	200,30%	20,28%	25,66%

Fonte: O autor, 2016.

A tabela 5 apresenta o teste ANOVA das médias das variáveis de controle. Das variáveis, somente a END apresentou significância estatística inferior a 5%, o que permite rejeitar a hipótese de igualdade das médias. Assim, somente esta variável de controle permite que seja feita comparação de valores das médias ao longo dos anos.

Tabela 5 – Teste ANOVA para as variáveis de controle

Variável	Test ANOVA	
	Sig. (p-value)	F
LOGAT	0,732	0,505
END	0,034*	2,61
VPA	0,17	1,608
Ki	0,542	0,774

Calculado através do *software* SPSS20. (*) Nível de significância = 5%

Fonte: O autor, 2016.

4.2 Resultado do método de regressão

Os resultados da regressão estão representados na tabela 6, onde estão os coeficientes das variáveis do modelo, os níveis de significância e os pressupostos.

O modelo utilizado com a variável dependente TLE apresentou significância de 5% com a variável independente IGC, o que torna mais confiável o valor de 0,062 encontrado para o coeficiente. Esse valor representa influência positiva da governança no desempenho da empresa, o que corrobora com a expectativa da literatura, no entanto, a relação positiva é muito sutil, sendo que o coeficiente está na casa centesimal, o que mostra pouco peso da influência do IGC sobre o TLE.

Tabela 6 - Resultado do modelo de regressão

Variável	TLE Coeficiente (t / p-value)	Qtobin Coeficiente (t / p-value)
TLE (t-1) / Qtobin (t-1)	-0.1429746* (-1.83 / 0.069)	0.2352488*** (4.59 / 0.000)
IGC	0.0621181** (2.00 / 0.47)	0.0307518 (0.71 / 0.477)
LOGAT	-0.1505222 (-0.76 / 0.446)	0.1335577 (0.55 / 0.582)
END	-0.1622365*** (-15.71 / 0.000)	-0.0034024 (-1.62 / 0.108)
VPA	0.0026779*** (10.20 / 0.000)	-0.0000767 (-0.45 / 0.653)
ki	0.0828628*** (15.47 / 0.000)	0.0333042*** (4.57 / 0.000)
SETOR	0.0034921 (0.92 / 0.359)	0.0025167 (0.50 / 0.620)
Iano_2011	0.5662248*** (20.48 / 0.000)	-0.0338897** (-1.99 / 0.048)
Iano_2012	0.3139645*** (10.70 / 0.000)	-
Iano_2013	-	-0.0209788 (-1.32 / 0.188)
Iano_2014	0.2693426*** (10.08 / 0.000)	-0.0998153*** (-4.42 / 0.000)
constante	0.0048361 (0.00 / 0.997)	-0.514369 (0.38 / 0.708)
Teste de Arelano e Bond AR(1) - (p-value)	(0.049)	(0.779)
Teste de Arelano e Bond AR(2) - (p-value)	(0.281)	(0.017)
Teste Hansen (J) de sobre indentificação	(0.045)	(0.010)
Diferença no teste de Hansen de exogeneidade dos subconjuntos dos instrumentos:		
Instrumentos GMM:		
-Teste Hansen excluindo o grupo (Prob>chi2)	(0.017)	(0.111)
- Diferença (Ho= exógeno) (Prob>chi2)	(0.429)	(0.015)
Instrumentos padronizados IV:		
-Teste Hansen excluindo o grupo (Prob>chi2)	(0.126)	(0.020)
- Diferença (Ho= exógeno) (Prob>chi2)	(0.067)	(0.091)
Número de instrumentos	23	23

Significância: *(10%), **(5%) e ***(1%). Alguns valores das variáveis ano foram omitidos devido a problemas de colinearidade. Tabela produzida através do *software* STATA13.

Ainda na regressão utilizada para a variável TLE, ao analisar as variáveis de controle, pode-se verificar que o LOGAT apesar de apresentar um coeficiente negativo com valor alto, não teve relevância estatística, pois a significância foi superior a 10%. Já as variáveis END, VPA e ki apresentaram relevância estatística, no entanto, somente a primeira apresentou coeficiente na casa decimal, as duas restantes, na casa centesimal. Pode-se constatar através do modelo que as variáveis VPA e ki possuem relação positiva com o desempenho da empresa, enquanto as variáveis END e LOGAT possuem relação negativa com o desempenho, ou seja, atrapalham o rendimento da companhia. A variável SETOR não representa significância estatística, apesar de ligeiramente influenciar positivamente o modelo. Os resultados das variáveis de controle se mostram contraditórios, visto que o aumento da alavancagem financeira diminui o desempenho (END(-)), porém o aumento do custo do capital próprio, (ki(+)), colabora com o desempenho. Por fim, pode-se comentar que o tamanho da empresa influencia negativamente o desempenho (LOGAT(-)), porém a receita é influência positiva ao modelo (VPA(+)).

Mantendo a análise para a variável TLE, foram encontrados valores com significância estatística para as variáveis *dummies* dos anos, assim, permite constatar que a variação no mercado entre os anos influenciam o modelo.

Os resultados para o modelo com a variável dependente Q-Tobin são: a variável IGC apresentou coeficiente positivo, o que em concordância com a literatura sugere influência positivas das boas práticas de governança corporativa com o desempenho da companhia, no entanto, o modelo não apresentou significância estatística¹² para essa variável, o que torna fraco estatisticamente o valor encontrado. Em relação às variáveis de controle, somente a variável ki apresentou significância estatística no modelo, desta forma, as demais variáveis não possuem relevância estatística que possibilite emitir alguma conclusão. A variável ki mostrou relação positiva com o modelo, assim como na regressão com a variável dependente TLE, demonstrando assim coerência dos modelos. Dentre as variáveis temporais, somente para o ano de 2014 apresentou significância estatística. Pode-se concluir que o modelo

¹² Foram consideradas como variáveis sem significância estatística as que não apresentaram p-value a pelo menos 10%

estatístico para a variável Q-Tobin não possui relevância estatística devido às poucas variáveis dentro do valor de significância estabelecido.

Por fim, em ambos a variável que representa a influência do desempenho passado sobre o desempenho atual apresentou significância estatística, para o primeiro modelo no nível de 10% e para o segundo, 1%. Ainda sobre esta variável, a influência sobre as duas regressões se mostrou diferente, visto que na primeira teve valor negativo e na segunda o valor positivo.

4.3 Pressupostos

A regressão com a variável dependente TLE apresentaram os seguintes resultados para os pressupostos necessários para garantir a robustez dos resultados:

- Os resíduos devem possuir autocorrelação de primeira ordem, porém, não o de segunda ordem. Para validar o teste de Arellano/Bond deve-se rejeitar a hipótese nula para AR(1) e não rejeitar para AR(2). No modelo, os resultados foram 0,049 e 0,281, desta forma, para o nível de significância de 5% foram rejeitados H_0 no primeiro caso e não no segundo, assim, o teste foi concluído em concordância com o necessário para validar o modelo.
- Em relação ao teste Hansen-J, que verifica a validade dos instrumentos, ou seja, se os mesmos não são sobre identificados, assim, não se pode rejeitar H_0 . O resultado para esse teste foi de 0,045, rejeitando H_0 para o nível de significância de 5%. Assim, para esse modelo estar em concordância com o teste, deveria ser utilizada significância de 1%, o que implicaria na recusa do teste anterior.
- Por fim, no teste estatístico da diferença do teste de Hansen é importante que não se rejeite o H_0 , em que diz que os instrumentos são externos. Nesse teste a hipótese nula não foi rejeitada para significância de 5%, comprovando assim a exogeneidade dos instrumentos.

Para a regressão com a variável dependente Q-tobin, os três pressupostos não foram comprovados, assim, o modelo apresentou as seguintes falhas:

- Autocorrelação de segunda ordem com os resíduos, mas não a de primeira ordem.
- Instrumentos sobre identificados, ou seja, a não validade dos instrumentos.
- Os instrumentos utilizados nos níveis da equação não são exógenos.

4.4 Discussão dos resultados

Ao analisar os resultados para as regressões através do método MMG-Sis pode-se verificar que o desempenho das empresas é dependente do nível de governança adotado pelas empresas, a afirmação está alinhada com o objetivo geral da pesquisa. Pode-se chegar a essa conclusão ao verificar que a pontuação obtida pelo índice IGC, que representa o nível de governança corporativa aplicado pela empresa, influencia positivamente o desempenho. No entanto, é importante comentar sobre a significância estatística e como o modelo cumpriu seus pressupostos, pois, na regressão em que foi considerada a variável de desempenho TLE (taxa de lucro econômico), o coeficiente teve nível de significância inferior a 5% o que torna confiável o resultado, também os pressupostos da regressão foram obtidos, deixando o modelo mais robusto; já a variável de desempenho Q-Tobin não apresentou significância estatística e não conseguiu obter os pressupostos necessários para o modelo. Assim, apesar de os resultados para ambas variáveis estarem em concordância com o objetivo da pesquisa, somente para a variável TLE é que a afirmação possui relevância.

Os resultados confirmaram que a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras tem melhorado ao longo dos anos. Essa assertiva foi verificada ao se comparar os resultados do índice de governança corporativa (IGC) desta pesquisa com os resultados da pesquisa de Silva e Leal (2005) que desenvolveram o índice, pois foi possível verificar grande evolução das empresas brasileiras, visto que na pesquisa dos autores, poucas empresas apresentaram a pontuação “boa” para governança, abaixo de 5%. Já na pesquisa atual, as empresas com essa pontuação variou de 34,5% até 43,50%. Aplicando a mesma comparação para as empresas com a pontuação “pobre”, houve inversão de valores, pois na pesquisa de Silva e Leal (2005) mais de 20% obtiveram essa classificação, enquanto que nesta a contagem ficou abaixo de 7%. Ainda sobre a variável IGC, a pesquisa atual mostrou coerência com

outras a respeito de qual grupo de mecanismos está sendo mais ou menos aplicado nas empresas, pois tanto nesta como nas outras pesquisas, como as de Catapan e Colauto (2014) e Silveira et al. (2009), os mecanismos de transparência e os direitos dos acionistas foram respectivamente os melhores e piores classificados.

No próximo tópico segue a conclusão do trabalho, onde serão expostos comentários sobre os resultados, a resposta da pergunta da pesquisa e se foram atingidos os objetivos, geral e secundários do estudo.

5 CONCLUSÃO

Governança corporativa é um tema muito abrangente, tendo como pressuposto pesquisas da década de 30 com Berle e Means (1932) e Coase (1937). Porém foi com Jensen e Meckling (1976) que se iniciaram diversos estudos sobre esse assunto. Quase meio século depois, mesmo que haja certa convergência da literatura sobre o tema, algumas pesquisas ainda questionam os métodos e os resultados obtidos, havendo necessidade de mais pesquisas para comprovar a hipótese de que a governança corporativa melhora o desempenho das companhias.

A pesquisa foi desenvolvida com o intuito de comprovar a teoria de que a governança corporativa influencia no desempenho econômico-financeiro das companhias. Para isso, foi relacionada a variável independente, que representa o nível de governança corporativa, com a variável dependente, que representa o desempenho. Para medir governança corporativa, foi escolhida a variável IGC desenvolvida por Silva e Leal (2005). Para representar o desempenho econômico-financeiro das companhias foram escolhidas as variáveis Q-Tobin, desenvolvida por Tobin (1958) e simplificada por Chung e Pruitt (1958); e a taxa de lucro econômico (TLE), que é uma adaptação, proposta por Araújo, Lima e Assaf Neto (2008), do método EVA®, desenvolvido pela empresa de consultoria STERN STEWART &Co. Por fim, também foi incluído no modelo variáveis de controle com intuito de minimizar erros no modelo estatístico de regressão utilizado.

A metodologia empregada no trabalho foi a de analisar as empresas de capital aberto no mercado brasileiro entre os anos de 2010 e 2014, sendo que foram excluídas empresas do setor financeiro, que apresentaram resultado negativo na conta Patrimônio Líquido ou que tiveram volume de negociação na bolsa inferior a 1% do maior volume negociado. O método estatístico utilizado para relacionar as variáveis foi o método de regressão MMG-Sis (Método dos Momentos Generalizados – Sistêmicos), método o qual mitiga os problemas de endogeneidade e causalidade reversa. A coleta de dados da variável independente foi feita através da análise dos Formulários de Referência de cada empresa que pertenciam à amostra. Já a coleta de dados das outras variáveis foi realizada através do *software* Economática®.

A pesquisa teve o objetivo geral de investigar a influencia da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas para assim responder a pergunta da pesquisa, que questiona se o desempenho das empresas é influenciado pela governança corporativa. De acordo com os resultados apresentados neste estudo, a resposta é positiva, visto que o desempenho das companhias foi influenciado pela governança corporativa.

Com relação aos objetivos específicos, os resultados apontaram um melhora no nível de governança corporativa aplicado pelas empresas ao longo do período amostral; apontaram que o desempenho passado da companhia influencia o nível de governança adotado; e por fim, apontaram que a classificação da governança corporativa no Brasil tem um nível médio, de acordo com a escala proposta por Silve e Leal (2005), sendo que os mecanismos de transparência são os mais empregados.

A variável que analisa o lucro econômico (TLE) indica se o negócio da empresa está realmente criando ou destruindo valor para os acionistas. O resultado descritivo dessa demonstrou um cenário em que as empresas em média estão destruindo valor, já que o TLE foi negativo, como também a tendência foi de piora durante os anos, o que permite atestar o prelúdio da crise que viria a se instaurar no país no início de 2015, posterior ao período analisado no estudo. Também a variável Q-Tobin apontou piora ao longo dos anos, corroborando com a conclusão apresentada.

Estudar governança corporativa e tirar conclusões sobre o seus mecanismos é complexo e exige cuidado, pois muitas variáveis e influências externas podem estar enviesando o modelo adotado, assim, qualquer afirmação apresentada neste trabalho partiu do princípio do *ceteris paribus* para as variáveis comentadas.

Pode-se concluir com este estudo que a governança corporativa exerce influência no desempenho da empresa, ainda que sutil. A constatação positiva vai ao encontro de outras pesquisas, como Silveira, Barros e Famá (2004, 2006); Silva e Leal (2005); Durnev et al. (2005); Silveira et al. (2009); Morey et al. (2009); Alves (2010); Catapan e Colauto (2014). Nesse estudo também foram utilizados métodos estatísticos que vão ao encontro das especificações de Arellano e Bond (1991); Blundell e Bond (1998). Börsch-supan e Köke (2002); Wintoki et al. (2009); Barros et al. (2010); em que é empregado maior rigor estatístico no modelo.

A pesquisa teve como limitação o curto período considerado na amostra, visto que a variável independente pouco varia de um ano para outro, assim seria preciso maiores observações temporais. Essa limitação se deu para evitar que crises econômicas do mercado influenciassem as variáveis e causassem viés nos resultados obtidos. Assim, recomenda-se para outras pesquisas utilizar um período maior para estudar os efeitos da governança, porém tendo cuidado com a influência externa de outras variáveis.

A pesquisa encontrou dificuldade na obtenção das informações das empresas para poder responder o questionário do índice IGC, pois muitas empresas não disponibilizam em seus sites essas informações, e assim, foi preciso buscá-las em sites de órgãos do governo, como a CVM.

Para futuros estudos, é recomendado: utilizar a metodologia apresentada neste estudo com a amostra contendo empresas do setor financeiro ou empresas de pequeno porte e comparar com os resultados encontrados na presente pesquisa. Com isso pode-se fazer uma estimativa mais completa para o mercado brasileiro do comportamento da governança corporativa e sua influencia no desempenho econômico e financeiro das companhias.

Por fim, este estudo pode ser utilizado para justificar o investimento em governança corporativa por parte das empresas, pois os dados obtidos comprovaram a relação positiva da mesma com o desempenho da companhia .

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ARANHA, J. A. M.; SCAMPINI, G. F.; DIAS, A. M.; ARANHA, C. P. M. Governança corporativa: uma avaliação da geração de valor pelo economic value added (EVA). **Anais do encontro científico de administração, economia e contabilidade**, v. 1, n. 1, 2014.

ARAÚJO, A. M. P. De; LIMA, F. G.; ASSAF NETO, A. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v.43, n.1, p.72-83, jan./fev./mar. 2008.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **Review of economics studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

AZIM, M. I.; MEI, J. C. A.; RAHMAN, S. Executives' remuneration and company performance: an evaluation. **Corporate board: role, duties and composition**, v. 7, n. 2, 2011.

BACKERS, J. A. EVA® - valor econômico agregado. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 2, n. 3, 2002.

BAKER, G. P. Incentive contracts and performance measurement. **Journal of political economy**, v. 100, n. 3, p. 598-614, jun. 1992.

BARROS, L. A. B. de C.; CASTRO JUNIOR, F. H.; SILVEIRA, A. D. M. da; BERGMANN, D. R. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação, 2010. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 05 abr. 2015.

BEBCHUK, L.; GRINSTEIN, Y. The growth of executive pay. **Oxford review of economic policy**, v. 21, n. 2, 2005.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long-term firm performance. **University of Colorado working paper**, 2000.

BIANCHI, M.; SILVA, C. V. da; GELATTI, R.; ROCHA, J. M. da. A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do ENANPAD entre 1999 e 2008. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 9, n. 15, 2009.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G. de; GORGA, É. An overview of Brazilian corporate governance. **Cornell law school research paper**, n. 08-014, 2008.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, nov. 1998.

BM&FBOVESPA. Comparativos dos segmentos de listagem. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 13 mar. 2014.

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. *An applied econometrician's view of empirical corporate governance studies*. **German Economic Review**, v. 3, p. 295-326, 2002.

BRICKLEY J. A.; SMITH C. W.; ZIMMERMAN J. L. **Managerial economics and organizational architecture**. 4. ed. Irwin, EUA: McGraw-Hill, 2004.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista de contabilidade e finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/jun./jul./ago. 2013.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, jul./set. 2014.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The journal of finance**, v. 57, n. 6, dez. 2002.

CHO, M. H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 47, p. 103-121, 1998.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, 1994.

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

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise multivariada: para cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2014.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

_____. **Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**. 1 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2011.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of corporate finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DOIDGE, C.; KAROLYI, A.; LINS, K. V.; MILLER, D. P.; STULZ, R. M. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. **The journal of finance**, v. 64, n.1, fev. 2009.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The journal of finance**, v. 60, n. 3, jun. 2005.

FAHLEMBRACH, R.; STULZ, R. M. Managerial ownership dynamics and firm value. **Journal of financial economics**, v. 92, p. 342-361, 2009.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journay of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMÁ, R; BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 07, n. 4, out./dez. 2000.

FRANCIS, B.; HASAN, I.; SONG, L.; WAISMAN, M. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. **Emerging markets review**, n. 15, p. 57-71, 2013.

GIRIOLI, L. S.; SOUZA, E. F. da S. de; NOGUEIRA, I. V.; CALIL, J. F. Análise da criação de valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA nos diferentes níveis de governança corporativa. **Revista de administração da UNIMEP**, v.12, n.1, Jan./ Abr. 2014.

HAIR JR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Tradução de Lene Belon Ribeiro. Porto Alegre: Bookman 2005. 471 p.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **National bureau of economic research working paper**, n. 8161, 2001.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; PALIA, D. *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 353-384, 1999.

HOLTZ, L.; SARLO NETO, A. Efeitos das características do conselho de administração sobre a qualidade da informação contábil no Brasil. **Revista contabilidade e finanças**, v. 25, n. 66, p. 255-266, set./out./nov./dez. 2014.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Códigos das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. p.73. São Paulo, SP: IBGC, 2009.

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

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

KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de educação e pesquisa em contabilidade**, v. 7, n.3, p. 259-273, jul./set. 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *Law and Finance. Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, 1998.

_____. Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.

_____. Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, v. 57, n. 3, jun. 2002.

LEAL, R. P. C.; OLIVEIRA, C. L. T. de. An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate governance: The journal of business in society*, v. 2, p. 21-25, 2002.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de administração contemporânea*, v. 6, n. 1, jan./abr. 2002.

LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. *The world bank research observer*, v. 26, n. 1, fev. 2011.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, M. *Fundamentos de metodologia cinetífica*. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MALHOTRA, N. K. *Pesquisa de marketing: foco na decisão*. Tradução de Opportunity Translations. Revisão técnica de Maria Cecília Laudísio e Guilherme de Farias Shiraishi. 3 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation. *Journal of financial economics*, n. 20, p. 293-315, 1988.

MOREY, M.; GOTTLESMAN, A.; BAKER, E. GODRIDGE, B. *Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. Journal of Banking and Finance*, v. 33, p. 254-262, 2009.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, n. 7, p. 11-42, 1985.

MURPHY, G. B.; TRAILLER, J. W.; HILL, R. C. Measuring performance in entrepreneurship research. *Journal of business research*, n. 36, p. 15-23, 1996.

PÓVOA, A. *Mundo Financeiro: o olhar de um gestor*. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

PETROBRAS. Resultado do quarto trimestre de 2014. *Relacionamento com os investidores*, Rio de Janeiro, RJ, 2015. Disponível em <<http://www.investidorpetrobras.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AAF0C7348D11F37014CE34993A35BF6>>. Acesso em: 19 de Maio 2015.

REESE JR, W. A.; WEISBACH, M. S. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of financial economics*, v. 66, p. 65- 104, 2002.

ROODMAN, D. How to Do xtabond2: An Introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata. **Center for global development**, n.103, 2006.

_____. Practitioners`corner: A note on the theme of too many instruments. **Center for global desenvolvimento**, 2009.

SAMI, H.; WANG, J. ZHOU, H. Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. **Journal of international accounting, auditing and taxation**, v.20, n.11, p. 106-114, 2011.

SAITO, R.; DUTRA, M. G. L. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista administração contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 09-27, 2002.

SAITO, R.; SIVEIRA, A. D. M. Da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, abr./jun. 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *A survey of corporate governance*. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, jun. 1997.

SILVA, A, L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate governance, market, valuation and dividend policy in Brazil. **Coppead working paper series**, n. 390, 2003.

_____. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista brasileira de finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, D. A. da; REIS, E. M. dos; LAMOUNIER, W. M. O processo de criação de valor para o acionista comparado em cada nível de governança corporativa segmentado na Bovespa: um estudo com as empresas que compõem a carteira de ações do índice Brasil (Ibvx 100). **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, jan./jun. 2012.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS. L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003.

_____. Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. In. VII Congresso SemeAd, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2004.

_____. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista brasileira de finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. da; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. de C.; SILVA, A. L. C. da. Evaluation and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 3, p. 173-189, jul./ago./set. 2009.

SILVEIRA, A. D. M. da; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.

STAUBE, I. D.; MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros. **Economia e gestão**, Belo Horizonte, v. 2, n. 3, p. 36-55, jan./jun. 2002.

THE GUARDIAN. Petrobras scandal: Brazilian oil executives among 35 charged, 12 dez. 2014. Disponível em < <http://www.theguardian.com/world/2014/dec/12/petrobras-scandal-brazilian-oil-executives-among-35-charged>>. Acesso em 19 Maio 2015.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior towards risk. **The review of economic studies**, v. 25, n. 2, p. 65-86, fev. 1958.

VASCONCELOS, A. F. de; MONTE, P. A. do. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Registro contábil – Ufal**, Maceió/AL, v. 4, n. 1, p. 1-17, jan./abr. 2013.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: Uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2013. 72 f. Dissertação (Mestrado) - UNB - UFPB - UFRN, João Pessoa, 2013.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2010.

WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. *Endogeneity and the dynamics of corporate governance*. **European Summer Symposium in Financial Markets**, 2009.

APÊNDICE

APÊNDICE A - DADOS PARA O CÁLCULO DO BETA

Nome	βu 2014	βu 2013	βu 2012	βu 2011	βu 2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Liquido 2014 Média	Patrimônio Liquido 2013 Média	Patrimônio Liquido 2012 Média	Patrimônio Liquido 2011 Média	Patrimônio Liquido 2010 Média
Petrobras	0.76	0.97	1.10	1.12	1.12	R\$ 523,060,071	R\$ 461,698,219	R\$ 398,992,642	R\$ 338,269,051	R\$ 297,824,581	R\$ 387,983,090	R\$ 432,428,957	R\$ 445,676,851	R\$ 447,421,910	R\$ 345,222,780
Vale	0.91	0.90	1.54	1.28	1.26	R\$ 180,388,775	R\$ 161,006,338	R\$ 140,739,358	R\$ 141,419,073	R\$ 135,920,827	R\$ 173,837,529	R\$ 188,305,144	R\$ 195,893,622	R\$ 179,148,143	R\$ 154,964,457
Ambev S/A	0.89	0.93	0.84	0.77	0.87	R\$ 32,801,596	R\$ 31,993,899	R\$ 30,276,841	R\$ 27,283,141	R\$ 27,194,225	R\$ 50,166,181	R\$ 44,628,256	R\$ 36,038,082	R\$ 35,134,903	R\$ 34,605,797
Cielo	1.04	0.81	1.05	0.89	0.98	R\$ 14,284,207	R\$ 11,070,312	R\$ 7,498,581	R\$ 4,383,050	R\$ 3,500,872	R\$ 4,480,207	R\$ 3,484,485	R\$ 2,426,817	R\$ 1,816,867	R\$ 1,517,661
Itausa	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 10,700,942	R\$ 220,397,342	R\$ 407,673,868	R\$ 373,588,000	R\$ 639,227,986	R\$ 42,552,919	R\$ 39,475,474	R\$ 39,328,745	R\$ 39,084,698	R\$ 34,298,659
BRF SA	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 22,492,373	R\$ 21,224,974	R\$ 21,296,851	R\$ 21,094,316	R\$ 19,919,674	R\$ 17,816,822	R\$ 18,270,481	R\$ 18,949,557	R\$ 19,480,260	R\$ 19,988,010
P.Acucar-Cbd	0.75	0.58	0.58	0.64	0.63	R\$ 37,292,666	R\$ 34,662,953	R\$ 35,137,466	R\$ 34,388,938	R\$ 25,376,592	R\$ 11,809,956	R\$ 11,234,803	R\$ 10,665,963	R\$ 10,348,468	R\$ 10,194,160
Gerdau	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 34,567,809	R\$ 33,589,658	R\$ 33,668,747	R\$ 34,024,626	R\$ 37,042,383	R\$ 36,841,864	R\$ 35,987,267	R\$ 34,577,877	R\$ 31,166,449	R\$ 28,357,634
Estacio Part	0.95	1.04	1.09	0.92	0.87	R\$ 1,018,190	R\$ 720,580	R\$ 649,556	R\$ 465,199	R\$ 315,672	R\$ 2,289,763	R\$ 1,377,884	R\$ 877,030	R\$ 847,024	R\$ 777,322
CCR SA	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 14,300,598	R\$ 13,523,057	R\$ 13,654,156	R\$ 13,583,713	R\$ 11,781,287	R\$ 4,070,864	R\$ 4,219,414	R\$ 4,314,874	R\$ 4,440,632	R\$ 4,468,507
Cemig	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 23,993,429	R\$ 28,939,793	R\$ 35,952,266	R\$ 33,479,546	R\$ 30,315,428	R\$ 14,128,572	R\$ 15,438,303	R\$ 15,758,740	R\$ 16,333,073	R\$ 16,227,757
Sid Nacional	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 50,898,682	R\$ 51,911,486	R\$ 52,690,092	R\$ 48,394,117	R\$ 40,080,269	R\$ 8,176,841	R\$ 10,470,480	R\$ 10,990,330	R\$ 10,981,866	R\$ 9,775,494
Usiminas	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 16,768,059	R\$ 19,312,776	R\$ 21,364,544	R\$ 21,397,631	R\$ 18,159,386	R\$ 19,712,405	R\$ 20,853,684	R\$ 22,472,194	R\$ 24,430,763	R\$ 24,808,282
Tim Part S/A	0.51	0.37	0.53	0.54	0.66	R\$ 18,159,527	R\$ 16,138,004	R\$ 15,047,134	R\$ 13,725,749	R\$ 13,598,634	R\$ 17,626,713	R\$ 17,779,385	R\$ 17,736,312	R\$ 16,305,837	R\$ 13,873,661
JBS	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 61,636,580	R\$ 47,168,376	R\$ 36,993,568	R\$ 37,776,323	R\$ 39,350,819	R\$ 26,985,370	R\$ 26,616,107	R\$ 27,352,459	R\$ 26,851,566	R\$ 25,628,235
Telef Brasil	0.51	0.37	0.53	0.54	0.66	R\$ 32,262,809	R\$ 32,665,869	R\$ 31,570,525	R\$ 21,127,734	R\$ 14,020,747	R\$ 51,758,908	R\$ 54,846,550	R\$ 58,294,379	R\$ 37,993,056	R\$ 16,198,728
BR Malls Par	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 12,260,787	R\$ 12,354,083	R\$ 11,337,880	R\$ 8,774,425	R\$ 6,302,465	R\$ 10,528,274	R\$ 10,616,480	R\$ 9,786,955	R\$ 8,493,259	R\$ 7,874,483
Lojas Renner	0.85	0.80	1.51	1.57	1.22	R\$ 3,817,769	R\$ 3,424,105	R\$ 2,832,810	R\$ 2,287,366	R\$ 1,920,316	R\$ 1,967,791	R\$ 1,748,513	R\$ 1,627,797	R\$ 1,528,350	R\$ 1,339,005
Cosan	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 21,913,823	R\$ 27,645,577	R\$ 25,631,586	R\$ 18,191,795	R\$ 15,257,629	R\$ 10,957,639	R\$ 12,185,399	R\$ 12,381,415	R\$ 10,515,469	R\$ 8,179,552
Natura	0.91	0.89	0.88	0.95	1.05	R\$ 6,573,787	R\$ 5,722,262	R\$ 4,352,942	R\$ 3,158,537	R\$ 2,656,669	R\$ 1,338,490	R\$ 1,537,448	R\$ 1,692,971	R\$ 1,764,683	R\$ 1,788,830
Embraer	1.06	0.92	0.92	1.03	1.08	R\$ 19,498,940	R\$ 17,612,581	R\$ 15,678,936	R\$ 13,963,995	R\$ 14,882,471	R\$ 10,745,425	R\$ 9,319,482	R\$ 8,131,784	R\$ 7,506,825	R\$ 7,521,789
Suzano Papel	0.59	0.93	1.07	0.96	1.04	R\$ 20,180,242	R\$ 19,248,540	R\$ 17,406,943	R\$ 15,622,323	R\$ 13,893,695	R\$ 12,390,621	R\$ 13,581,224	R\$ 13,676,232	R\$ 12,863,532	R\$ 9,640,993
Hypermarcas	0.91	0.89	0.88	0.95	1.05	R\$ 6,960,364	R\$ 7,023,981	R\$ 8,278,640	R\$ 8,128,530	R\$ 5,767,605	R\$ 8,574,646	R\$ 8,725,759	R\$ 8,951,396	R\$ 8,200,835	R\$ 6,313,999

(continua)

Nome	βu 2014	βu 2013	βu 2012	βu 2011	βu 2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Líquido 2014 Média	Patrimônio Líquido 2013 Média	Patrimônio Líquido 2012 Média	Patrimônio Líquido 2011 Média	Patrimônio Líquido 2010 Média
Cyrela Realt	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 9,860,605	R\$ 11,071,473	R\$ 11,691,333	R\$ 11,646,278	R\$ 10,748,732	R\$ 6,553,588	R\$ 6,579,824	R\$ 6,356,562	R\$ 6,237,199	R\$ 6,101,659
Localiza	0.92	0.77	0.87	1.08	0.97	R\$ 4,277,211	R\$ 3,719,998	R\$ 3,720,840	R\$ 3,751,261	R\$ 3,289,238	R\$ 1,761,224	R\$ 1,668,357	R\$ 1,616,623	R\$ 1,415,940	R\$ 1,120,177
Fibria	0.59	0.93	1.07	0.96	1.04	R\$ 13,782,690	R\$ 15,836,769	R\$ 17,448,511	R\$ 19,821,298	R\$ 24,802,032	R\$ 17,102,609	R\$ 18,540,128	R\$ 19,647,173	R\$ 21,052,360	R\$ 18,861,996
Cia Hering	0.85	0.78	1.14	1.14	1.22	R\$ 441,510	R\$ 494,610	R\$ 527,169	R\$ 535,225	R\$ 524,562	R\$ 1,166,356	R\$ 1,056,361	R\$ 989,197	R\$ 867,775	R\$ 626,608
BR Propert	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 8,164,585	R\$ 9,550,380	R\$ 6,672,413	R\$ 3,610,576	R\$ 2,301,161	R\$ 8,081,961	R\$ 9,765,798	R\$ 7,631,254	R\$ 4,482,989	R\$ 2,681,689
Multiplan	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 3,050,956	R\$ 3,163,946	R\$ 2,696,978	R\$ 1,857,508	R\$ 1,408,969	R\$ 4,645,373	R\$ 4,385,589	R\$ 4,168,752	R\$ 4,241,072	R\$ 4,305,774
Lojas Americ	0.85	0.80	1.14	1.14	1.22	R\$ 16,553,269	R\$ 14,494,068	R\$ 12,650,687	R\$ 11,512,838	R\$ 10,370,123	R\$ 1,673,615	R\$ 1,235,599	R\$ 991,750	R\$ 799,092	R\$ 620,729
Sabesp	0.77	0.50	0.33	0.43	0.46	R\$ 19,069,812	R\$ 18,825,883	R\$ 19,360,606	R\$ 19,741,571	R\$ 18,363,016	R\$ 15,462,452	R\$ 15,404,588	R\$ 14,730,117	R\$ 14,213,650	R\$ 15,119,260
Bradespar	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 2,058,161	R\$ 2,232,450	R\$ 2,530,314	R\$ 6,852,796	R\$ 10,107,239	R\$ 10,598,877	R\$ 11,490,880	R\$ 11,910,108	R\$ 10,830,964	R\$ 8,799,703
Cesp	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 7,022,612	R\$ 8,074,546	R\$ 10,052,503	R\$ 11,642,149	R\$ 12,093,094	R\$ 10,594,528	R\$ 12,025,910	R\$ 13,256,677	R\$ 14,497,797	R\$ 14,153,717
MRV	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 7,379,994	R\$ 8,411,674	R\$ 8,614,985	R\$ 6,752,638	R\$ 4,353,785	R\$ 5,000,305	R\$ 4,941,072	R\$ 4,780,396	R\$ 4,419,143	R\$ 3,925,910
Tractebel	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 8,986,992	R\$ 8,814,840	R\$ 9,099,082	R\$ 10,362,874	R\$ 10,236,087	R\$ 6,488,045	R\$ 6,775,095	R\$ 7,228,325	R\$ 7,394,331	R\$ 6,511,388
Braskem	0.75	0.85	1.24	1.24	1.17	R\$ 49,591,329	R\$ 45,787,631	R\$ 39,803,458	R\$ 36,303,291	R\$ 30,828,858	R\$ 8,036,676	R\$ 10,108,341	R\$ 12,156,614	R\$ 14,175,812	R\$ 11,186,081
PDG Realt	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 14,061,817	R\$ 14,446,726	R\$ 14,476,064	R\$ 14,276,618	R\$ 9,324,386	R\$ 5,248,985	R\$ 6,090,066	R\$ 7,605,448	R\$ 8,648,117	R\$ 6,533,730
CPFL Energia	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 30,688,199	R\$ 30,170,455	R\$ 29,433,468	R\$ 23,709,063	R\$ 18,904,335	R\$ 8,237,210	R\$ 8,710,735	R\$ 9,256,666	R\$ 9,529,114	R\$ 8,620,182
RaiaDrogasil	0.81	0.75	1.14	1.14	1.52	R\$ 1,692,255	R\$ 1,474,997	R\$ 962,014	R\$ 504,421	R\$ 484,195	R\$ 2,818,405	R\$ 2,872,836	R\$ 2,958,199	R\$ 1,934,505	R\$ 747,792
Totvs	1.04	0.81	1.05	0.89	0.98	R\$ 1,061,942	R\$ 801,652	R\$ 727,444	R\$ 978,566	R\$ 1,121,813	R\$ 1,286,875	R\$ 1,237,007	R\$ 1,098,967	R\$ 960,416	R\$ 834,871
Ecorodovias	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 5,532,846	R\$ 5,324,873	R\$ 4,182,337	R\$ 3,280,615	R\$ 3,503,301	R\$ 2,248,259	R\$ 2,616,661	R\$ 2,639,590	R\$ 2,575,344	R\$ 1,777,725
Copel	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 13,379,392	R\$ 12,140,244	R\$ 10,752,403	R\$ 9,927,936	R\$ 8,802,642	R\$ 15,307,573	R\$ 15,567,843	R\$ 15,936,095	R\$ 16,065,072	R\$ 14,792,972
Equatorial	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 8,920,850	R\$ 8,549,783	R\$ 5,905,121	R\$ 2,914,193	R\$ 4,654,705	R\$ 3,051,717	R\$ 3,058,620	R\$ 2,485,077	R\$ 1,780,076	R\$ 1,830,637
Gerdau Met	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 58,322,261	R\$ 56,755,605	R\$ 55,977,333	R\$ 53,641,220	R\$ 54,286,806	R\$ 13,383,666	R\$ 13,175,296	R\$ 12,577,381	R\$ 11,843,244	R\$ 12,134,998
Duratex	0.59	0.93	1.07	0.96	1.04	R\$ 4,748,743	R\$ 4,725,494	R\$ 4,536,767	R\$ 4,102,973	R\$ 3,481,409	R\$ 5,249,303	R\$ 5,242,050	R\$ 5,102,464	R\$ 5,019,410	R\$ 4,328,567
Energias BR	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 10,548,064	R\$ 12,234,174	R\$ 12,589,467	R\$ 12,164,101	R\$ 11,571,573	R\$ 5,574,659	R\$ 5,654,102	R\$ 6,012,029	R\$ 6,443,766	R\$ 6,586,829
Weg	1.11	0.96	1.18	1.14	1.07	R\$ 7,237,397	R\$ 6,493,575	R\$ 6,714,825	R\$ 6,559,911	R\$ 5,258,540	R\$ 5,659,752	R\$ 5,385,234	R\$ 5,204,033	R\$ 5,096,976	R\$ 4,323,526
Gafisa	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 5,406,365	R\$ 7,237,298	R\$ 8,875,890	R\$ 8,903,025	R\$ 8,351,560	R\$ 3,685,402	R\$ 3,578,128	R\$ 3,443,206	R\$ 4,506,409	R\$ 4,489,208
Eletrobras	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 97,683,774	R\$ 115,032,737	R\$ 126,489,213	R\$ 114,403,261	R\$ 99,964,727	R\$ 69,079,714	R\$ 79,970,580	R\$ 95,560,450	R\$ 103,392,458	R\$ 109,515,693
Light S/A	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 11,507,223	R\$ 11,393,006	R\$ 10,890,714	R\$ 9,835,307	R\$ 9,522,612	R\$ 4,187,060	R\$ 4,062,072	R\$ 4,143,442	R\$ 4,612,249	R\$ 4,636,183
Marcopolo	0.59	0.72	1.11	0.96	0.98	R\$ 3,176,419	R\$ 3,006,188	R\$ 2,936,528	R\$ 3,017,246	R\$ 2,864,244	R\$ 1,862,898	R\$ 1,758,571	R\$ 1,628,960	R\$ 1,485,743	R\$ 1,250,330

(continua)

Nome	βu 2014	βu 2013	βu 2012	βu 2011	βu 2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Liquido 2014 Média	Patrimônio Liquido 2013 Média	Patrimônio Liquido 2012 Média	Patrimônio Liquido 2011 Média	Patrimônio Liquido 2010 Média
Gol	0.61	0.52	0.82	1.10	0.95	R\$ 12,068,017	R\$ 11,412,339	R\$ 11,098,397	R\$ 10,210,376	R\$ 8,726,693	R\$ 99,554	R\$ 867,577	R\$ 1,975,115	R\$ 3,629,218	R\$ 4,309,302
B2W Digital	1.31	0.99	1.65	1.65	1.22	R\$ 6,118,941	R\$ 5,974,376	R\$ 4,469,295	R\$ 4,178,394	R\$ 3,764,060	R\$ 2,263,793	R\$ 1,128,320	R\$ 1,400,017	R\$ 940,080	R\$ 353,826
Marfrig	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 19,413,305	R\$ 22,796,853	R\$ 27,817,566	R\$ 27,614,082	R\$ 19,183,116	R\$ 2,957,739	R\$ 4,517,766	R\$ 4,893,887	R\$ 5,023,395	R\$ 6,021,971
Odontoprev	0.91	0.72	0.98	1.20	0.97	R\$ 493,099	R\$ 422,237	R\$ 349,501	R\$ 298,414	R\$ 418,421	R\$ 789,757	R\$ 873,666	R\$ 970,416	R\$ 1,041,080	R\$ 1,120,969
Even	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 3,287,517	R\$ 2,979,817	R\$ 2,558,648	R\$ 2,603,631	R\$ 2,378,646	R\$ 2,421,620	R\$ 2,370,952	R\$ 2,248,846	R\$ 2,109,830	R\$ 1,704,128
Mills	0.81	0.74	0.83	0.73	0.78	R\$ 953,180	R\$ 995,223	R\$ 894,638	R\$ 571,681	R\$ 400,932	R\$ 1,223,252	R\$ 1,171,283	R\$ 1,054,959	R\$ 977,159	R\$ 608,206
Multiplus	0.83	0.73	1.44	1.75	1.59	R\$ 1,653,808	R\$ 1,564,865	R\$ 1,457,367	R\$ 1,183,158	R\$ 471,760	R\$ 238,987	R\$ 209,102	R\$ 272,691	R\$ 727,180	R\$ 550,487
Taesa	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 5,481,310	R\$ 6,514,441	R\$ 6,454,662	R\$ 4,388,695	R\$ 2,761,439	R\$ 5,030,911	R\$ 5,255,357	R\$ 4,173,117	R\$ 3,355,526	R\$ 3,260,993
Valid	0.88	0.87	0.96	0.89	1.02	R\$ 785,855	R\$ 766,528	R\$ 664,800	R\$ 536,351	R\$ 491,435	R\$ 667,807	R\$ 660,353	R\$ 672,945	R\$ 673,261	R\$ 622,676
M.Diasbranco	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 1,328,717	R\$ 1,301,697	R\$ 1,371,524	R\$ 1,153,433	R\$ 1,050,677	R\$ 3,591,658	R\$ 3,266,600	R\$ 2,919,018	R\$ 2,644,637	R\$ 2,407,592
Eztec	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 1,027,253	R\$ 768,972	R\$ 570,471	R\$ 461,556	R\$ 374,846	R\$ 2,656,627	R\$ 2,342,977	R\$ 2,018,323	R\$ 1,750,217	R\$ 1,498,841
Iguatemi	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 2,786,299	R\$ 2,559,900	R\$ 2,056,798	R\$ 1,483,561	R\$ 1,034,512	R\$ 2,827,487	R\$ 2,548,138	R\$ 2,217,501	R\$ 2,155,879	R\$ 2,141,042
Dufry Ag	0.85	0.78	1.14	1.14	1.52	R\$ 12,511,329	R\$ 8,263,082	R\$ 6,506,595	R\$ 4,929,433	R\$ 3,847,379	R\$ 5,384,419	R\$ 3,606,279	R\$ 3,080,459	R\$ 2,351,869	R\$ 2,343,408
Rossi Resid	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 6,028,335	R\$ 6,981,962	R\$ 7,330,002	R\$ 5,780,898	R\$ 3,904,730	R\$ 2,467,658	R\$ 2,934,461	R\$ 2,832,219	R\$ 2,792,264	R\$ 3,194,950
Minerva	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 6,610,624	R\$ 5,084,908	R\$ 4,347,090	R\$ 3,559,371	R\$ 2,728,462	R\$ 543,381	R\$ 753,376	R\$ 849,367	R\$ 732,849	R\$ 772,481
Cosan Ltd	1.32	1.17	1.45	1.39	1.36	R\$ 27,445,562	R\$ 32,491,560	R\$ 30,577,317	R\$ 22,333,941	R\$ 18,462,823	R\$ 6,917,716	R\$ 7,357,904	R\$ 7,507,795	R\$ 6,778,202	R\$ 5,645,181
Randon Part	0.59	0.72	1.11	0.96	0.98	R\$ 4,136,686	R\$ 4,070,782	R\$ 3,714,852	R\$ 3,657,175	R\$ 3,144,356	R\$ 1,630,856	R\$ 1,694,730	R\$ 1,804,684	R\$ 1,773,552	R\$ 1,530,271
Oi	0.51	0.37	0.53	0.54	0.66	R\$ 84,164,287	R\$ 72,798,989	R\$ 51,552,738	R\$ 25,647,878	R\$ 20,249,377	R\$ 17,177,079	R\$ 14,292,495	R\$ 14,502,434	R\$ 15,443,841	R\$ 16,756,253
Copasa	0.77	0.50	0.33	0.43	0.46	R\$ 5,105,501	R\$ 5,062,741	R\$ 5,144,306	R\$ 4,811,125	R\$ 4,719,846	R\$ 6,408,039	R\$ 6,457,930	R\$ 6,302,637	R\$ 6,153,928	R\$ 5,932,655
Eletropaulo	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 9,936,058	R\$ 9,238,384	R\$ 9,061,362	R\$ 10,162,756	R\$ 12,149,263	R\$ 3,187,228	R\$ 4,023,201	R\$ 5,035,550	R\$ 5,445,028	R\$ 5,234,760
Tran Paulist	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 2,405,204	R\$ 4,339,414	R\$ 5,701,126	R\$ 4,355,696	R\$ 3,359,286	R\$ 5,937,455	R\$ 6,256,247	R\$ 6,363,250	R\$ 6,405,866	R\$ 6,529,545
Iochp-Maxion	1.14	1.23	1.66	1.59	1.60	R\$ 5,729,772	R\$ 6,064,339	R\$ 4,209,953	R\$ 2,019,791	R\$ 1,645,793	R\$ 1,532,728	R\$ 1,330,232	R\$ 1,213,897	R\$ 1,191,683	R\$ 936,501
Arteris	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 7,605,733	R\$ 6,196,943	R\$ 5,689,026	R\$ 5,539,945	R\$ 4,557,378	R\$ 2,358,917	R\$ 2,177,439	R\$ 1,987,769	R\$ 1,741,776	R\$ 1,517,710
Petrório	0.76	0.97	1.10	1.12	1.12	R\$ 464,241	R\$ 597,648	R\$ 1,419,180	R\$ 1,060,270	R\$ 33,996	R\$ 1,239,530	R\$ 3,240,503	R\$ 4,994,654	R\$ 4,569,390	R\$ 2,243,674
Sao Martinho	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 4,355,731	R\$ 3,946,725	R\$ 4,073,685	R\$ 3,525,029	R\$ 3,005,870	R\$ 2,547,620	R\$ 2,591,987	R\$ 2,729,547	R\$ 2,800,488	R\$ 2,651,215
Aliansce	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 2,764,392	R\$ 2,828,407	R\$ 2,159,267	R\$ 1,488,342	R\$ 1,431,113	R\$ 2,016,762	R\$ 2,139,269	R\$ 2,010,134	R\$ 1,722,758	R\$ 1,283,426
Direcional	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 2,528,699	R\$ 2,286,096	R\$ 1,976,618	R\$ 1,525,689	R\$ 975,188	R\$ 1,818,692	R\$ 1,750,460	R\$ 1,643,377	R\$ 1,364,209	R\$ 1,080,464
Grendene	0.82	0.81	1.37	1.38	1.48	R\$ 397,090	R\$ 405,968	R\$ 385,354	R\$ 402,161	R\$ 465,817	R\$ 2,575,661	R\$ 2,509,872	R\$ 2,484,094	R\$ 2,442,937	R\$ 2,341,550

(continua)

Nome	βu 2014	βu 2013	βu 2012	βu 2011	βu 2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Liquido 2014 Média	Patrimônio Liquido 2013 Média	Patrimônio Liquido 2012 Média	Patrimônio Liquido 2011 Média	Patrimônio Liquido 2010 Média
Alpargatas	0.82	0.81	1.37	1.38	1.48	R\$ 1,870,692	R\$ 1,627,328	R\$ 1,356,203	R\$ 1,336,958	R\$ 1,213,621	R\$ 2,256,611	R\$ 2,181,261	R\$ 2,073,020	R\$ 1,958,128	R\$ 1,761,316
Fleury	0.91	0.72	0.98	1.20	0.97	R\$ 1,860,533	R\$ 1,590,014	R\$ 1,482,299	R\$ 1,047,270	R\$ 551,020	R\$ 1,925,524	R\$ 2,125,232	R\$ 2,210,475	R\$ 1,846,433	R\$ 1,384,914
Dasa	0.91	0.72	0.98	1.20	0.97	R\$ 2,256,177	R\$ 2,278,205	R\$ 2,258,356	R\$ 2,151,400	R\$ 1,795,108	R\$ 3,229,763	R\$ 3,324,906	R\$ 3,411,002	R\$ 2,178,813	R\$ 860,738
BR Brokers	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 203,450	R\$ 293,636	R\$ 313,965	R\$ 218,195	R\$ 110,835	R\$ 718,663	R\$ 853,595	R\$ 905,688	R\$ 800,445	R\$ 645,681.22
Tecnisa	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 3,884,961	R\$ 3,830,710	R\$ 3,499,864	R\$ 3,184,105	R\$ 2,573,833	R\$ 1,707,828	R\$ 1,704,277	R\$ 1,871,370	R\$ 1,778,848	R\$ 1,429,877
Eneva	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 7,776,989	R\$ 8,844,656	R\$ 9,003,516	R\$ 7,913,876	R\$ 5,131,267	R\$ 2,138,218	R\$ 3,131,237	R\$ 2,502,087	R\$ 2,063,947	R\$ 2,669,630
Profarma	0.85	0.78	1.14	1.14	1.52	R\$ 1,383,804	R\$ 1,292,675	R\$ 1,037,637	R\$ 878,216	R\$ 758,546	R\$ 742,046	R\$ 709,786	R\$ 723,834	R\$ 739,131	R\$ 749,690
MMX Miner	0.91	0.90	1.54	1.28	1.26	R\$ 5,879,749	R\$ 6,978,567	R\$ 5,661,750	R\$ 3,347,665	R\$ 2,636,901	R\$ 375,292	R\$ 2,409,697	R\$ 3,582,658	R\$ 3,852,028	R\$ 1,615,983
Lojas Marisa	0.85	0.80	1.51	1.57	1.22	R\$ 1,928,479	R\$ 1,795,302	R\$ 1,975,689	R\$ 1,971,913	R\$ 1,508,958	R\$ 1,333,834	R\$ 1,342,462	R\$ 1,253,562	R\$ 1,181,892	R\$ 1,138,587
Prumo	0.83	0.64	0.68	0.56	0.68	R\$ 4,081,628	R\$ 3,565,356	R\$ 2,738,910	R\$ 1,447,246	R\$ 900,659	R\$ 2,840,457	R\$ 1,832,282	R\$ 1,171,284	R\$ 1,268,580	R\$ 1,426,495
Lopes Brasil	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 539,510	R\$ 760,796	R\$ 910,479	R\$ 1,003,578	R\$ 770,400	R\$ 732,065	R\$ 717,747	R\$ 628,353	R\$ 483,608	R\$ 200,913
Tegma	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 881,235	R\$ 918,052	R\$ 806,498	R\$ 505,587	R\$ 317,495	R\$ 450,992	R\$ 517,159	R\$ 548,418	R\$ 580,103	R\$ 565,974
Guararapes	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 2,752,843	R\$ 2,276,264	R\$ 2,106,976	R\$ 1,888,768	R\$ 1,476,372	R\$ 3,534,374	R\$ 3,346,979	R\$ 3,152,402	R\$ 2,940,276	R\$ 2,567,524
Santos Brp	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 879,991	R\$ 987,980	R\$ 1,291,891	R\$ 1,351,800	R\$ 1,262,046	R\$ 1,696,811	R\$ 1,761,687	R\$ 1,757,539	R\$ 1,757,575	R\$ 1,758,717
Tupy	1.14	1.23	1.66	1.59	1.60	R\$ 3,258,085	R\$ 3,267,755	R\$ 3,267,291	R\$ 2,624,013	R\$ 2,047,280	R\$ 2,317,412	R\$ 1,919,793	R\$ 1,510,867	R\$ 1,451,887	R\$ 1,372,642
Helbor	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 4,378,512	R\$ 3,797,866	R\$ 2,768,725	R\$ 2,230,536	R\$ 1,584,924	R\$ 1,489,247	R\$ 1,404,645	R\$ 1,244,936	R\$ 1,085,547	R\$ 832,486
SLC Agrícola	0.58	0.63	0.74	0.61	0.64	R\$ 2,680,696	R\$ 2,507,788	R\$ 2,272,571	R\$ 2,035,239	R\$ 1,494,076	R\$ 2,480,021	R\$ 2,475,116	R\$ 2,562,541	R\$ 2,669,431	R\$ 1,986,447
JSL	0.92	0.77	0.87	1.08	0.97	R\$ 6,609,466	R\$ 5,257,775	R\$ 4,375,654	R\$ 3,580,691	R\$ 2,708,860	R\$ 1,213,802	R\$ 1,228,431	R\$ 1,186,335	R\$ 1,164,918	R\$ 863,323
V-Agro	0.58	0.63	0.71	0.59	0.63	R\$ 1,419,330	R\$ 1,479,052	R\$ 1,828,173	R\$ 1,507,650	R\$ 560,676	R\$ 1,485,668	R\$ 1,733,116	R\$ 1,838,087	R\$ 1,376,735	R\$ 820,906
Comgas	0.76	0.97	0.72	0.65	0.61	R\$ 5,180,588	R\$ 4,980,875	R\$ 4,475,464	R\$ 3,879,883	R\$ 3,753,917	R\$ 3,391,163	R\$ 3,068,371	R\$ 2,302,817	R\$ 1,848,384	R\$ 1,982,196
Coelce	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 2,418,313	R\$ 2,385,075	R\$ 2,570,348	R\$ 2,530,206	R\$ 2,662,696	R\$ 1,932,556	R\$ 1,956,897	R\$ 2,007,120	R\$ 1,987,217	R\$ 1,783,179
Le Lis Blanc	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 1,408,223	R\$ 999,297	R\$ 728,278	R\$ 324,304	R\$ 132,546	R\$ 1,125,480	R\$ 228,868	R\$ 268,219	R\$ 245,303	R\$ 229,437
Saraiva Livr	0.88	0.87	1.50	1.42	1.40	R\$ 1,292,127	R\$ 1,020,015	R\$ 1,121,132	R\$ 1,085,890	R\$ 856,824	R\$ 583,446	R\$ 645,674	R\$ 649,837	R\$ 625,705	R\$ 591,775
Kepler Weber	1.11	0.96	1.18	1.14	1.07	R\$ 384,006	R\$ 360,501	R\$ 413,406	R\$ 447,239	R\$ 394,925	R\$ 512,044	R\$ 428,008	R\$ 409,005	R\$ 397,323	R\$ 326,316
Log-In	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 1,863,417	R\$ 1,791,197	R\$ 1,539,945	R\$ 1,050,668	R\$ 645,805	R\$ 607,716	R\$ 679,834	R\$ 705,804	R\$ 808,516	R\$ 897,378
Gp Invest	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 2,425,072	R\$ 2,883,503	R\$ 5,552,192	R\$ 12,011,355	R\$ 9,883,481	R\$ 1,276,467	R\$ 1,368,999	R\$ 1,388,176	R\$ 1,582,306	R\$ 1,923,291
JHSF Part	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 3,899,982	R\$ 3,155,304	R\$ 2,222,483	R\$ 1,729,950	R\$ 1,481,699	R\$ 2,639,818	R\$ 2,170,818	R\$ 1,615,256	R\$ 1,562,716	R\$ 1,491,987
Wilson Sons	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 1,635,372	R\$ 1,796,047	R\$ 1,827,298	R\$ 1,409,488	R\$ 1,087,780	R\$ 1,505,671	R\$ 1,386,428	R\$ 1,263,045	R\$ 1,170,018	R\$ 1,129,171

(continua)

Nome	2014	2013	2012	2011	2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Líquido 2014 Média	Patrimônio Líquido 2013 Média	Patrimônio Líquido 2012 Média	Patrimônio Líquido 2011 Média	Patrimônio Líquido 2010 Média
Magnesita SA	0.91	0.90	1.54	1.28	1.26	R\$ 4,241,346	R\$ 3,970,839	R\$ 3,698,719	R\$ 3,847,383	R\$ 4,121,476	R\$ 3,469,896	R\$ 3,624,400	R\$ 3,595,816	R\$ 3,395,655	R\$ 3,303,931
OSX Brasil	1.32	1.17	1.45	1.39	1.36	R\$ 8,229,855	R\$ 8,064,581	R\$ 5,456,694	R\$ 1,980,477	R\$ 1,231,798	R\$ 419,875	R\$ 3,438,653	R\$ 3,884,579	R\$ 3,524,111	R\$ 1,755,506
Triunfo Part	0.77	0.92	0.75	0.72	0.79	R\$ 4,198,289	R\$ 3,918,393	R\$ 3,500,529	R\$ 2,586,392	R\$ 1,862,466	R\$ 1,944,074	R\$ 2,379,821	R\$ 2,114,301	R\$ 1,921,816	R\$ 1,617,720
Sao Carlos	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 1,459,348	R\$ 1,481,413	R\$ 1,442,617	R\$ 1,355,249	R\$ 1,146,237	R\$ 1,306,774	R\$ 1,231,908	R\$ 1,078,686	R\$ 986,407	R\$ 948,487
Rodobensimob	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 1,456,375	R\$ 1,424,582	R\$ 1,520,676	R\$ 1,982,601	R\$ 1,731,069	R\$ 983,430	R\$ 1,009,107	R\$ 985,877	R\$ 977,567	R\$ 970,463
Paranapanema	0.91	0.90	1.54	1.28	1.26	R\$ 4,007,015	R\$ 3,613,348	R\$ 3,195,578	R\$ 2,861,795	R\$ 2,525,627	R\$ 1,525,425	R\$ 1,778,581	R\$ 2,073,605	R\$ 2,418,072	R\$ 2,367,705
Ideiasnet	0.99	0.82	1.11	1.14	1.02	R\$ 835,482	R\$ 938,361	R\$ 929,480	R\$ 732,596	R\$ 510,388	R\$ 125,230	R\$ 162,451	R\$ 168,544	R\$ 191,224	R\$ 197,612
Portobello	0.93	1.07	1.05	0.89	0.90	R\$ 944,888	R\$ 799,352	R\$ 702,303	R\$ 704,131	R\$ 691,393	R\$ 252,194	R\$ 198,482	R\$ 137,587	R\$ 99,884	R\$ 66,903
Fer Heringer	0.91	0.95	1.05	1.15	1.20	R\$ 3,193,373	R\$ 3,223,462	R\$ 3,112,102	R\$ 2,615,053	R\$ 2,252,562	R\$ 520,183	R\$ 569,179	R\$ 626,113	R\$ 620,124	R\$ 525,488
Generalshopp	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 2,637,094	R\$ 2,339,390	R\$ 1,702,589	R\$ 1,226,948	R\$ 919,694	R\$ 805,442	R\$ 232,539	R\$ 383,387	R\$ 496,357	R\$ 574,910
Renova	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 3,356,797	R\$ 2,710,159	R\$ 1,721,549	R\$ 739,312	R\$ 221,967	R\$ 2,042,152	R\$ 1,246,646	R\$ 1,103,070	R\$ 674,182	R\$ 316,254
Eternit	0.93	1.07	1.05	0.89	0.90	R\$ 417,976	R\$ 411,979	R\$ 385,852	R\$ 353,418	R\$ 315,514	R\$ 601,806	R\$ 616,440	R\$ 607,300	R\$ 597,918	R\$ 586,164
Ferbasa	0.91	0.90	1.54	1.28	1.26	R\$ 209,505	R\$ 197,406	R\$ 214,173	R\$ 236,197	R\$ 204,267	R\$ 1,465,570	R\$ 1,484,196	R\$ 1,491,207	R\$ 1,490,482	R\$ 1,412,495
Positivo Inf	1.11	1.06	1.39	1.33	1.33	R\$ 1,378,125	R\$ 1,507,019	R\$ 1,403,440	R\$ 1,331,305	R\$ 1,240,841	R\$ 770,078	R\$ 804,668	R\$ 834,050	R\$ 920,063	R\$ 978,080
Celesc	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 4,308,783	R\$ 4,355,173	R\$ 4,407,637	R\$ 4,396,269	R\$ 4,237,095	R\$ 2,638,353	R\$ 2,523,325	R\$ 2,705,749	R\$ 2,890,275	R\$ 2,737,799
Unipar	0.75	0.85	1.24	1.24	1.17	R\$ 1,014,522	R\$ 679,371	R\$ 409,451	R\$ 622,879	R\$ 1,066,520	R\$ 894,966	R\$ 716,331	R\$ 525,057	R\$ 531,348	R\$ 538,355
Inds Romi	1.11	0.96	1.18	1.14	1.07	R\$ 839,220	R\$ 1,100,254	R\$ 1,404,268	R\$ 1,616,639	R\$ 1,655,270	R\$ 761,193	R\$ 803,292	R\$ 871,086	R\$ 969,966	R\$ 1,032,733
Dimed	0.91	0.89	0.88	0.95	1.05	R\$ 429,450	R\$ 368,392	R\$ 337,566	R\$ 313,650	R\$ 288,381	R\$ 346,195	R\$ 318,773	R\$ 286,214	R\$ 261,364	R\$ 241,348
Forja Taurus	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 1,161,103	R\$ 1,218,660	R\$ 1,133,631	R\$ 937,520	R\$ 776,337	R\$ 118,531	R\$ 218,677	R\$ 351,628	R\$ 555,950	R\$ 615,392
Viver	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 1,846,680	R\$ 2,293,113	R\$ 2,718,551	R\$ 2,458,415	R\$ 1,898,530	R\$ 230,206	R\$ 566,856	R\$ 1,064,943	R\$ 1,498,979	R\$ 1,423,772
Tecnosolo	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 241,867	R\$ 216,809	R\$ 173,550	R\$ 181,990	R\$ 192,861	R\$ 16,649	R\$ 9,997	R\$ 51,057	R\$ 64,721	R\$ 41,108
Brasilagro	0.58	0.63	0.74	0.61	0.64	R\$ 246,127	R\$ 227,937	R\$ 201,893	R\$ 293,060	R\$ 271,993	R\$ 697,985	R\$ 724,226	R\$ 768,665	R\$ 725,774	R\$ 769,476
Sanepar	0.77	0.50	0.33	0.43	0.46	R\$ 4,076,856	R\$ 4,343,974	R\$ 4,627,275	R\$ 4,486,890	R\$ 4,439,292	R\$ 4,340,127	R\$ 3,732,306	R\$ 3,138,338	R\$ 3,156,526	R\$ 3,146,773
Pomifrutas	0.58	0.63	0.74	0.61	0.64	R\$ 113,253	R\$ 141,581	R\$ 175,307	R\$ 195,852	R\$ 147,367	R\$ 40,943	R\$ 41,563	R\$ 49,894	R\$ 74,513	R\$ 86,020
Grazziotin	0.85	0.80	1.51	1.57	1.22	R\$ 206,631	R\$ 187,459	R\$ 180,669	R\$ 179,219	R\$ 135,524	R\$ 445,169	R\$ 421,671	R\$ 403,938	R\$ 399,786	R\$ 331,503
Eucatex	0.59	0.93	1.07	0.96	1.04	R\$ 910,112	R\$ 923,534	R\$ 946,267	R\$ 978,051	R\$ 867,238	R\$ 1,356,899	R\$ 1,380,811	R\$ 1,367,657	R\$ 1,359,547	R\$ 1,254,110
Vulcabras	0.82	0.81	1.37	1.38	1.48	R\$ 1,381,296	R\$ 1,571,652	R\$ 1,790,902	R\$ 1,695,021	R\$ 1,679,489	R\$ 115,768	R\$ 84,567	R\$ 148,621	R\$ 529,328	R\$ 720,639
Cremer	0.90	0.89	0.86	0.99	0.91	R\$ 586,574	R\$ 574,404	R\$ 662,067	R\$ 525,073	R\$ 313,076	R\$ 287,141	R\$ 341,575	R\$ 385,010	R\$ 412,362	R\$ 358,886

(continua)

Nome	2014	2013	2012	2011	2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Líquido 2014 Média	Patrimônio Líquido 2013 Média	Patrimônio Líquido 2012 Média	Patrimônio Líquido 2011 Média	Patrimônio Líquido 2010 Média
Csu Cardsyst	1.04	0.81	1.05	0.89	0.98	R\$ 229,073	R\$ 230,504	R\$ 235,863	R\$ 238,907	R\$ 230,370	R\$ 184,270	R\$ 197,214	R\$ 206,814	R\$ 213,680	R\$ 211,190
J B Duarte	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 94,581	R\$ 99,243	R\$ 106,264	R\$ 99,973	R\$ 95,086	R\$ 48,821	R\$ 48,383	R\$ 40,007	R\$ 33,556	R\$ 61,620
Springs	0.92	1.03	1.47	1.65	1.49	R\$ 1,584,089	R\$ 1,599,220	R\$ 1,819,299	R\$ 1,775,225	R\$ 1,464,048	R\$ 1,311,494	R\$ 1,475,057	R\$ 1,595,724	R\$ 1,998,761	R\$ 2,484,313
Trisul	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 780,609	R\$ 1,075,113	R\$ 1,450,607	R\$ 1,760,088	R\$ 1,418,585	R\$ 602,294	R\$ 622,656	R\$ 628,666	R\$ 680,567	R\$ 720,461
Cyre Com-Ccp	0.89	0.94	0.94	0.89	0.92	R\$ 3,518,973	R\$ 2,265,771	R\$ 1,410,855	R\$ 1,172,038	R\$ 827,960	R\$ 867,158	R\$ 829,718	R\$ 754,635	R\$ 690,861	R\$ 649,548
Whirlpool	0.89	0.99	1.47	1.65	1.49	R\$ 4,959,604	R\$ 5,105,285	R\$ 4,950,295	R\$ 4,747,636	R\$ 4,389,328	R\$ 2,573,720	R\$ 2,735,885	R\$ 2,475,900	R\$ 2,357,271	R\$ 2,450,455
GPC Part	0.75	0.85	1.24	1.24	1.17	R\$ 780,749	R\$ 762,844	R\$ 763,071	R\$ 849,800	R\$ 837,620	R\$ 36,083	R\$ 112,517	R\$ 210,766	R\$ 233,006	R\$ 182,269
Metafrio	1.11	0.96	1.18	1.14	1.07	R\$ 1,145,230	R\$ 1,046,395	R\$ 940,429	R\$ 905,018	R\$ 770,581	R\$ 240,000	R\$ 320,417	R\$ 338,733	R\$ 388,218	R\$ 427,765
Schulz	1.14	1.23	1.66	1.59	1.60	R\$ 714,310	R\$ 714,732	R\$ 724,510	R\$ 704,773	R\$ 633,259	R\$ 445,937	R\$ 421,029	R\$ 395,211	R\$ 369,724	R\$ 276,050
Coteminas	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 2,635,626	R\$ 2,646,725	R\$ 2,786,580	R\$ 2,798,801	R\$ 2,543,164	R\$ 1,158,625	R\$ 1,289,540	R\$ 1,513,645	R\$ 1,911,736	R\$ 2,238,997
Jereissati	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 4,885,445	R\$ 12,236,704	R\$ 20,368,402	R\$ 24,371,320	R\$ 24,924,812	R\$ 1,953,465	R\$ 2,127,947	R\$ 2,212,804	R\$ 1,921,524	R\$ 1,509,457
Lix da Cunha	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 292,586	R\$ 356,494	R\$ 380,647	R\$ 410,060	R\$ 436,492	R\$ 57,051	R\$ 55,588	R\$ 65,209	R\$ 75,033	R\$ 82,617
Metisa	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 223,663	R\$ 154,377	R\$ 135,776	R\$ 156,046	R\$ 121,158	R\$ 221,134	R\$ 226,185	R\$ 228,075	R\$ 226,870	R\$ 198,453
Cemar	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 3,001,718	R\$ 2,893,561	R\$ 2,898,868	R\$ 2,742,435	R\$ 2,776,070	R\$ 1,784,335	R\$ 1,629,233	R\$ 1,446,659	R\$ 1,316,085	R\$ 1,219,989
Plascar Part	1.14	1.23	1.66	1.59	1.60	R\$ 717,641	R\$ 769,044	R\$ 838,097	R\$ 932,453	R\$ 793,117	R\$ 342,760	R\$ 465,567	R\$ 464,149	R\$ 385,726	R\$ 419,597
Brasmotor	0.89	0.99	1.47	1.65	1.49	R\$ 6,883	R\$ 7,525	R\$ 9,126	R\$ 11,318	R\$ 8,006	R\$ 1,161,297	R\$ 1,239,248	R\$ 1,128,726	R\$ 1,080,211	R\$ 1,133,297
Cr2	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 194,799	R\$ 319,153	R\$ 435,974	R\$ 556,258	R\$ 592,913	R\$ 401,305	R\$ 467,208	R\$ 532,320	R\$ 571,542	R\$ 581,495
Bardella	1.11	0.96	1.18	1.14	1.07	R\$ 506,763	R\$ 486,029	R\$ 508,808	R\$ 639,938	R\$ 885,478	R\$ 406,443	R\$ 470,852	R\$ 555,547	R\$ 629,181	R\$ 503,288
Coelba	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 6,291,166	R\$ 5,989,545	R\$ 5,484,597	R\$ 4,791,045	R\$ 4,430,728	R\$ 3,107,687	R\$ 3,223,810	R\$ 3,274,617	R\$ 3,292,195	R\$ 3,094,108
Mundial	0.91	0.89	0.88	0.95	1.05	R\$ 1,010,485	R\$ 1,085,094	R\$ 1,118,109	R\$ 1,150,025	R\$ 1,163,769	R\$ 26,532	R\$ 42,704	R\$ 47,356	R\$ 93,386	R\$ 130,398
Wlm Ind Com	0.85	0.80	1.10	1.12	1.25	R\$ 182,164	R\$ 234,489	R\$ 173,163	R\$ 162,259	R\$ 190,096	R\$ 567,853	R\$ 608,154	R\$ 633,315	R\$ 632,786	R\$ 589,082
Cristal	0.75	0.85	1.24	1.24	1.17	R\$ 174,674	R\$ 210,306	R\$ 210,964	R\$ 167,142	R\$ 170,507	R\$ 463,508	R\$ 521,736	R\$ 521,473	R\$ 509,789	R\$ 542,672
Evora	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 1,940,265	R\$ 1,978,801	R\$ 2,037,369	R\$ 1,265,440	R\$ 496,435	R\$ 932,213	R\$ 876,584	R\$ 737,691	R\$ 565,846	R\$ 468,740
Celul Irani	0.59	0.93	1.07	0.96	1.04	R\$ 1,369,931	R\$ 1,180,599	R\$ 974,514	R\$ 980,797	R\$ 822,575	R\$ 581,118	R\$ 589,135	R\$ 608,679	R\$ 655,386	R\$ 408,288
Metal Iguacu	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 63,017	R\$ 52,707	R\$ 36,400	R\$ 31,563	R\$ 41,216	R\$ 24,025	R\$ 43,192	R\$ 62,860	R\$ 68,545	R\$ 65,080
Ger Paranap	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 2,396,774	R\$ 2,367,783	R\$ 2,179,251	R\$ 2,257,292	R\$ 2,060,819	R\$ 2,541,357	R\$ 3,062,013	R\$ 3,514,138	R\$ 4,286,908	R\$ 4,015,301
Dohler	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 171,219	R\$ 174,375	R\$ 172,212	R\$ 165,201	R\$ 126,306	R\$ 536,601	R\$ 532,360	R\$ 538,215	R\$ 553,874	R\$ 463,257
AES Elpa	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 12,155,587	R\$ 12,029,072	R\$ 12,535,239	R\$ 13,939,722	R\$ 16,232,743	R\$ 1,752,206	R\$ 2,119,961	R\$ 2,557,602	R\$ 2,882,500	R\$ 2,593,168

(continua)

Nome	βu 2014	βu 2013	βu 2012	βu 2011	βu 2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Liquido 2014 Média	Patrimônio Liquido 2013 Média	Patrimônio Liquido 2012 Média	Patrimônio Liquido 2011 Média	Patrimônio Liquido 2010 Média
Cambuci	0.82	0.81	1.37	1.38	1.48	R\$ 290,822	R\$ 302,235	R\$ 281,148	R\$ 236,642	R\$ 213,456	R\$ 28,217	R\$ 29,573	R\$ 46,271	R\$ 52,462	R\$ 42,031
Energisa	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 11,812,951	R\$ 4,563,976	R\$ 4,316,144	R\$ 3,788,476	R\$ 3,908,448	R\$ 2,174,893	R\$ 2,053,730	R\$ 1,843,450	R\$ 1,751,177	R\$ 1,479,479
Joao Fortes	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 2,865,209	R\$ 2,808,342	R\$ 2,243,006	R\$ 1,603,581	R\$ 934,328	R\$ 1,027,079	R\$ 948,155	R\$ 673,998	R\$ 498,423	R\$ 414,877
Aco Altona	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 231,311	R\$ 240,344	R\$ 247,426	R\$ 263,878	R\$ 265,520	R\$ 83,959	R\$ 82,617	R\$ 78,438	R\$ 71,028	R\$ 17,262
Bahema	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 8,598	R\$ 5,427	R\$ 12,341	R\$ 29,178	R\$ 57,745	R\$ 43,747	R\$ 57,266	R\$ 71,227	R\$ 87,207	R\$ 86,597
Pettenati	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 266,233	R\$ 253,617	R\$ 257,943	R\$ 272,055	R\$ 250,496	R\$ 143,375	R\$ 146,923	R\$ 156,040	R\$ 171,918	R\$ 168,624
Excelsior	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 30,344	R\$ 36,239	R\$ 43,357	R\$ 43,821	R\$ 35,254	R\$ 24,152	R\$ 15,610	R\$ 8,109	R\$ 4,240	R\$ 6,514
Dtcom Direct	1.29	1.05	1.31	1.24	1.23	R\$ 14,755	R\$ 14,580	R\$ 14,641	R\$ 15,545	R\$ 18,448	R\$ 3,855	R\$ 5,371	R\$ 6,278	R\$ 7,431	R\$ 2,631
Emae	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 472,121	R\$ 506,571	R\$ 516,296	R\$ 478,024	R\$ 484,531	R\$ 853,498	R\$ 881,026	R\$ 942,369	R\$ 1,115,865	R\$ 1,221,289
Alfa Holding	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 6,432	R\$ 6,101	R\$ 6,608	R\$ 7,122	R\$ 8,282	R\$ 895,390	R\$ 904,524	R\$ 898,014	R\$ 883,685	R\$ 865,699
Energisa Mt	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 3,500,832	R\$ 3,397,701	R\$ 3,206,746	R\$ 3,114,365	R\$ 3,155,802	R\$ 1,249,158	R\$ 1,294,134	R\$ 1,667,825	R\$ 1,718,509	R\$ 1,810,882
Nutriplant	0.91	0.95	1.05	1.15	1.20	R\$ 82,020	R\$ 87,267	R\$ 75,198	R\$ 57,212	R\$ 51,596	R\$ 33,597	R\$ 39,761	R\$ 22,356	R\$ 10,076	R\$ 22,414
Sondotecnica	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 37,068	R\$ 69,540	R\$ 66,566	R\$ 30,609	R\$ 30,530	R\$ 99,187	R\$ 150,719	R\$ 139,734	R\$ 93,067	R\$ 93,774
Santanense	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 184,860	R\$ 139,248	R\$ 134,406	R\$ 160,672	R\$ 133,325	R\$ 320,785	R\$ 323,386	R\$ 308,513	R\$ 297,331	R\$ 288,482
Elektro	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 3,595,786	R\$ 3,237,889	R\$ 3,085,601	R\$ 2,757,374	R\$ 2,985,575	R\$ 2,516,468	R\$ 2,494,745	R\$ 2,179,477	R\$ 1,925,617	R\$ 1,859,461
Mont Aranha	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 103,337	R\$ 108,782	R\$ 131,008	R\$ 91,129	R\$ 27,415	R\$ 1,452,475	R\$ 1,511,639	R\$ 1,551,008	R\$ 1,507,958	R\$ 1,228,276
Ceb	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 2,739,826	R\$ 2,472,725	R\$ 2,305,712	R\$ 2,308,755	R\$ 2,370,095	R\$ 288,630	R\$ 568,542	R\$ 734,303	R\$ 708,852	R\$ 641,319
Bic Monark	0.99	1.11	1.18	1.11	1.20	R\$ 30,402	R\$ 40,698	R\$ 56,235	R\$ 149,891	R\$ 148,706	R\$ 214,211	R\$ 235,512	R\$ 263,983	R\$ 370,545	R\$ 384,344
Tekno	0.90	0.91	1.27	1.40	1.43	R\$ 29,714	R\$ 32,929	R\$ 48,691	R\$ 59,815	R\$ 49,903	R\$ 257,278	R\$ 278,406	R\$ 300,279	R\$ 317,438	R\$ 303,026
Eletropar	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 13,751	R\$ 20,522	R\$ 42,057	R\$ 51,247	R\$ 25,036	R\$ 166,772	R\$ 190,374	R\$ 241,795	R\$ 267,782	R\$ 221,274
Celpe	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 2,897,320	R\$ 2,851,013	R\$ 3,157,298	R\$ 3,214,845	R\$ 3,201,857	R\$ 1,848,967	R\$ 1,946,354	R\$ 2,100,222	R\$ 2,221,290	R\$ 2,212,055
Fibam	1.11	0.96	1.18	1.14	1.07	R\$ 72,715	R\$ 67,384	R\$ 68,237	R\$ 72,175	R\$ 71,534	R\$ 21,636	R\$ 26,905	R\$ 35,193	R\$ 43,260	R\$ 45,484
Habitasul	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 952,917	R\$ 1,009,982	R\$ 1,044,367	R\$ 1,080,119	R\$ 1,018,901	R\$ 584,337	R\$ 635,820	R\$ 684,571	R\$ 737,481	R\$ 459,231
Sultepa	0.92	1.23	1.25	1.02	1.12	R\$ 996,696	R\$ 941,312	R\$ 908,573	R\$ 957,046	R\$ 968,572	R\$ 227,274	R\$ 266,400	R\$ 328,665	R\$ 382,599	R\$ 379,909
Contax	0.99	0.82	1.11	1.14	1.02	R\$ 2,627,755	R\$ 2,616,142	R\$ 2,746,114	R\$ 2,164,126	R\$ 1,302,357	R\$ 492,554	R\$ 584,686	R\$ 654,750	R\$ 640,578	R\$ 567,476
Josapar	0.82	0.71	0.77	0.77	0.75	R\$ 1,158,423	R\$ 1,130,897	R\$ 993,602	R\$ 930,235	R\$ 753,346	R\$ 457,298	R\$ 464,391	R\$ 488,332	R\$ 493,357	R\$ 390,836
Springer	0.89	0.99	1.47	1.65	1.49	R\$ 45,443	R\$ 54,913	R\$ 86,092	R\$ 90,559	R\$ 85,841	R\$ 112,505	R\$ 138,795	R\$ 163,861	R\$ 157,396	R\$ 141,159
Par Al Bahia	0.80	0.71	1.15	1.27	1.22	R\$ 181,835	R\$ 192,613	R\$ 231,282	R\$ 289,033	R\$ 240,992	R\$ 583,514	R\$ 666,603	R\$ 734,395	R\$ 830,042	R\$ 918,175

(continua)

Nome	βu 2014	βu 2013	βu 2012	βu 2011	βu 2010	Passivo 2014 media (AT-PL)	Passivo 2013 media (AT-PL)	Passivo 2012 media (AT-PL)	Passivo 2011 media (AT-PL)	Passivo 2010 media (AT-PL)	Patrimônio Liquido 2014 Média	Patrimônio Liquido 2013 Média	Patrimônio Liquido 2012 Média	Patrimônio Liquido 2011 Média	Patrimônio Liquido 2010 Média
Ampla Energ	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 4,045,207	R\$ 4,009,765	R\$ 4,105,077	R\$ 4,041,431	R\$ 4,436,778	R\$ 2,989,768	R\$ 2,829,969	R\$ 2,436,475	R\$ 2,263,968	R\$ 2,221,471
Alfa Consorç	0.06	0.29	0.56	0.50	0.52	R\$ 2,126,293	R\$ 4,650,453	R\$ 6,726,037	R\$ 6,053,027	R\$ 6,601,349	R\$ 1,046,308	R\$ 1,053,122	R\$ 1,042,506	R\$ 1,021,552	R\$ 996,867
Itautec	1.17	1.13	1.39	1.33	1.33	R\$ 464,545	R\$ 704,548	R\$ 778,330	R\$ 846,884	R\$ 1,024,739	R\$ 157,234	R\$ 444,347	R\$ 715,965	R\$ 739,460	R\$ 754,360
Cosern	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 1,218,698	R\$ 1,193,827	R\$ 1,212,396	R\$ 1,188,105	R\$ 1,271,902	R\$ 1,009,467	R\$ 1,075,987	R\$ 1,060,590	R\$ 1,047,064	R\$ 972,479
Cedro	0.86	0.99	1.29	1.22	1.32	R\$ 458,889	R\$ 448,482	R\$ 451,984	R\$ 470,697	R\$ 357,134	R\$ 351,747	R\$ 376,063	R\$ 388,606	R\$ 403,477	R\$ 351,412
Ceee-Gt	0.53	0.40	0.58	0.65	0.74	R\$ 1,773,914	R\$ 1,783,340	R\$ 1,994,896	R\$ 2,286,962	R\$ 2,343,998	R\$ 1,878,111	R\$ 2,511,720	R\$ 2,936,404	R\$ 3,120,697	R\$ 3,160,341
Elekeiroz	0.75	0.85	1.24	1.24	1.17	R\$ 273,443	R\$ 267,261	R\$ 250,477	R\$ 241,930	R\$ 231,166	R\$ 572,189	R\$ 613,036	R\$ 631,443	R\$ 663,017	R\$ 678,421
Nadir Figuei	0.93	1.07	1.05	0.89	0.90	R\$ 477,706	R\$ 519,411	R\$ 521,111	R\$ 373,404	R\$ 238,654	R\$ 344,779	R\$ 375,242	R\$ 397,069	R\$ 432,134	R\$ 383,139
Trevisa	0.73	0.47	1.21	0.59	0.58	R\$ 73,751	R\$ 70,082	R\$ 72,959	R\$ 81,841	R\$ 85,509	R\$ 100,657	R\$ 104,409	R\$ 107,552	R\$ 108,649	R\$ 75,770

(conclusão)

APÊNDICE B - VALORES DAS VARIÁVEIS DO MODELO

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Petrobras	2014	-26.80%	0.58	9	8.96	1.35	23.68	2.50%
Petrobras	2013	-45.94%	0.56	10	8.95	1.07	26.67	3.37%
Petrobras	2012	-21.33%	0.63	10	8.93	0.90	26.30	4.64%
Petrobras	2011	7.35%	0.73	10	8.90	0.76	25.29	3.55%
Petrobras	2010	-10.12%	0.89	10	8.81	0.86	23.52	2.31%
Vale	2014	-20.85%	0.66	7	8.55	1.04	28.41	18.29%
Vale	2013	-45.57%	0.81	7	8.54	0.86	28.79	23.31%
Vale	2012	-27.82%	0.96	7	8.53	0.72	29.57	13.55%
Vale	2011	26.44%	1.19	7	8.51	0.79	28.15	15.64%
Vale	2010	0.78%	1.46	7	8.46	0.88	21.49	9.28%
Ambev S/A	2014	8.78%	3.55	8	7.92	0.65	2.69	36.16%
Ambev S/A	2013	-18.60%	4.32	8	7.88	0.72	2.74	29.84%
Ambev S/A	2012	15.88%	4.45	7	7.82	0.84	1.85	19.71%
Ambev S/A	2011	29.82%	3.28	6	7.80	0.78	1.64	17.68%
Ambev S/A	2010	11.46%	2.70	7	7.79	0.79	1.57	12.68%
Cielo	2014	42.45%	4.01	11	7.27	3.19	1.91	3.33%
Cielo	2013	16.64%	3.96	11	7.16	3.18	1.47	7.90%
Cielo	2012	76.62%	4.85	11	7.00	3.09	1.01	5.05%
Cielo	2011	134.11%	4.85	10	6.79	2.41	0.62	9.22%
Cielo	2010	142.43%	6.05	11	6.70	2.31	0.52	19.22%
Itausa	2014	7.08%	1.32	7	7.73	0.25	5.31	1.89%
Itausa	2013	-50.47%	0.18	8	8.41	5.58	4.55	0.55%
Itausa	2012	-113.26%	-0.16	8	8.65	10.37	4.23	23.49%
Itausa	2011	18.71%	-0.27	8	8.62	9.56	4.13	27.65%
Itausa	2010	-69.78%	-0.12	7	8.83	18.64	3.73	11.78%
BRF SA	2014	-6.89%	1.54	12	7.61	1.26	17.98	24.87%
BRF SA	2013	-34.25%	1.58	12	7.60	1.16	16.83	22.25%
BRF SA	2012	-16.60%	1.21	12	7.60	1.12	16.71	18.23%
BRF SA	2011	6.14%	1.08	12	7.61	1.08	16.18	15.72%
BRF SA	2010	-13.59%	0.94	13	7.60	1.00	15.64	17.57%
P.Acucar-Cbd	2014	-17.56%	0.80	6	7.69	3.16	39.92	27.46%
P.Acucar-Cbd	2013	-44.21%	0.93	5	7.66	3.09	35.89	19.06%
P.Acucar-Cbd	2012	-15.94%	0.92	6	7.66	3.29	32.28	16.90%
P.Acucar-Cbd	2011	7.31%	0.79	6	7.65	3.32	29.33	18.95%
P.Acucar-Cbd	2010	-13.64%	0.79	6	7.55	2.49	27.56	14.99%
Gerdau	2014	-16.32%	0.59	9	7.85	0.94	18.89	8.88%
Gerdau	2013	-42.06%	0.72	9	7.84	0.93	17.80	8.78%
Gerdau	2012	-26.51%	0.80	9	7.83	0.97	16.02	6.48%
Gerdau	2011	7.26%	0.80	9	7.81	1.09	14.66	5.46%
Gerdau	2010	-23.61%	1.00	8	7.82	1.31	12.94	6.01%
Estacio Part	2014	3.03%	2.63	12	6.52	0.44	7.64	18.79%
Estacio Part	2013	-23.80%	2.68	12	6.32	0.52	5.17	15.52%
Estacio Part	2012	-9.69%	2.17	12	6.18	0.74	2.87	16.61%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Estacio Part	2011	7.74%	1.77	12	6.12	0.55	2.52	14.76%
Estacio Part	2010	-2.87%	2.04	12	6.04	0.41	2.38	26.44%
CCR SA	2014	5.41%	2.44	11	7.26	3.51	1.96	15.88%
CCR SA	2013	-47.80%	2.82	11	7.25	3.20	1.95	11.85%
CCR SA	2012	0.32%	2.64	11	7.25	3.16	1.87	13.09%
CCR SA	2011	25.68%	2.08	10	7.26	3.06	1.82	18.54%
CCR SA	2010	-7.44%	1.94	12	7.21	2.64	1.76	19.18%
Cemig	2014	8.28%	0.86	7	7.58	1.70	8.97	13.25%
Cemig	2013	-6.74%	0.75	8	7.65	1.87	10.04	9.00%
Cemig	2012	11.32%	0.97	7	7.71	2.28	9.58	13.67%
Cemig	2011	17.10%	0.81	8	7.70	2.05	9.33	13.61%
Cemig	2010	-3.59%	0.75	7	7.67	1.87	9.12	12.81%
Sid Nacional	2014	-55.83%	0.63	7	7.77	6.22	4.19	8.47%
Sid Nacional	2013	-109.61%	0.64	10	7.80	4.96	5.55	7.39%
Sid Nacional	2012	-78.41%	0.71	9	7.80	4.79	5.91	7.12%
Sid Nacional	2011	49.88%	0.95	8	7.77	4.41	5.48	9.21%
Sid Nacional	2010	-25.34%	1.56	10	7.70	4.10	5.24	11.34%
Usiminas	2014	-19.36%	0.44	8	7.56	0.85	16.93	10.86%
Usiminas	2013	-48.11%	0.48	9	7.60	0.93	16.92	8.18%
Usiminas	2012	-35.24%	0.50	9	7.64	0.95	16.80	8.41%
Usiminas	2011	-0.56%	0.70	9	7.66	0.88	17.51	11.62%
Usiminas	2010	-19.59%	0.97	8	7.63	0.73	17.66	9.78%
Tim Part S/A	2014	-4.20%	1.01	11	7.55	1.03	6.33	18.39%
Tim Part S/A	2013	-12.35%	0.88	11	7.53	0.91	6.04	18.51%
Tim Part S/A	2012	-4.92%	0.97	11	7.52	0.85	5.72	27.24%
Tim Part S/A	2011	6.44%	0.98	11	7.48	0.84	5.36	30.55%
Tim Part S/A	2010	5.38%	0.87	7	7.44	0.98	4.16	27.09%
JBS	2014	-18.47%	0.69	13	7.95	2.28	8.26	30.13%
JBS	2013	-45.15%	0.67	12	7.87	1.77	7.65	29.15%
JBS	2012	-20.26%	0.70	11	7.81	1.35	7.24	17.65%
JBS	2011	-3.52%	0.64	13	7.81	1.41	6.97	15.18%
JBS	2010	-23.99%	0.77	10	7.81	1.54	7.06	19.27%
Telef Brasil	2014	-1.86%	0.74	5	7.92	0.62	40.02	18.18%
Telef Brasil	2013	-12.26%	0.79	5	7.94	0.60	38.19	15.32%
Telef Brasil	2012	-4.20%	0.82	5	7.95	0.54	39.78	14.29%
Telef Brasil	2011	11.17%	1.08	5	7.77	0.56	38.55	20.43%
Telef Brasil	2010	4.27%	0.98	5	7.48	0.87	23.06	16.94%
BR Malls Par	2014	-16.62%	0.70	13	7.36	1.16	15.19	15.63%
BR Malls Par	2013	-45.02%	0.80	13	7.36	1.16	14.83	18.92%
BR Malls Par	2012	-3.34%	0.93	13	7.32	1.16	13.97	19.86%
BR Malls Par	2011	4.44%	0.79	13	7.24	1.03	11.41	16.36%
BR Malls Par	2010	-11.96%	0.64	12	7.15	0.80	10.46	2.49%
Lojas Renner	2014	1.55%	1.99	15	6.76	1.94	2.91	14.45%
Lojas Renner	2013	-29.32%	2.29	15	6.71	1.96	2.37	12.82%
Lojas Renner	2012	-18.77%	2.60	15	6.65	1.74	2.10	10.84%
Lojas Renner	2011	29.79%	2.49	14	6.58	1.50	1.88	7.61%
Lojas Renner	2010	1.89%	2.82	14	6.51	1.43	1.67	4.60%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Cosan	2014	-22.40%	0.90	9	7.52	2.00	21.73	10.20%
Cosan	2013	-53.30%	0.94	8	7.60	2.27	21.52	8.34%
Cosan	2012	-20.50%	0.68	9	7.58	2.07	21.50	8.41%
Cosan	2011	35.22%	0.73	10	7.46	1.73	19.76	11.62%
Cosan	2010	-13.38%	0.89	10	7.37	1.87	13.35	2.01%
Natura	2014	16.12%	2.65	11	6.90	4.91	2.62	25.66%
Natura	2013	-26.02%	3.81	11	6.86	3.72	2.67	23.19%
Natura	2012	29.95%	4.79	11	6.78	2.57	3.04	17.04%
Natura	2011	62.07%	4.88	11	6.69	1.79	2.92	19.18%
Natura	2010	32.03%	6.00	11	6.65	1.49	2.92	19.73%
Embraer	2014	-21.56%	0.63	13	7.48	1.81	13.61	-0.91%
Embraer	2013	-54.09%	0.62	13	7.43	1.89	11.32	0.58%
Embraer	2012	-20.83%	0.55	13	7.38	1.93	9.17	0.03%
Embraer	2011	1.13%	0.54	13	7.33	1.86	7.80	1.70%
Embraer	2010	-21.66%	0.48	13	7.35	1.98	6.97	5.97%
Suzano Papel	2014	-20.58%	0.70	7	7.51	1.63	9.49	12.46%
Suzano Papel	2013	-58.67%	0.61	7	7.52	1.42	9.85	14.08%
Suzano Papel	2012	-32.01%	0.45	7	7.49	1.27	10.09	11.54%
Suzano Papel	2011	-2.39%	0.45	7	7.45	1.21	24.31	14.75%
Suzano Papel	2010	-16.23%	0.64	7	7.37	1.44	21.71	6.00%
Hypermarcas	2014	-14.66%	1.03	11	7.19	0.81	11.83	16.68%
Hypermarcas	2013	-40.80%	1.04	11	7.20	0.80	11.21	18.78%
Hypermarcas	2012	-20.18%	0.81	13	7.24	0.92	10.97	13.26%
Hypermarcas	2011	-3.89%	0.90	13	7.21	0.99	10.63	20.71%
Hypermarcas	2010	-18.10%	1.57	13	7.08	0.91	9.23	13.70%
Cyrela Realt	2014	-13.17%	0.62	11	7.22	1.50	14.78	6.93%
Cyrela Realt	2013	-65.84%	0.71	11	7.25	1.68	13.41	4.12%
Cyrela Realt	2012	-27.31%	0.73	11	7.26	1.84	12.28	5.92%
Cyrela Realt	2011	9.14%	0.79	11	7.25	1.87	11.07	7.84%
Cyrela Realt	2010	-17.72%	0.99	11	7.23	1.76	10.23	7.15%
Localiza	2014	-4.09%	1.66	12	6.78	2.43	7.95	10.95%
Localiza	2013	-31.59%	1.91	12	6.73	2.23	6.45	8.57%
Localiza	2012	-14.00%	2.00	12	6.73	2.30	6.35	9.48%
Localiza	2011	27.55%	1.76	11	6.71	2.65	5.40	12.52%
Localiza	2010	-3.41%	1.90	11	6.64	2.94	4.33	11.93%
Fibria	2014	-13.69%	0.80	11	7.49	0.81	26.32	20.58%
Fibria	2013	-51.59%	0.79	11	7.54	0.85	26.11	22.91%
Fibria	2012	-31.38%	0.63	14	7.57	0.89	27.39	16.55%
Fibria	2011	-8.66%	0.60	14	7.61	0.94	31.06	17.60%
Fibria	2010	-22.28%	0.75	14	7.64	1.31	32.92	9.12%
Cia Hering	2014	14.81%	2.78	12	6.21	0.38	6.56	48.18%
Cia Hering	2013	1.88%	4.47	12	6.19	0.47	5.51	37.30%
Cia Hering	2012	15.76%	6.14	12	6.18	0.53	4.77	28.54%
Cia Hering	2011	43.76%	5.25	12	6.15	0.62	4.35	28.53%
Cia Hering	2010	22.75%	3.88	12	6.06	0.84	3.25	20.61%
BR Propert	2014	-17.21%	0.63	12	7.21	1.01	20.14	12.13%
BR Propert	2013	-48.55%	0.74	12	7.29	0.98	25.37	11.26%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
BR Propert	2012	-3.44%	1.04	12	7.16	0.87	25.49	12.33%
BR Propert	2011	6.85%	0.73	12	6.91	0.81	20.51	19.33%
BR Propert	2010	22.57%	0.73	13	6.70	0.86	19.42	12.35%
Multiplan	2014	-9.67%	1.70	11	6.89	0.66	21.61	9.22%
Multiplan	2013	-37.18%	1.90	11	6.88	0.72	20.36	7.77%
Multiplan	2012	-10.14%	1.88	10	6.84	0.65	17.98	6.44%
Multiplan	2011	5.85%	1.38	10	6.79	0.44	17.34	6.71%
Multiplan	2010	-10.67%	1.43	10	6.76	0.33	16.52	9.32%
Lojas Americ	2014	-44.48%	1.33	8	7.26	9.89	1.18	24.55%
Lojas Americ	2013	-157.50%	1.54	8	7.20	11.73	0.83	20.23%
Lojas Americ	2012	-91.11%	1.70	8	7.13	12.76	0.57	25.15%
Lojas Americ	2011	73.40%	1.51	8	7.09	14.41	0.48	32.09%
Lojas Americ	2010	-90.30%	1.61	9	7.04	16.71	0.32	28.16%
Sabesp	2014	-13.34%	0.75	11	7.54	1.23	19.46	7.92%
Sabesp	2013	-16.24%	0.91	11	7.53	1.22	18.92	7.25%
Sabesp	2012	4.02%	0.95	11	7.53	1.31	17.14	5.68%
Sabesp	2011	7.43%	0.68	11	7.53	1.39	15.43	10.19%
Sabesp	2010	0.65%	0.63	10	7.52	1.21	14.16	7.81%
Bradespar	2014	-12.77%	0.66	7	7.10	0.19	25.57	11.49%
Bradespar	2013	-21.42%	0.84	8	7.14	0.19	25.85	7.64%
Bradespar	2012	-17.47%	1.08	8	7.16	0.21	26.65	8.67%
Bradespar	2011	21.19%	1.12	8	7.25	0.63	24.82	3.43%
Bradespar	2010	11.99%	1.13	8	7.28	1.15	19.39	9.31%
Cesp	2014	-7.16%	0.53	7	7.25	0.66	26.35	8.94%
Cesp	2013	-24.21%	0.50	8	7.30	0.67	28.45	10.92%
Cesp	2012	-14.56%	0.65	8	7.37	0.76	30.17	10.27%
Cesp	2011	-2.98%	0.62	9	7.42	0.80	30.89	11.62%
Cesp	2010	-17.55%	0.59	7	7.42	0.85	31.98	9.78%
MRV	2014	-8.06%	0.52	12	7.09	1.48	9.84	3.38%
MRV	2013	-69.17%	0.60	12	7.13	1.70	8.66	4.00%
MRV	2012	-26.07%	0.76	11	7.13	1.80	7.96	4.64%
MRV	2011	21.30%	0.92	11	7.05	1.53	7.14	5.60%
MRV	2010	-3.40%	1.31	11	6.92	1.11	5.96	3.08%
Tractebel	2014	8.43%	1.88	12	7.19	1.39	8.66	9.66%
Tractebel	2013	-1.15%	2.10	12	7.19	1.30	8.21	10.80%
Tractebel	2012	8.22%	2.03	11	7.21	1.26	8.36	9.93%
Tractebel	2011	23.14%	1.63	11	7.25	1.40	8.35	9.03%
Tractebel	2010	4.76%	1.53	11	7.22	1.57	7.77	10.90%
Braskem	2014	-33.57%	0.56	7	7.76	6.17	7.59	9.43%
Braskem	2013	-95.40%	0.59	7	7.75	4.53	9.48	10.60%
Braskem	2012	-63.42%	0.58	7	7.72	3.27	10.77	19.88%
Braskem	2011	-4.93%	0.66	7	7.70	2.56	12.17	20.45%
Braskem	2010	-16.76%	0.66	6	7.62	2.76	12.99	12.92%
PDG Realt	2014	-43.88%	0.41	12	7.29	2.68	158.03	11.33%
PDG Realt	2013	-100.31%	0.47	12	7.31	2.37	177.73	8.39%
PDG Realt	2012	-78.23%	0.53	12	7.34	1.90	188.10	6.01%
PDG Realt	2011	9.10%	0.77	12	7.36	1.65	285.67	5.25%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
PDG Realt	2010	-11.83%	0.96	11	7.20	1.43	266.11	6.53%
CPFL Energia	2014	-11.53%	1.02	13	7.59	3.73	6.82	10.78%
CPFL Energia	2013	-29.92%	1.12	12	7.59	3.46	6.90	9.32%
CPFL Energia	2012	-11.01%	1.30	12	7.59	3.18	6.78	9.11%
CPFL Energia	2011	19.16%	1.28	12	7.52	2.49	6.94	11.65%
CPFL Energia	2010	0.42%	1.31	12	7.44	2.19	6.38	10.20%
RaiaDrogasil	2014	-8.19%	1.74	11	6.65	0.60	7.46	8.39%
RaiaDrogasil	2013	-29.99%	1.88	11	6.64	0.51	7.04	8.26%
RaiaDrogasil	2012	-18.13%	2.26	11	6.59	0.33	6.85	7.82%
RaiaDrogasil	2011	1.44%	1.32	11	6.39	0.26	6.66	16.71%
RaiaDrogasil	2010	-12.03%	2.43	11	6.09	0.65	3.19	16.85%
Totvs	2014	1.08%	2.92	12	6.37	0.83	6.89	10.67%
Totvs	2013	-16.69%	3.79	12	6.31	0.65	6.55	14.49%
Totvs	2012	-0.04%	4.38	12	6.26	0.66	5.65	23.40%
Totvs	2011	20.84%	3.60	11	6.29	1.02	4.70	13.95%
Totvs	2010	-1.92%	3.37	11	6.29	1.34	3.94	13.51%
Ecorodovias	2014	-2.73%	1.51	10	6.89	2.46	3.11	14.68%
Ecorodovias	2013	-48.23%	1.80	11	6.90	2.03	3.71	14.56%
Ecorodovias	2012	-4.05%	2.14	11	6.83	1.58	3.77	16.84%
Ecorodovias	2011	16.85%	2.02	11	6.77	1.27	3.37	21.07%
Ecorodovias	2010	22.65%	1.88	11	6.72	1.97	3.19	23.07%
Copel	2014	-5.00%	0.45	8	7.46	0.87	48.71	7.22%
Copel	2013	-14.67%	0.41	8	7.44	0.78	46.23	5.70%
Copel	2012	-9.92%	0.54	8	7.43	0.67	44.70	12.14%
Copel	2011	5.68%	0.55	8	7.41	0.62	43.22	7.60%
Copel	2010	-7.46%	0.65	10	7.37	0.60	40.31	8.55%
Equatorial	2014	2.19%	0.71	12	7.08	2.92	14.29	23.36%
Equatorial	2013	-35.31%	0.64	12	7.06	2.80	11.86	15.27%
Equatorial	2012	-16.75%	0.47	12	6.92	2.38	13.64	12.63%
Equatorial	2011	8.88%	0.71	11	6.67	1.64	11.52	11.83%
Equatorial	2010	-12.33%	0.56	11	6.81	2.54	11.68	8.34%
Gerdau Met	2014	-40.74%	0.65	9	7.86	4.36	28.53	9.04%
Gerdau Met	2013	-99.86%	0.70	9	7.84	4.31	27.35	8.96%
Gerdau Met	2012	-65.06%	0.72	9	7.84	4.45	24.52	6.88%
Gerdau Met	2011	12.83%	0.70	9	7.82	4.53	22.24	5.67%
Gerdau Met	2010	-55.75%	0.73	8	7.82	4.47	19.26	6.18%
Duratex	2014	-6.64%	0.94	11	7.00	0.90	6.85	12.00%
Duratex	2013	-35.71%	1.23	11	7.00	0.90	6.57	8.58%
Duratex	2012	-15.18%	1.09	11	6.98	0.89	6.05	9.14%
Duratex	2011	7.01%	1.16	12	6.96	0.82	5.56	11.10%
Duratex	2010	-7.49%	1.71	12	6.89	0.80	5.19	10.02%
Energias BR	2014	-2.58%	0.63	14	7.21	1.89	10.28	17.55%
Energias BR	2013	-25.26%	0.74	13	7.25	2.16	9.62	11.19%
Energias BR	2012	-15.34%	0.80	13	7.27	2.09	9.39	9.03%
Energias BR	2011	7.20%	0.78	13	7.27	1.89	9.68	12.40%
Energias BR	2010	-10.37%	0.73	14	7.26	1.76	9.58	14.82%
Weg	2014	-7.72%	1.98	12	7.11	1.28	3.13	20.47%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Weg	2013	-35.51%	1.82	11	7.07	1.21	2.83	22.27%
Weg	2012	-16.87%	1.55	11	7.08	1.29	2.52	18.83%
Weg	2011	13.66%	1.41	11	7.07	1.29	2.36	17.22%
Weg	2010	-9.29%	1.79	11	6.98	1.22	2.14	13.83%
Gafisa	2014	-25.78%	0.34	13	6.96	1.47	8.08	7.69%
Gafisa	2013	-57.43%	0.48	13	7.03	2.02	7.66	8.13%
Gafisa	2012	-53.27%	0.48	13	7.09	2.58	5.88	10.35%
Gafisa	2011	-30.19%	0.61	13	7.13	1.98	6.13	8.52%
Gafisa	2010	-19.33%	0.75	13	7.11	1.86	8.64	5.82%
Eletrobras	2014	-21.04%	0.26	10	8.22	1.41	41.80	7.29%
Eletrobras	2013	-37.50%	0.20	11	8.29	1.44	44.72	5.28%
Eletrobras	2012	-28.09%	0.30	10	8.35	1.32	49.60	5.39%
Eletrobras	2011	1.15%	0.32	9	8.34	1.11	56.81	6.63%
Eletrobras	2010	-15.83%	0.26	9	8.32	0.91	62.09	7.19%
Light S/A	2014	-2.94%	0.69	11	7.20	2.75	17.79	11.99%
Light S/A	2013	-20.53%	0.66	11	7.19	2.80	17.05	11.99%
Light S/A	2012	-12.14%	0.75	11	7.18	2.63	14.84	11.00%
Light S/A	2011	6.18%	0.79	10	7.16	2.13	15.80	12.53%
Light S/A	2010	-6.75%	0.63	10	7.15	2.05	16.33	11.47%
Marcopolo	2014	-4.86%	1.14	9	6.70	1.71	1.85	13.62%
Marcopolo	2013	-29.19%	1.76	9	6.68	1.71	1.70	17.67%
Marcopolo	2012	-12.58%	1.52	9	6.66	1.80	1.45	23.34%
Marcopolo	2011	29.68%	1.13	9	6.65	2.03	1.30	17.55%
Marcopolo	2010	2.00%	1.00	9	6.61	2.29	1.07	12.58%
Gol	2014	-1965.58%	0.69	10	7.09	121.22	-1.84	29.96%
Gol	2013	-259.48%	0.67	9	7.09	13.15	2.35	29.11%
Gol	2012	-153.55%	0.63	9	7.12	5.62	2.65	22.40%
Gol	2011	-28.44%	0.69	8	7.14	2.81	8.27	25.64%
Gol	2010	-22.63%	0.89	10	7.12	2.03	10.85	10.53%
B2W Digital	2014	-52.41%	0.99	11	6.92	2.70	12.05	38.26%
B2W Digital	2013	-148.56%	0.65	11	6.85	5.29	5.22	27.20%
B2W Digital	2012	-87.07%	0.65	11	6.77	3.19	6.19	32.86%
B2W Digital	2011	-7.25%	1.01	11	6.71	4.44	7.13	36.49%
B2W Digital	2010	-96.80%	1.74	11	6.61	10.64	2.05	35.52%
Marfrig	2014	-80.51%	0.54	12	7.35	6.56	3.75	25.44%
Marfrig	2013	-117.20%	0.58	12	7.44	5.05	5.82	24.97%
Marfrig	2012	-58.17%	0.52	11	7.51	5.68	8.73	20.79%
Marfrig	2011	-19.72%	0.49	12	7.51	5.50	9.42	25.05%
Marfrig	2010	-27.47%	0.57	10	7.40	3.19	11.15	20.82%
Odontoprev	2014	9.35%	4.23	11	6.11	0.62	1.22	27.91%
Odontoprev	2013	-6.55%	4.64	11	6.11	0.48	1.31	32.20%
Odontoprev	2012	-1.14%	5.38	12	6.12	0.36	1.32	42.62%
Odontoprev	2011	15.79%	4.61	12	6.13	0.29	1.44	75.06%
Odontoprev	2010	9.30%	2.85	12	6.19	0.37	1.35	83.73%
Even	2014	-11.84%	0.61	11	6.76	1.36	9.43	2.30%
Even	2013	-54.88%	0.80	11	6.73	1.26	8.52	2.78%
Even	2012	-18.44%	0.75	11	6.68	1.14	7.74	6.65%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Even	2011	12.11%	0.75	11	6.67	1.23	6.83	8.51%
Even	2010	-7.61%	0.83	11	6.61	1.40	6.04	8.04%
Mills	2014	-12.19%	1.84	11	6.34	0.78	8.35	15.78%
Mills	2013	-20.60%	2.61	11	6.34	0.85	7.98	10.39%
Mills	2012	-3.03%	2.65	11	6.29	0.85	6.80	10.39%
Mills	2011	8.89%	2.39	11	6.19	0.59	5.86	19.01%
Mills	2010	6.58%	3.04	11	6.00	0.66	5.22	18.34%
Multiplus	2014	100.79%	2.36	11	6.28	6.92	1.36	2681.82%
Multiplus	2013	6.81%	3.04	11	6.25	7.48	1.15	212.18%
Multiplus	2012	16.43%	4.66	10	6.24	5.34	0.92	10.93%
Multiplus	2011	52.04%	2.93	10	6.28	1.63	1.61	48.50%
Multiplus	2010	-1.50%	5.11	9	6.01	0.86	4.70	9.78%
Taesa	2014	5.75%	1.21	11	7.02	1.09	4.09	12.15%
Taesa	2013	-5.81%	1.18	11	7.07	1.24	4.17	10.83%
Taesa	2012	-1.75%	1.15	11	7.03	1.55	3.96	11.39%
Taesa	2011	16.50%	0.76	10	6.89	1.31	2.85	10.88%
Taesa	2010	0.61%	1.02	10	6.78	0.85	3.17	11.67%
Valid	2014	-2.96%	1.87	13	6.16	1.18	10.62	11.03%
Valid	2013	-32.38%	2.02	13	6.15	1.16	9.78	10.10%
Valid	2012	-5.64%	1.92	14	6.13	0.99	9.23	10.59%
Valid	2011	19.28%	1.33	14	6.08	0.80	9.09	34.17%
Valid	2010	-0.82%	1.32	14	6.05	0.79	8.04	19.41%
M.Diasbranco	2014	3.09%	2.58	12	6.69	0.37	28.96	18.01%
M.Diasbranco	2013	-11.72%	2.87	11	6.66	0.40	24.86	15.31%
M.Diasbranco	2012	2.95%	2.25	11	6.63	0.47	21.25	12.56%
M.Diasbranco	2011	14.89%	1.80	11	6.58	0.44	17.68	12.24%
M.Diasbranco	2010	4.73%	2.18	10	6.54	0.44	15.52	17.29%
Eztec	2014	2.98%	1.16	11	6.57	0.39	14.63	1.57%
Eztec	2013	-17.73%	1.66	11	6.49	0.33	12.74	2.65%
Eztec	2012	-2.53%	1.68	11	6.41	0.28	10.03	5.61%
Eztec	2011	21.98%	1.25	11	6.34	0.26	8.47	7.74%
Eztec	2010	3.52%	1.09	11	6.27	0.25	6.82	4.11%
Iguatemi	2014	-11.53%	1.11	11	6.75	0.99	14.10	11.21%
Iguatemi	2013	-41.21%	1.15	11	6.71	1.00	13.16	10.08%
Iguatemi	2012	-8.82%	1.28	11	6.63	0.93	11.20	10.67%
Iguatemi	2011	6.13%	1.10	10	6.56	0.69	10.00	13.98%
Iguatemi	2010	-8.76%	1.16	10	6.50	0.48	9.40	9.45%
Dufry Ag	2014	-25.44%	1.16	12	7.25	2.32	173.99	5.73%
Dufry Ag	2013	-53.61%	1.30	12	7.07	2.29	97.49	5.37%
Dufry Ag	2012	-29.60%	1.33	11	6.98	2.11	94.33	4.60%
Dufry Ag	2011	11.33%	1.30	10	6.86	2.10	70.93	4.17%
Dufry Ag	2010	-24.84%	1.31	9	6.79	1.64	54.37	3.86%
Rossi Resid	2014	-59.50%	0.43	12	6.93	2.44	105.92	15.58%
Rossi Resid	2013	-93.36%	0.53	13	7.00	2.38	142.67	8.54%
Rossi Resid	2012	-58.07%	0.64	13	7.01	2.59	140.26	7.97%
Rossi Resid	2011	2.34%	0.86	13	6.93	2.07	186.16	8.21%
Rossi Resid	2010	-19.20%	0.93	12	6.85	1.22	186.43	4.32%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Minerva	2014	-172.42%	0.67	11	6.85	12.17	2.70	26.59%
Minerva	2013	-165.78%	0.70	12	6.77	6.75	3.05	28.14%
Minerva	2012	-77.96%	0.68	12	6.72	5.12	5.26	29.84%
Minerva	2011	8.39%	0.61	9	6.63	4.86	5.12	24.59%
Minerva	2010	-28.90%	0.70	9	6.54	3.53	4.88	20.64%
Cosan Ltd	2014	-53.46%	0.74	9	7.54	3.97	22.08	10.20%
Cosan Ltd	2013	-131.52%	0.81	8	7.60	4.42	22.24	8.34%
Cosan Ltd	2012	-66.63%	0.59	9	7.58	4.07	22.18	8.41%
Cosan Ltd	2011	29.72%	0.64	10	7.46	3.29	20.21	11.62%
Cosan Ltd	2010	-42.71%	0.68	10	7.38	3.27	15.52	9.78%
Randon Part	2014	-7.81%	0.67	7	6.76	2.54	4.75	14.57%
Randon Part	2013	-41.56%	0.89	7	6.76	2.40	4.44	20.85%
Randon Part	2012	-35.70%	0.86	7	6.74	2.06	4.55	18.74%
Randon Part	2011	18.92%	0.81	7	6.73	2.06	4.49	17.18%
Randon Part	2010	-7.13%	0.99	7	6.67	2.05	3.89	15.48%
Oi	2014	-57.52%	0.60	8	8.01	4.90	21.12	13.59%
Oi	2013	-38.75%	0.55	8	7.94	5.09	70.27	10.80%
Oi	2012	-11.90%	0.70	7	7.82	3.55	69.00	16.68%
Oi	2011	5.12%	0.30	7	7.61	1.66	179.54	13.50%
Oi	2010	-1.74%	0.39	7	7.57	1.21	192.21	12.90%
Copasa	2014	-11.96%	0.71	12	7.06	0.80	46.40	7.62%
Copasa	2013	-19.45%	0.82	12	7.06	0.78	44.73	7.55%
Copasa	2012	-1.44%	0.91	12	7.06	0.82	41.82	8.45%
Copasa	2011	5.68%	0.72	12	7.04	0.78	39.45	6.93%
Copasa	2010	2.74%	0.65	12	7.03	0.80	36.74	5.99%
Eletropaulo	2014	-27.14%	0.36	8	7.12	3.12	15.34	9.06%
Eletropaulo	2013	-28.34%	0.33	8	7.12	2.30	16.91	3.48%
Eletropaulo	2012	-18.43%	0.56	8	7.15	1.80	21.37	6.59%
Eletropaulo	2011	36.15%	0.65	8	7.19	1.87	23.96	7.07%
Eletropaulo	2010	11.22%	0.59	8	7.24	2.32	22.33	3.31%
Tran Paulist	2014	-4.96%	0.91	10	6.92	0.41	32.03	9.94%
Tran Paulist	2013	-21.78%	0.84	10	7.03	0.69	32.18	10.04%
Tran Paulist	2012	0.38%	1.19	9	7.08	0.90	33.26	15.02%
Tran Paulist	2011	15.38%	1.29	9	7.03	0.68	29.74	18.68%
Tran Paulist	2010	-9.95%	1.30	9	7.00	0.51	30.06	32.57%
lochp-Maxion	2014	-42.39%	0.68	11	6.86	3.74	14.62	10.84%
lochp-Maxion	2013	-129.35%	0.84	11	6.87	4.56	12.91	8.18%
lochp-Maxion	2012	-68.62%	1.24	11	6.73	3.47	9.65	12.11%
lochp-Maxion	2011	25.73%	1.11	11	6.51	1.69	9.71	11.62%
lochp-Maxion	2010	-17.59%	1.28	11	6.41	1.76	8.22	9.12%
Arteris	2014	-8.74%	1.12	9	7.00	3.22	6.18	8.49%
Arteris	2013	-54.55%	1.51	9	6.92	2.85	5.46	8.28%
Arteris	2012	-6.72%	1.41	9	6.89	2.86	4.67	10.01%
Arteris	2011	29.82%	1.12	10	6.86	3.18	4.06	13.37%
Arteris	2010	-2.20%	1.08	10	6.78	3.00	3.16	18.56%
Petrorio	2014	-107.67%	-0.05	12	6.23	0.37	20.90	32.29%
Petrorio	2013	-120.60%	0.09	12	6.58	0.18	48.90	30.80%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Petrório	2012	-28.83%	0.19	12	6.81	0.28	123.87	3.05%
Petrório	2011	-12.55%	1.20	11	6.75	0.23	132.23	4.43%
Petrório	2010	-27.44%	3.51	11	6.36	0.02	115.19	9.78%
Sao Martinho	2014	-13.18%	0.93	10	6.84	1.71	19.91	4.90%
Sao Martinho	2013	-39.46%	0.82	10	6.82	1.52	18.52	12.00%
Sao Martinho	2012	-21.96%	0.70	10	6.83	1.49	18.38	13.11%
Sao Martinho	2011	3.71%	0.68	11	6.80	1.26	18.26	12.54%
Sao Martinho	2010	-11.87%	0.74	12	6.75	1.13	17.08	8.81%
Aliansce	2014	-13.36%	1.00	13	6.68	1.37	11.13	11.90%
Aliansce	2013	-52.11%	1.13	13	6.70	1.32	10.40	10.41%
Aliansce	2012	-17.42%	1.09	11	6.62	1.07	11.26	8.70%
Aliansce	2011	4.73%	0.80	11	6.51	0.86	9.22	9.35%
Aliansce	2010	-16.94%	0.98	11	6.43	1.12	8.36	8.94%
Direcional	2014	-11.03%	0.54	11	6.64	1.39	10.54	3.64%
Direcional	2013	-54.66%	0.83	11	6.61	1.31	9.64	3.07%
Direcional	2012	-16.22%	0.74	11	6.56	1.20	8.62	2.03%
Direcional	2011	14.88%	0.81	10	6.46	1.12	7.55	3.11%
Direcional	2010	-2.85%	1.08	8	6.31	0.90	5.95	1.31%
Grendene	2014	7.03%	1.63	11	6.47	0.15	7.72	189.84%
Grendene	2013	-10.23%	2.33	11	6.46	0.16	6.87	496.48%
Grendene	2012	-2.09%	1.29	11	6.46	0.16	6.49	470.01%
Grendene	2011	13.98%	0.81	11	6.45	0.16	5.99	336.77%
Grendene	2010	-4.66%	0.95	11	6.45	0.20	5.57	170.95%
Alpargatas	2014	-4.46%	1.27	8	6.62	0.83	4.34	30.48%
Alpargatas	2013	-22.75%	1.69	8	6.58	0.75	3.96	35.10%
Alpargatas	2012	-12.81%	1.92	8	6.54	0.65	3.57	23.22%
Alpargatas	2011	19.17%	1.53	8	6.52	0.68	3.19	21.58%
Alpargatas	2010	-3.89%	1.36	8	6.47	0.69	2.83	15.55%
Fleury	2014	-15.93%	0.96	11	6.58	0.97	10.06	8.63%
Fleury	2013	-32.78%	1.15	11	6.57	0.75	10.81	11.01%
Fleury	2012	-16.86%	1.44	10	6.57	0.67	10.91	12.80%
Fleury	2011	4.58%	1.35	10	6.46	0.57	10.45	14.45%
Fleury	2010	-5.60%	1.74	9	6.29	0.40	7.71	13.78%
Dasa	2014	-16.38%	1.06	12	6.74	0.70	8.92	16.36%
Dasa	2013	-30.63%	1.02	13	6.75	0.69	8.72	13.74%
Dasa	2012	-19.78%	1.17	13	6.75	0.66	8.39	13.27%
Dasa	2011	6.84%	2.05	13	6.64	0.99	8.18	28.22%
Dasa	2010	-14.23%	2.48	13	6.42	2.09	2.68	53.55%
BR Brokers	2014	-20.44%	0.90	12	5.96	0.28	2.79	7.01%
BR Brokers	2013	-27.00%	1.26	11	6.06	0.34	3.63	4.94%
BR Brokers	2012	-7.98%	1.31	11	6.09	0.35	3.52	4.53%
BR Brokers	2011	14.25%	1.60	11	6.01	0.27	3.64	8.19%
BR Brokers	2010	-0.66%	2.41	11	5.88	0.17	2.70	16.01%
Tecnisa	2014	-19.33%	0.73	12	6.75	2.27	8.28	2.96%
Tecnisa	2013	-76.27%	0.79	12	6.74	2.25	7.79	6.02%
Tecnisa	2012	-52.78%	0.73	10	6.73	1.87	7.19	4.59%
Tecnisa	2011	9.23%	0.87	10	6.70	1.79	8.23	3.95%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Tecnisa	2010	-12.00%	0.78	10	6.60	1.80	7.14	3.53%
Eneva	2014	-105.45%	0.77	12	7.00	3.64	135.13	19.42%
Eneva	2013	-74.85%	1.04	12	7.08	2.82	348.78	13.62%
Eneva	2012	-52.55%	1.29	11	7.06	3.60	440.92	6.11%
Eneva	2011	-28.69%	1.15	12	7.00	3.83	244.13	42.90%
Eneva	2010	-38.01%	0.78	12	6.89	1.92	320.68	5.31%
Profarma	2014	-33.40%	0.48	12	6.33	1.86	17.09	23.22%
Profarma	2013	-50.88%	0.59	8	6.30	1.82	17.60	20.93%
Profarma	2012	-26.32%	0.45	10	6.25	1.43	17.25	21.69%
Profarma	2011	2.70%	0.50	10	6.21	1.19	16.02	27.54%
Profarma	2010	-26.55%	0.65	10	6.18	1.01	15.65	32.84%
MMX Miner	2014	-791.19%	0.07	13	6.80	15.67	-127.51	11.82%
MMX Miner	2013	-183.60%	0.46	13	6.97	2.90	214.97	40.94%
MMX Miner	2012	-74.09%	0.80	13	6.97	1.58	582.76	19.71%
MMX Miner	2011	-2.89%	0.94	12	6.86	0.87	717.74	23.07%
MMX Miner	2010	-29.90%	2.15	12	6.63	1.63	800.13	15.49%
Lojas Marisa	2014	-18.48%	1.31	12	6.51	1.45	5.66	23.45%
Lojas Marisa	2013	-40.67%	2.12	12	6.50	1.34	5.43	16.25%
Lojas Marisa	2012	-21.14%	2.14	11	6.51	1.58	5.09	14.59%
Lojas Marisa	2011	20.52%	1.97	11	6.50	1.67	4.23	50.62%
Lojas Marisa	2010	-3.96%	2.13	11	6.42	1.33	4.05	24.63%
Prumo	2014	-24.17%	0.65	12	6.84	1.44	9.91	3.84%
Prumo	2013	-54.85%	0.76	12	6.73	1.95	11.73	5.49%
Prumo	2012	-30.33%	1.00	12	6.59	2.34	12.63	7.43%
Prumo	2011	-8.25%	1.65	11	6.43	1.14	12.84	11.66%
Prumo	2010	-17.69%	3.63	10	6.37	0.63	13.15	16.68%
Lopes Brasil	2014	-18.66%	1.04	12	6.10	0.74	5.34	27.48%
Lopes Brasil	2013	-24.46%	1.66	12	6.17	1.06	5.51	47.34%
Lopes Brasil	2012	-4.36%	1.67	12	6.19	1.45	4.55	39.03%
Lopes Brasil	2011	38.16%	1.68	12	6.17	2.08	3.81	38.49%
Lopes Brasil	2010	37.78%	2.06	11	5.99	3.83	2.37	14.77%
Tegma	2014	-29.77%	1.33	10	6.12	1.95	5.49	15.76%
Tegma	2013	-50.64%	1.75	11	6.16	1.78	6.09	38.32%
Tegma	2012	-4.33%	2.31	11	6.13	1.47	6.43	35.63%
Tegma	2011	19.12%	2.18	10	6.04	0.87	6.13	42.71%
Tegma	2010	11.09%	1.99	9	5.95	0.56	6.37	29.49%
Guararapes	2014	-3.48%	1.15	7	6.80	0.78	50.89	10.81%
Guararapes	2013	-31.11%	1.39	7	6.75	0.68	45.34	10.71%
Guararapes	2012	-13.93%	1.60	7	6.72	0.67	40.50	10.46%
Guararapes	2011	14.17%	1.53	7	6.68	0.64	35.87	9.63%
Guararapes	2010	-6.49%	1.59	7	6.61	0.58	31.24	20.28%
Santos Brp	2014	-9.95%	1.09	10	6.41	0.52	2.17	14.09%
Santos Brp	2013	-23.89%	1.76	10	6.44	0.56	2.18	16.26%
Santos Brp	2012	0.63%	1.91	10	6.48	0.74	2.06	18.14%
Santos Brp	2011	15.28%	1.73	10	6.49	0.77	1.95	27.10%
Santos Brp	2010	-9.33%	1.35	11	6.48	0.72	1.85	28.83%
Tupy	2014	-24.21%	0.70	12	6.75	1.41	14.10	6.83%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Tupy	2013	-74.10%	0.91	12	6.71	1.70	13.19	14.81%
Tupy	2012	-51.44%	0.93	9	6.68	2.16	10.38	15.87%
Tupy	2011	19.48%	0.63	9	6.61	1.81	9.60	9.19%
Tupy	2010	-23.71%	0.55	9	6.53	1.49	8.49	6.84%
Helbor	2014	-17.89%	0.63	10	6.77	2.94	5.11	2.26%
Helbor	2013	-76.16%	0.86	10	6.72	2.70	4.70	1.91%
Helbor	2012	-16.67%	0.87	10	6.60	2.22	4.09	2.99%
Helbor	2011	25.27%	0.75	10	6.52	2.05	3.33	1.83%
Helbor	2010	-1.38%	0.72	10	6.38	1.90	2.76	2.33%
SLC Agricola	2014	-12.56%	0.62	10	6.71	1.08	22.66	27.46%
SLC Agricola	2013	-30.90%	0.67	10	6.70	1.01	20.40	18.44%
SLC Agricola	2012	-18.03%	0.70	10	6.68	0.89	19.80	24.36%
SLC Agricola	2011	0.03%	0.66	11	6.67	0.76	19.70	14.52%
SLC Agricola	2010	-14.19%	0.85	11	6.54	0.75	19.15	23.29%
JSL	2014	-43.56%	0.90	10	6.89	5.45	4.92	11.24%
JSL	2013	-79.70%	1.11	9	6.81	4.28	4.73	10.45%
JSL	2012	-35.12%	1.06	8	6.75	3.69	4.42	11.01%
JSL	2011	6.66%	1.00	8	6.68	3.07	4.23	11.35%
JSL	2010	-22.31%	1.14	8	6.55	3.14	4.09	12.55%
V-Agro	2014	-20.98%	0.63	13	6.46	0.96	69.58	23.97%
V-Agro	2013	-49.85%	0.73	14	6.51	0.85	98.53	32.85%
V-Agro	2012	-28.96%	0.52	13	6.56	0.99	115.40	40.74%
V-Agro	2011	-22.50%	0.63	13	6.46	1.10	150.02	30.42%
V-Agro	2010	-19.92%	0.78	15	6.14	0.68	170.96	8.08%
Comgas	2014	-0.80%	1.11	7	6.93	1.53	25.51	10.02%
Comgas	2013	-38.06%	1.35	7	6.91	1.62	22.17	10.14%
Comgas	2012	-5.56%	1.45	7	6.83	1.94	18.84	11.38%
Comgas	2011	14.39%	1.51	7	6.76	2.10	10.40	11.57%
Comgas	2010	21.67%	1.41	7	6.76	1.89	11.49	12.50%
Coelce	2014	-0.54%	1.11	5	6.64	1.25	22.04	26.11%
Coelce	2013	-16.58%	1.16	6	6.64	1.22	20.12	15.21%
Coelce	2012	8.34%	1.01	6	6.66	1.28	20.04	18.79%
Coelce	2011	28.67%	0.97	6	6.65	1.27	18.89	14.97%
Coelce	2010	16.58%	1.01	6	6.65	1.49	17.43	18.48%
Le Lis Blanc	2014	-22.33%	0.87	13	6.40	1.25	5.44	24.73%
Le Lis Blanc	2013	-124.04%	1.67	13	6.09	4.37	0.93	17.35%
Le Lis Blanc	2012	-45.95%	2.66	13	6.00	2.72	1.42	16.82%
Le Lis Blanc	2011	19.19%	3.12	13	5.76	1.32	1.15	34.73%
Le Lis Blanc	2010	-2.17%	2.26	13	5.56	0.58	0.90	27.54%
Saraiva Livr	2014	-27.15%	0.57	10	6.27	2.21	17.70	26.09%
Saraiva Livr	2013	-53.60%	0.83	9	6.22	1.58	18.23	16.40%
Saraiva Livr	2012	-31.16%	0.72	9	6.25	1.73	18.24	14.33%
Saraiva Livr	2011	13.75%	0.91	9	6.23	1.74	16.48	19.96%
Saraiva Livr	2010	-20.40%	1.17	10	6.16	1.45	14.97	21.38%
Kepler Weber	2014	6.77%	1.48	13	5.95	0.75	19.34	31.14%
Kepler Weber	2013	-30.42%	0.90	13	5.90	0.84	13.90	16.76%
Kepler Weber	2012	-20.42%	0.55	13	5.92	1.01	12.26	14.32%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Kepler Weber	2011	7.44%	0.67	13	5.93	1.13	11.34	15.98%
Kepler Weber	2010	-15.40%	1.32	12	5.86	1.21	10.26	15.73%
Log-In	2014	-45.85%	0.87	12	6.39	3.07	5.51	16.27%
Log-In	2013	-75.79%	0.97	12	6.39	2.63	6.50	11.49%
Log-In	2012	-33.01%	0.88	12	6.35	2.18	6.20	9.44%
Log-In	2011	-16.56%	0.85	11	6.27	1.30	6.24	8.94%
Log-In	2010	-15.62%	0.90	12	6.19	0.72	7.15	4.84%
Gp Invest	2014	-20.56%	0.53	6	6.57	1.90	8.70	19.18%
Gp Invest	2013	-53.20%	0.56	6	6.63	2.11	7.13	10.90%
Gp Invest	2012	-60.14%	0.71	6	6.84	4.00	7.18	5.12%
Gp Invest	2011	-30.88%	0.48	6	7.13	7.59	5.78	9.82%
Gp Invest	2010	-29.33%	0.63	6	7.07	5.14	7.81	21.70%
JHSF Part	2014	-22.72%	0.58	12	6.82	1.48	5.25	7.86%
JHSF Part	2013	-56.00%	1.00	11	6.73	1.45	5.12	5.11%
JHSF Part	2012	-21.14%	1.31	10	6.58	1.38	2.99	10.01%
JHSF Part	2011	16.46%	0.91	10	6.52	1.11	2.70	16.33%
JHSF Part	2010	-5.26%	0.70	9	6.47	0.99	2.51	12.05%
Wilson Sons	2014	-11.95%	1.09	9	6.50	1.09	19.06	5.63%
Wilson Sons	2013	-45.77%	1.00	9	6.50	1.30	16.90	4.77%
Wilson Sons	2012	-13.89%	1.25	10	6.49	1.45	14.31	2.98%
Wilson Sons	2011	4.68%	1.30	10	6.41	1.20	12.53	5.22%
Wilson Sons	2010	-4.96%	1.29	10	6.35	0.96	10.89	3.79%
Magnesita SA	2014	-25.83%	0.37	14	6.89	1.22	50.77	16.55%
Magnesita SA	2013	-47.81%	0.39	14	6.88	1.10	52.00	12.72%
Magnesita SA	2012	-35.78%	0.42	14	6.86	1.03	47.84	9.77%
Magnesita SA	2011	2.12%	0.46	14	6.86	1.13	45.18	10.50%
Magnesita SA	2010	-26.64%	0.80	14	6.87	1.25	42.63	11.97%
OSX Brasil	2014	-1290.08%	0.68	11	6.94	19.60	-517.76	23.39%
OSX Brasil	2013	-171.71%	0.57	11	7.06	2.35	707.55	4.54%
OSX Brasil	2012	-41.91%	0.81	9	6.97	1.40	1107.35	3.02%
OSX Brasil	2011	-2.10%	0.90	9	6.74	0.56	936.39	14.97%
OSX Brasil	2010	-33.77%	2.39	8	6.48	0.70	852.16	41.69%
Triunfo Part	2014	-50.35%	0.54	11	6.79	2.16	7.47	11.86%
Triunfo Part	2013	-65.12%	0.62	11	6.80	1.65	11.15	6.18%
Triunfo Part	2012	6.30%	0.57	11	6.75	1.66	12.63	7.68%
Triunfo Part	2011	-1.77%	0.63	10	6.65	1.35	9.32	8.67%
Triunfo Part	2010	-17.94%	0.62	9	6.54	1.15	9.39	9.90%
Sao Carlos	2014	-11.05%	1.13	12	6.44	1.12	20.26	10.42%
Sao Carlos	2013	-28.91%	1.47	12	6.43	1.20	18.82	11.07%
Sao Carlos	2012	-1.31%	1.47	12	6.40	1.34	15.63	12.65%
Sao Carlos	2011	10.55%	1.07	12	6.37	1.37	12.85	12.01%
Sao Carlos	2010	-9.64%	0.91	10	6.32	1.21	11.61	14.42%
Rodobensimob	2014	-16.61%	0.38	12	6.39	1.48	18.75	9.32%
Rodobensimob	2013	-60.81%	0.52	12	6.39	1.41	17.57	11.25%
Rodobensimob	2012	-26.48%	0.50	12	6.40	1.54	16.20	8.99%
Rodobensimob	2011	6.52%	0.55	12	6.47	2.03	14.85	15.04%
Rodobensimob	2010	-21.46%	0.62	12	6.43	1.78	13.95	20.86%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Paranapanema	2014	-22.44%	0.31	15	6.74	2.63	3.77	87.70%
Paranapanema	2013	-64.93%	0.45	14	6.73	2.03	4.32	131.36%
Paranapanema	2012	-57.92%	0.27	14	6.72	1.54	4.58	242.11%
Paranapanema	2011	-4.43%	0.42	14	6.72	1.18	5.21	277.07%
Paranapanema	2010	-26.16%	0.54	14	6.69	1.07	5.55	200.30%
Ideiasnet	2014	-73.44%	0.48	15	5.98	6.67	5.64	57.96%
Ideiasnet	2013	-124.54%	0.44	15	6.04	5.78	11.55	49.60%
Ideiasnet	2012	-86.27%	0.54	15	6.04	5.51	10.26	47.52%
Ideiasnet	2011	-7.69%	0.79	15	5.97	3.83	11.64	58.62%
Ideiasnet	2010	-58.60%	0.97	14	5.85	2.58	11.86	46.69%
Portobello	2014	2.66%	1.05	12	6.08	3.75	1.50	13.25%
Portobello	2013	-60.83%	1.18	12	6.00	4.03	1.21	12.12%
Portobello	2012	-2.90%	0.81	12	5.92	5.10	0.80	14.13%
Portobello	2011	36.37%	0.67	12	5.91	7.05	0.51	18.31%
Portobello	2010	-11.19%	0.79	11	5.88	10.33	0.38	17.99%
Fer Heringer	2014	-52.61%	0.40	11	6.57	6.14	9.19	291.56%
Fer Heringer	2013	-140.05%	0.43	10	6.58	5.66	9.02	308.27%
Fer Heringer	2012	-63.66%	0.47	10	6.57	4.97	9.72	234.24%
Fer Heringer	2011	15.95%	0.50	10	6.51	4.22	9.77	173.46%
Fer Heringer	2010	-38.12%	0.54	7	6.44	4.29	8.45	149.64%
Generalshopp	2014	-70.16%	0.43	10	6.54	3.27	25.29	25.39%
Generalshopp	2013	-269.83%	0.56	10	6.41	10.06	2.48	25.79%
Generalshopp	2012	-83.06%	0.64	11	6.32	4.44	4.81	24.74%
Generalshopp	2011	-12.06%	0.62	11	6.24	2.47	6.60	29.43%
Generalshopp	2010	-29.10%	0.52	11	6.17	1.60	7.35	16.86%
Renova	2014	-18.89%	1.18	10	6.73	1.64	7.88	5.82%
Renova	2013	-32.80%	1.40	11	6.60	2.17	4.33	7.80%
Renova	2012	-20.70%	1.32	10	6.45	1.56	4.31	4.73%
Renova	2011	-6.22%	1.92	8	6.15	1.10	3.49	3.36%
Renova	2010	-17.03%	2.33	5	5.73	0.70	2.05	9.20%
Eternit	2014	-3.41%	0.88	13	6.01	0.69	2.88	34.56%
Eternit	2013	-29.25%	1.02	13	6.01	0.67	2.83	36.76%
Eternit	2012	-0.11%	1.12	13	6.00	0.64	2.68	33.56%
Eternit	2011	18.58%	1.23	13	5.98	0.59	2.45	34.15%
Eternit	2010	6.11%	1.25	14	5.96	0.54	2.31	32.70%
Ferbasa	2014	-8.59%	0.52	8	6.22	0.14	14.62	6.65%
Ferbasa	2013	-27.54%	0.71	9	6.23	0.13	13.75	9.73%
Ferbasa	2012	-19.25%	0.52	9	6.23	0.14	13.13	7.01%
Ferbasa	2011	5.02%	0.48	9	6.24	0.16	12.38	2.03%
Ferbasa	2010	-7.14%	0.73	9	6.21	0.14	11.63	20.04%
Positivo Inf	2014	-27.55%	0.30	13	6.33	1.79	7.75	36.78%
Positivo Inf	2013	-70.41%	0.35	13	6.36	1.87	7.50	56.08%
Positivo Inf	2012	-38.19%	0.41	12	6.35	1.68	7.43	49.58%
Positivo Inf	2011	-11.23%	0.49	12	6.35	1.45	7.19	42.67%
Positivo Inf	2010	-19.00%	1.10	12	6.35	1.27	7.97	53.81%
Celesc	2014	5.37%	0.15	10	6.84	1.63	60.76	9.24%
Celesc	2013	-20.50%	0.20	10	6.84	1.73	55.42	5.46%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Celesc	2012	-32.64%	0.28	9	6.85	1.63	49.28	7.39%
Celesc	2011	11.82%	0.33	10	6.86	1.52	56.38	6.06%
Celesc	2010	-7.62%	0.31	9	6.84	1.55	50.31	3.63%
Unipar	2014	-10.72%	0.58	5	6.28	1.13	9.64	14.77%
Unipar	2013	16.20%	0.66	5	6.14	0.95	9.20	16.58%
Unipar	2012	-19.48%	0.39	7	5.97	0.78	4.93	17.31%
Unipar	2011	-0.74%	0.38	6	6.06	1.17	4.57	17.77%
Unipar	2010	-26.80%	0.83	8	6.21	1.98	4.48	11.10%
Inds Romi	2014	-24.52%	0.53	12	6.20	1.10	9.34	3.47%
Inds Romi	2013	-57.27%	0.67	12	6.28	1.37	9.03	3.39%
Inds Romi	2012	-41.98%	0.72	12	6.36	1.61	8.86	4.09%
Inds Romi	2011	-1.04%	0.77	13	6.41	1.67	9.16	2.11%
Inds Romi	2010	-20.11%	0.96	13	6.43	1.60	9.36	3.12%
Dimed	2014	-6.50%	1.47	7	5.89	1.24	68.27	21.45%
Dimed	2013	-28.76%	2.15	8	5.84	1.16	60.65	17.22%
Dimed	2012	-3.85%	1.64	8	5.80	1.18	51.14	27.39%
Dimed	2011	16.76%	1.05	8	5.76	1.20	43.59	37.81%
Dimed	2010	-7.69%	0.91	8	5.72	1.19	37.80	59.04%
Forja Taurus	2014	-255.87%	0.54	10	6.11	9.80	3.23	64.64%
Forja Taurus	2013	-170.59%	0.68	11	6.16	5.57	12.45	59.49%
Forja Taurus	2012	-99.29%	0.66	11	6.17	3.22	17.21	42.86%
Forja Taurus	2011	8.60%	0.54	10	6.17	1.69	27.75	31.50%
Forja Taurus	2010	-17.55%	0.75	8	6.14	1.26	26.01	22.61%
Viver	2014	-183.23%	0.52	14	6.32	8.02	22.34	18.62%
Viver	2013	-193.54%	0.52	13	6.46	4.05	91.93	27.15%
Viver	2012	-104.38%	0.55	13	6.58	2.55	175.93	17.60%
Viver	2011	-12.46%	0.63	13	6.60	1.64	352.57	13.01%
Viver	2010	-21.76%	0.60	12	6.52	1.33	392.85	6.84%
Tecnosolo	2014	-45.24%	0.29	4	5.41	14.53	2.56	0.67%
Tecnosolo	2013	-121.50%	0.31	4	5.36	21.69	1.73	0.27%
Tecnosolo	2012	-226.62%	0.45	4	5.35	3.40	0.71	15.42%
Tecnosolo	2011	11.82%	0.64	4	5.39	2.81	11.01	24.63%
Tecnosolo	2010	-62.53%	0.91	4	5.37	4.69	3.59	42.20%
Brasilagro	2014	-13.71%	0.68	13	5.98	0.35	10.30	109.30%
Brasilagro	2013	-25.65%	0.77	13	5.98	0.31	10.04	47.07%
Brasilagro	2012	-17.40%	0.72	13	5.99	0.26	9.81	93.06%
Brasilagro	2011	2.38%	0.75	12	6.01	0.40	10.04	6.65%
Brasilagro	2010	-18.45%	0.62	12	6.02	0.35	7.69	16.93%
Sanepar	2014	-7.31%	0.60	8	6.93	0.94	7.98	4.76%
Sanepar	2013	-17.76%	0.64	8	6.91	1.16	7.48	4.39%
Sanepar	2012	0.63%	0.70	9	6.89	1.47	5.87	5.24%
Sanepar	2011	7.99%	0.48	8	6.88	1.42	5.58	5.45%
Sanepar	2010	-9.39%	0.39	7	6.88	1.41	5.26	5.67%
Pomifrutas	2014	-46.48%	0.62	12	5.19	2.77	4.00	19.71%
Pomifrutas	2013	-40.92%	0.73	12	5.26	3.41	5.17	21.81%
Pomifrutas	2012	-96.08%	0.71	12	5.35	3.51	3.73	19.72%
Pomifrutas	2011	-42.32%	0.69	12	5.43	2.63	8.51	22.39%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Pomifrutas	2010	-79.85%	0.98	12	5.37	1.71	10.67	34.74%
Grazziotin	2014	-1.68%	0.57	5	5.81	0.46	18.30	16.68%
Grazziotin	2013	-20.59%	0.64	6	5.78	0.44	16.33	14.75%
Grazziotin	2012	-18.05%	0.65	6	5.77	0.45	14.64	18.72%
Grazziotin	2011	9.96%	0.57	6	5.76	0.45	13.44	16.06%
Grazziotin	2010	-8.12%	0.76	6	5.67	0.41	12.78	17.54%
Eucatex	2014	-11.86%	0.33	6	6.36	0.67	12.62	17.52%
Eucatex	2013	-35.92%	0.46	6	6.36	0.67	12.37	12.85%
Eucatex	2012	-16.64%	0.54	5	6.36	0.69	11.60	18.12%
Eucatex	2011	5.58%	0.50	5	6.37	0.72	10.82	16.57%
Eucatex	2010	-8.43%	0.51	6	6.33	0.69	10.14	9.17%
Vulcabras	2014	-154.97%	0.85	10	6.18	11.93	0.33	22.81%
Vulcabras	2013	-490.91%	0.88	9	6.22	18.58	0.72	22.31%
Vulcabras	2012	-431.12%	1.00	7	6.29	12.05	0.08	22.77%
Vulcabras	2011	-79.55%	1.30	9	6.35	3.20	3.04	22.64%
Vulcabras	2010	-21.88%	1.30	9	6.38	2.33	7.56	20.21%
Cremer	2014	-14.77%	0.92	10	5.94	2.04	5.85	19.04%
Cremer	2013	-48.20%	0.90	11	5.96	1.68	6.74	15.06%
Cremer	2012	-32.07%	0.89	11	6.02	1.72	6.70	9.57%
Cremer	2011	3.62%	0.88	11	5.97	1.27	7.32	13.08%
Cremer	2010	-8.44%	1.24	13	5.83	0.87	7.02	12.56%
Csu Cardsyst	2014	-18.37%	0.50	12	5.62	1.24	3.86	14.58%
Csu Cardsyst	2013	-46.29%	0.60	12	5.63	1.17	3.66	12.44%
Csu Cardsyst	2012	-14.80%	0.66	11	5.65	1.14	3.62	11.14%
Csu Cardsyst	2011	11.42%	0.81	11	5.66	1.12	3.31	15.90%
Csu Cardsyst	2010	-1.43%	1.41	11	5.64	1.09	3.21	17.03%
J B Duarte	2014	-49.03%	0.14	3	5.16	1.94	72.33	3.33%
J B Duarte	2013	-47.15%	0.19	3	5.17	2.05	152.27	1.59%
J B Duarte	2012	-39.10%	0.37	3	5.17	2.66	251.64	2.72%
J B Duarte	2011	-30.59%	0.31	3	5.13	2.98	275.22	1.52%
J B Duarte	2010	-145.85%	0.41	3	5.20	1.54	382.71	0.92%
Springs	2014	-25.25%	0.36	10	6.46	1.21	21.56	29.88%
Springs	2013	-60.14%	0.48	8	6.49	1.08	22.88	27.28%
Springs	2012	-49.76%	0.46	10	6.53	1.14	24.21	21.15%
Springs	2011	-29.10%	0.43	10	6.58	0.89	33.35	23.61%
Springs	2010	-29.53%	0.37	10	6.60	0.59	45.37	27.25%
Trisul	2014	-19.51%	0.59	9	6.14	1.30	6.51	6.34%
Trisul	2013	-74.13%	0.74	9	6.23	1.73	6.24	9.33%
Trisul	2012	-40.12%	0.60	9	6.32	2.31	5.95	9.00%
Trisul	2011	-8.99%	0.67	10	6.39	2.59	5.66	11.47%
Trisul	2010	-25.75%	0.67	9	6.33	1.97	6.15	10.53%
Cyre Com-Ccp	2014	-27.25%	1.01	13	6.64	4.06	9.35	5.38%
Cyre Com-Ccp	2013	-58.38%	1.24	13	6.49	2.73	8.45	3.87%
Cyre Com-Ccp	2012	-5.88%	1.53	13	6.34	1.87	7.60	9.53%
Cyre Com-Ccp	2011	20.01%	1.17	13	6.27	1.70	6.21	12.46%
Cyre Com-Ccp	2010	-3.15%	1.32	13	6.17	1.27	5.44	11.08%
Whirlpool	2014	4.75%	0.83	5	6.88	1.93	1.33	183.98%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Whirlpool	2013	-32.11%	0.88	4	6.89	1.87	1.56	178.21%
Whirlpool	2012	-17.51%	0.80	5	6.87	2.00	1.35	97.26%
Whirlpool	2011	22.33%	0.92	4	6.85	2.01	1.14	84.07%
Whirlpool	2010	-4.11%	1.06	5	6.84	1.79	1.09	60.37%
GPC Part	2014	-191.93%	0.55	8	5.91	21.64	0.05	16.62%
GPC Part	2013	-237.51%	0.49	9	5.94	6.78	0.12	26.66%
GPC Part	2012	-86.89%	0.53	9	5.99	3.62	0.38	24.76%
GPC Part	2011	-32.48%	0.58	9	6.03	3.65	0.51	28.72%
GPC Part	2010	-71.92%	0.54	10	6.01	4.60	0.72	30.73%
Metalfrio	2014	-87.55%	0.34	13	6.14	4.77	11.45	55.38%
Metalfrio	2013	-100.20%	0.38	13	6.14	3.27	18.26	36.44%
Metalfrio	2012	-43.24%	0.39	12	6.11	2.78	19.34	33.06%
Metalfrio	2011	1.89%	0.59	12	6.11	2.33	18.05	50.64%
Metalfrio	2010	-8.46%	0.71	12	6.08	1.80	21.90	33.53%
Schulz	2014	-16.34%	0.78	5	6.06	1.60	6.25	19.97%
Schulz	2013	-61.71%	0.99	5	6.06	1.70	5.62	24.14%
Schulz	2012	-37.44%	0.92	5	6.05	1.83	4.94	23.49%
Schulz	2011	18.65%	1.07	5	6.03	1.91	4.42	22.89%
Schulz	2010	-24.01%	1.08	5	5.96	2.29	3.83	17.79%
Coteminas	2014	-35.65%	0.51	8	6.58	2.27	31.60	29.01%
Coteminas	2013	-73.54%	0.55	8	6.60	2.05	32.51	23.08%
Coteminas	2012	-50.59%	0.50	7	6.63	1.84	36.42	18.39%
Coteminas	2011	-20.05%	0.49	5	6.67	1.46	41.78	17.74%
Coteminas	2010	-30.66%	0.42	5	6.68	1.14	51.12	22.24%
Jereissati	2014	-35.89%	0.68	8	6.83	2.50	16.49	13.83%
Jereissati	2013	-68.81%	0.38	6	7.16	5.75	18.05	3.45%
Jereissati	2012	-111.74%	0.55	8	7.35	9.20	17.46	11.41%
Jereissati	2011	59.21%	0.46	7	7.42	12.68	17.41	12.21%
Jereissati	2010	-79.20%	0.56	7	7.42	16.51	11.30	13.35%
Lix da Cunha	2014	-28.37%	0.15	5	5.54	5.13	4.46	19.69%
Lix da Cunha	2013	-191.91%	0.07	5	5.61	6.41	3.63	48.62%
Lix da Cunha	2012	-99.67%	0.08	5	5.65	5.84	3.77	55.48%
Lix da Cunha	2011	1.00%	0.11	5	5.69	5.47	4.42	70.08%
Lix da Cunha	2010	-66.27%	0.14	5	5.72	5.28	4.47	140.40%
Metisa	2014	-10.84%	0.31	8	5.65	1.01	21.00	12.50%
Metisa	2013	-31.01%	0.54	8	5.58	0.68	19.76	18.14%
Metisa	2012	-15.11%	0.70	8	5.56	0.60	18.32	43.90%
Metisa	2011	8.50%	1.08	8	5.58	0.69	17.01	22.88%
Metisa	2010	-13.05%	1.21	8	5.50	0.61	16.04	14.96%
Cemar	2014	4.40%	0.90	8	6.68	1.68	10.07	25.46%
Cemar	2013	-16.11%	0.86	8	6.66	1.78	8.41	15.11%
Cemar	2012	12.06%	0.81	9	6.64	2.00	7.47	13.01%
Cemar	2011	22.60%	0.83	8	6.61	2.08	5.87	11.22%
Cemar	2010	7.24%	0.89	8	6.60	2.28	5.53	11.31%
Plascar Part	2014	-59.56%	0.58	11	6.03	2.09	52.30	27.83%
Plascar Part	2013	-98.66%	0.59	11	6.09	1.65	66.01	27.62%
Plascar Part	2012	-68.00%	0.67	11	6.11	1.81	87.84	39.49%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Plascar Part	2011	5.58%	0.90	9	6.12	2.42	85.01	32.84%
Plascar Part	2010	-41.36%	1.08	9	6.08	1.89	79.84	25.02%
Brasmotor	2014	16.45%	2.42	3	6.07	0.01	3.15	15.76%
Brasmotor	2013	1.48%	2.47	4	6.10	0.01	3.71	12.80%
Brasmotor	2012	6.06%	2.39	4	6.06	0.01	3.22	32.43%
Brasmotor	2011	17.94%	3.02	5	6.04	0.01	2.74	10.65%
Brasmotor	2010	12.08%	3.54	5	6.06	0.01	2.62	32.11%
Cr2	2014	-28.23%	0.42	11	5.78	0.49	6.66	34.15%
Cr2	2013	-64.50%	0.60	11	5.90	0.68	7.37	27.98%
Cr2	2012	-35.94%	0.60	10	5.99	0.82	8.02	24.87%
Cr2	2011	-1.03%	0.66	10	6.05	0.97	8.55	17.47%
Cr2	2010	-14.43%	0.57	10	6.07	1.02	8.64	15.44%
Bardella	2014	-24.66%	0.29	8	5.96	1.25	210.71	17.68%
Bardella	2013	-61.58%	0.30	8	5.98	1.03	219.83	21.20%
Bardella	2012	-35.15%	0.30	7	6.03	0.92	249.49	17.93%
Bardella	2011	5.11%	0.35	7	6.10	1.02	273.79	21.33%
Bardella	2010	-27.89%	0.36	7	6.14	1.76	284.74	26.09%
Coelba	2014	-1.43%	0.99	7	6.97	2.02	14.81	29.40%
Coelba	2013	-12.39%	1.33	7	6.96	1.86	13.24	23.73%
Coelba	2012	11.11%	1.73	7	6.94	1.67	14.10	17.55%
Coelba	2011	27.56%	1.68	7	6.91	1.46	12.21	21.46%
Coelba	2010	22.85%	1.53	6	6.88	1.43	12.64	21.74%
Mundial	2014	-384.75%	0.18	10	6.02	38.09	3.04	12.16%
Mundial	2013	-438.54%	0.21	9	6.05	25.41	14.74	15.17%
Mundial	2012	-210.88%	0.27	10	6.07	23.61	12.83	13.78%
Mundial	2011	-49.03%	0.44	10	6.09	12.31	16.64	17.82%
Mundial	2010	-71.26%	0.27	6	6.11	8.92	38.67	14.35%
Wlm Ind Com	2014	-13.63%	0.69	5	5.88	0.32	13.29	17.69%
Wlm Ind Com	2013	-30.38%	0.51	6	5.93	0.39	13.16	19.94%
Wlm Ind Com	2012	-14.54%	0.61	5	5.91	0.27	13.51	15.57%
Wlm Ind Com	2011	4.77%	0.46	6	5.90	0.26	12.76	28.55%
Wlm Ind Com	2010	-8.75%	0.36	6	5.89	0.32	11.97	40.50%
Cristal	2014	-27.80%	0.79	7	5.80	0.38	15.63	11.35%
Cristal	2013	-33.61%	0.90	6	5.86	0.40	18.15	10.89%
Cristal	2012	-12.74%	0.89	5	5.86	0.40	17.76	26.33%
Cristal	2011	5.68%	0.56	5	5.83	0.33	16.18	21.81%
Cristal	2010	-28.43%	0.69	5	5.85	0.31	15.07	14.27%
Evora	2014	-21.23%	0.74	6	6.46	2.08	46.81	11.44%
Evora	2013	-25.75%	0.81	6	6.46	2.26	41.74	10.74%
Evora	2012	5.64%	0.72	6	6.44	2.76	36.70	13.09%
Evora	2011	20.06%	0.72	6	6.26	2.24	28.18	11.62%
Evora	2010	10.02%	1.02	6	5.98	1.06	21.07	9.78%
Celul Irani	2014	-10.09%	0.67	8	6.29	2.36	3.03	50.42%
Celul Irani	2013	-52.93%	0.49	8	6.25	2.00	2.97	31.81%
Celul Irani	2012	-27.73%	0.44	8	6.20	1.60	2.87	40.97%
Celul Irani	2011	-0.45%	0.41	8	6.21	1.50	2.89	130.06%
Celul Irani	2010	-19.80%	0.64	5	6.09	2.01	2.89	69.22%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Metal Iguacu	2014	-54.35%	1.20	4	4.94	2.62	85.85	11.21%
Metal Iguacu	2013	-116.81%	1.51	4	4.98	1.22	109.00	11.25%
Metal Iguacu	2012	-34.65%	1.76	4	5.00	0.58	219.05	12.19%
Metal Iguacu	2011	-0.44%	2.50	4	5.00	0.46	235.77	10.07%
Metal Iguacu	2010	-27.18%	2.35	4	5.03	0.63	231.92	14.65%
Ger Paranap	2014	-1.42%	1.44	5	6.69	0.94	19.80	7.31%
Ger Paranap	2013	-6.39%	1.57	6	6.73	0.77	25.66	11.00%
Ger Paranap	2012	-3.42%	1.52	6	6.76	0.62	26.13	11.00%
Ger Paranap	2011	4.73%	0.97	6	6.82	0.53	29.92	9.76%
Ger Paranap	2010	-10.20%	0.95	6	6.78	0.51	34.46	13.48%
Dohler	2014	-7.21%	0.43	4	5.85	0.32	7.78	9.05%
Dohler	2013	-30.74%	0.29	4	5.85	0.33	7.27	3.49%
Dohler	2012	-19.99%	0.20	4	5.85	0.32	6.80	6.89%
Dohler	2011	2.76%	0.35	4	5.86	0.30	6.63	9.16%
Dohler	2010	-18.91%	0.23	4	5.77	0.27	6.39	4.80%
AES Elpa	2014	-42.50%	0.40	8	7.14	6.94	14.83	50.16%
AES Elpa	2013	-58.67%	0.39	8	7.15	5.67	16.38	29.28%
AES Elpa	2012	-38.18%	0.58	8	7.18	4.90	19.17	32.78%
AES Elpa	2011	19.70%	0.68	8	7.23	4.84	21.37	22.38%
AES Elpa	2010	5.40%	0.56	8	7.27	6.26	21.72	18.24%
Cambuci	2014	-16.47%	0.78	9	5.50	10.31	0.79	18.38%
Cambuci	2013	-181.67%	0.80	8	5.52	10.22	0.46	14.76%
Cambuci	2012	-128.42%	0.84	7	5.52	6.08	0.79	13.17%
Cambuci	2011	20.95%	0.98	7	5.46	4.51	1.09	14.78%
Cambuci	2010	-42.25%	0.98	7	5.41	5.08	0.93	13.49%
Energisa	2014	-16.37%	0.62	7	7.15	5.43	1.54	9.67%
Energisa	2013	-21.85%	0.93	7	6.82	2.22	1.48	3.97%
Energisa	2012	-3.60%	0.88	7	6.79	2.34	1.38	2.06%
Energisa	2011	13.53%	0.93	6	6.74	2.16	1.21	6.90%
Energisa	2010	-8.73%	0.87	5	6.73	2.64	1.10	13.17%
Joao Fortes	2014	-61.05%	0.73	13	6.59	2.79	3.56	5.30%
Joao Fortes	2013	-101.86%	0.70	13	6.57	2.96	5.05	7.25%
Joao Fortes	2012	-50.02%	0.79	11	6.46	3.33	4.69	6.22%
Joao Fortes	2011	18.10%	1.03	12	6.32	3.22	3.91	6.55%
Joao Fortes	2010	-3.72%	1.55	13	6.13	2.25	3.20	6.88%
Aco Altona	2014	-23.03%	0.31	6	5.50	2.76	32.67	7.06%
Aco Altona	2013	-67.29%	0.35	6	5.51	2.91	30.68	2.84%
Aco Altona	2012	-42.95%	0.35	6	5.51	3.15	28.06	14.08%
Aco Altona	2011	19.45%	0.34	7	5.52	3.72	24.64	9.71%
Aco Altona	2010	-126.48%	0.42	7	5.45	15.38	20.36	28.57%
Bahema	2014	-1.93%	0.56	9	4.72	0.20	5.55	16.35%
Bahema	2013	-25.74%	0.62	9	4.80	0.09	6.75	20.47%
Bahema	2012	-25.92%	0.34	9	4.92	0.17	8.46	15.42%
Bahema	2011	-8.81%	0.34	9	5.07	0.33	9.44	15.95%
Bahema	2010	64.58%	2.00	9	5.16	0.67	11.17	17.45%
Pettenati	2014	-19.04%	0.53	6	5.61	1.86	2.59	11.28%
Pettenati	2013	-60.23%	0.47	6	5.60	1.73	2.47	23.34%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Pettenati	2012	-43.22%	0.43	5	5.62	1.65	2.42	32.35%
Pettenati	2011	-6.84%	0.44	5	5.65	1.58	2.48	16.50%
Pettenati	2010	-33.88%	0.44	4	5.62	1.49	2.60	16.23%
Excelsior	2014	23.98%	1.09	6	4.74	1.26	4.64	21.49%
Excelsior	2013	18.53%	1.20	6	4.71	2.32	3.25	26.08%
Excelsior	2012	15.20%	0.70	7	4.71	5.35	1.58	28.10%
Excelsior	2011	74.00%	0.60	7	4.68	10.34	0.79	27.44%
Excelsior	2010	-146.19%	0.77	7	4.62	5.41	0.38	21.18%
Dtcom Direct	2014	-86.45%	1.62	5	4.27	3.83	0.05	0.61%
Dtcom Direct	2013	-118.08%	1.64	5	4.30	2.71	0.07	0.50%
Dtcom Direct	2012	-47.85%	2.57	5	4.32	2.33	0.09	7.44%
Dtcom Direct	2011	-26.10%	3.74	4	4.36	2.09	0.08	0.88%
Dtcom Direct	2010	-108.06%	4.99	4	4.32	7.01	0.10	0.93%
Emae	2014	-16.43%	0.19	8	6.12	0.55	18.42	10.86%
Emae	2013	-12.91%	0.20	7	6.14	0.57	20.69	8.18%
Emae	2012	-32.07%	0.26	7	6.16	0.55	17.50	8.41%
Emae	2011	-9.27%	0.21	7	6.20	0.43	20.89	11.62%
Emae	2010	-14.46%	0.23	9	6.23	0.40	22.00	9.78%
Alfa Holding	2014	-8.71%	0.38	4	5.96	0.01	9.18	26.99%
Alfa Holding	2013	-13.23%	0.46	3	5.96	0.01	8.76	30.81%
Alfa Holding	2012	-12.98%	0.50	3	5.96	0.01	8.32	28.00%
Alfa Holding	2011	2.67%	0.59	3	5.95	0.01	7.70	30.04%
Alfa Holding	2010	-5.14%	0.72	4	5.94	0.01	7.14	28.75%
Energisa Mt	2014	-11.65%	0.41	8	6.68	2.80	7.73	44.35%
Energisa Mt	2013	-72.73%	0.43	6	6.67	2.63	6.87	37.59%
Energisa Mt	2012	-25.88%	0.47	6	6.69	1.92	10.42	54.90%
Energisa Mt	2011	8.41%	0.52	5	6.68	1.81	10.75	63.35%
Energisa Mt	2010	-21.65%	0.56	5	6.70	1.74	9.83	105.91%
Nutriplant	2014	-51.02%	0.32	7	5.06	2.44	203.16	15.75%
Nutriplant	2013	-76.91%	0.27	8	5.10	2.19	248.76	55.92%
Nutriplant	2012	-4.02%	0.47	9	4.99	3.36	262.98	54.76%
Nutriplant	2011	-131.84%	0.60	12	4.83	5.68	38.14	65.64%
Nutriplant	2010	-88.73%	0.52	11	4.87	2.30	230.79	83.57%
Sondotecnica	2014	-3.17%	0.50	6	5.13	0.37	29.94	11.55%
Sondotecnica	2013	-12.69%	0.24	6	5.34	0.46	38.99	10.61%
Sondotecnica	2012	69.91%	0.63	5	5.31	0.48	58.83	11.86%
Sondotecnica	2011	4.71%	0.97	5	5.09	0.33	27.83	15.50%
Sondotecnica	2010	-5.14%	0.64	5	5.09	0.33	26.03	17.93%
Santanense	2014	-17.43%	0.63	3	5.70	0.58	6.91	100.51%
Santanense	2013	-28.49%	0.73	3	5.67	0.43	6.93	70.20%
Santanense	2012	-12.92%	0.59	4	5.65	0.44	6.24	29.57%
Santanense	2011	8.33%	0.52	4	5.66	0.54	5.63	0.02%
Santanense	2010	-13.11%	0.54	4	5.63	0.46	5.14	0.94%
Elektro	2014	3.86%	0.85	7	6.79	1.43	11.46	1.18%
Elektro	2013	-11.12%	1.10	7	6.76	1.30	10.59	2.39%
Elektro	2012	1.86%	1.53	7	6.72	1.42	9.99	1.29%
Elektro	2011	31.33%	1.52	5	6.67	1.43	7.06	0.26%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Elektro	2010	12.74%	1.80	6	6.69	1.61	7.06	0.89%
Mont Aranha	2014	1.27%	1.12	8	6.19	0.07	105.21	2.63%
Mont Aranha	2013	-11.32%	1.04	8	6.21	0.07	96.15	3.01%
Mont Aranha	2012	-6.96%	0.70	8	6.23	0.08	109.36	10.61%
Mont Aranha	2011	11.69%	0.74	8	6.20	0.06	98.12	24.82%
Mont Aranha	2010	0.71%	0.98	8	6.10	0.02	91.77	23.23%
Ceb	2014	-88.35%	0.23	5	6.48	9.49	19.28	1.65%
Ceb	2013	-70.05%	0.25	7	6.48	4.35	33.58	5.82%
Ceb	2012	-18.13%	0.33	7	6.48	3.14	64.45	3.75%
Ceb	2011	2.89%	0.39	5	6.48	3.26	56.44	2.45%
Ceb	2010	-32.68%	0.40	6	6.48	3.70	53.36	0.61%
Bic Monark	2014	-10.46%	-0.17	6	5.39	0.14	395.77	18.94%
Bic Monark	2013	-36.78%	-0.13	6	5.44	0.17	402.89	13.50%
Bic Monark	2012	-17.07%	-0.20	6	5.51	0.21	423.93	12.47%
Bic Monark	2011	5.43%	-0.22	6	5.72	0.40	451.29	16.99%
Bic Monark	2010	43.42%	0.13	6	5.73	0.39	698.95	13.55%
Tekno	2014	-13.34%	0.57	8	5.46	0.12	72.99	18.71%
Tekno	2013	-24.17%	0.68	8	5.49	0.12	74.97	19.51%
Tekno	2012	-13.80%	0.44	8	5.54	0.16	75.90	17.85%
Tekno	2011	8.13%	0.27	8	5.58	0.19	77.80	21.93%
Tekno	2010	-11.16%	0.31	8	5.55	0.16	75.42	19.15%
Eletropar	2014	-13.04%	3.48	9	5.26	0.08	11.98	1.88%
Eletropar	2013	-15.90%	3.10	8	5.32	0.11	12.06	1.72%
Eletropar	2012	-5.99%	2.42	5	5.45	0.17	13.74	1.46%
Eletropar	2011	7.58%	2.19	4	5.50	0.19	17.18	1.83%
Eletropar	2010	0.61%	2.80	5	5.39	0.11	15.24	2.61%
Celpe	2014	-8.57%	0.61	7	6.68	1.57	21.29	8.40%
Celpe	2013	-21.47%	0.65	7	6.68	1.46	20.76	9.39%
Celpe	2012	-18.79%	0.91	6	6.72	1.50	20.92	10.43%
Celpe	2011	13.88%	1.12	8	6.74	1.45	21.54	8.46%
Celpe	2010	7.82%	1.20	8	6.73	1.45	20.79	6.92%
Fibam	2014	-71.97%	0.53	4	4.97	3.36	23.62	12.18%
Fibam	2013	-88.21%	0.79	4	4.97	2.50	26.82	13.06%
Fibam	2012	-55.50%	0.85	5	5.01	1.94	32.23	10.94%
Fibam	2011	-1.36%	0.86	4	5.06	1.67	40.68	11.21%
Fibam	2010	-18.30%	1.04	4	5.07	1.57	43.91	8.80%
Habitasul	2014	-20.88%	0.13	4	6.19	1.63	52.86	20.26%
Habitasul	2013	-30.60%	0.11	4	6.22	1.59	55.56	15.04%
Habitasul	2012	-36.18%	0.10	4	6.24	1.53	55.66	14.36%
Habitasul	2011	-1.91%	0.10	4	6.26	1.46	57.40	20.45%
Habitasul	2010	-15.52%	0.11	4	6.17	2.22	57.36	19.66%
Sultepa	2014	-52.25%	0.17	4	6.09	4.39	14.58	35.67%
Sultepa	2013	-131.79%	0.17	4	6.08	3.53	15.97	50.22%
Sultepa	2012	-69.05%	0.21	4	6.09	2.76	17.76	65.25%
Sultepa	2011	-1.71%	0.21	4	6.13	2.50	21.50	62.39%
Sultepa	2010	-30.20%	0.20	4	6.13	2.55	21.65	47.60%
Contax	2014	-30.64%	0.75	9	6.49	5.33	116.76	27.00%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Contax	2013	-76.05%	0.89	9	6.51	4.47	126.75	16.03%
Contax	2012	-50.34%	0.86	7	6.53	4.19	153.66	25.88%
Contax	2011	5.18%	0.82	7	6.45	3.38	153.50	31.73%
Contax	2010	-5.64%	1.23	6	6.27	2.30	141.14	28.38%
Josapar	2014	-23.41%	0.52	6	6.21	2.53	39.40	8.72%
Josapar	2013	-53.11%	0.49	6	6.20	2.44	34.05	6.21%
Josapar	2012	-19.29%	0.48	6	6.17	2.03	36.01	7.04%
Josapar	2011	2.45%	0.51	7	6.15	1.89	33.70	9.00%
Josapar	2010	-19.83%	0.57	8	6.06	1.93	32.60	9.70%
Springer	2014	-33.95%	0.21	5	5.20	0.40	0.69	23.38%
Springer	2013	-52.61%	0.09	5	5.29	0.40	0.82	14.66%
Springer	2012	-31.73%	0.05	5	5.40	0.53	0.93	15.74%
Springer	2011	38.95%	0.55	5	5.39	0.58	1.02	16.75%
Springer	2010	-24.50%	0.49	5	5.36	0.61	0.76	14.41%
Par Al Bahia	2014	-11.96%	0.24	5	5.88	0.31	36.81	53.55%
Par Al Bahia	2013	-31.83%	0.18	6	5.93	0.29	40.10	8.88%
Par Al Bahia	2012	-22.27%	0.07	6	5.98	0.31	42.71	21.32%
Par Al Bahia	2011	-3.32%	0.04	7	6.05	0.35	43.51	26.42%
Par Al Bahia	2010	-17.09%	0.12	6	6.06	0.26	48.14	20.93%
Ampla Energ	2014	-8.35%	0.99	8	6.85	1.35	26.44	13.14%
Ampla Energ	2013	-5.65%	1.10	8	6.84	1.42	25.30	12.21%
Ampla Energ	2012	5.46%	1.45	8	6.82	1.68	20.93	15.34%
Ampla Energ	2011	9.41%	1.53	8	6.80	1.79	16.68	16.82%
Ampla Energ	2010	-10.34%	1.64	8	6.82	2.00	16.15	7.71%
Alfa Consorc	2014	-2.05%	-0.18	3	6.50	2.03	12.37	29.85%
Alfa Consorc	2013	-31.89%	-0.09	2	6.76	4.42	11.74	13.44%
Alfa Consorc	2012	-35.19%	-0.15	2	6.89	6.45	11.12	13.40%
Alfa Consorc	2011	6.13%	-0.09	3	6.85	5.93	10.26	14.74%
Alfa Consorc	2010	-28.57%	0.19	3	6.88	6.62	9.47	11.99%
Itautec	2014	-70.16%	0.53	7	5.79	2.95	9.76	32.58%
Itautec	2013	-177.33%	0.49	7	6.06	1.59	13.39	29.99%
Itautec	2012	-35.62%	0.36	7	6.17	1.09	46.59	28.24%
Itautec	2011	6.39%	0.28	8	6.20	1.15	46.15	36.73%
Itautec	2010	-30.86%	0.60	8	6.25	1.36	44.11	27.56%
Cosern	2014	7.21%	1.08	7	6.35	1.21	4.89	10.23%
Cosern	2013	-2.03%	1.16	7	6.36	1.11	5.28	5.28%
Cosern	2012	11.93%	1.61	7	6.36	1.14	4.95	5.58%
Cosern	2011	26.47%	1.71	8	6.35	1.13	4.58	9.25%
Cosern	2010	16.99%	1.38	8	6.35	1.31	4.28	7.29%
Cedro	2014	-25.33%	0.60	8	5.91	1.30	29.23	18.61%
Cedro	2013	-51.62%	0.56	9	5.92	1.19	30.39	20.68%
Cedro	2012	-30.02%	0.56	8	5.92	1.16	29.71	24.85%
Cedro	2011	2.37%	0.63	8	5.94	1.17	28.95	24.39%
Cedro	2010	-23.76%	0.59	8	5.85	1.02	28.41	34.75%
Ceee-Gt	2014	-31.31%	-0.03	10	6.56	0.94	3.73	14.06%
Ceee-Gt	2013	-31.79%	-0.03	10	6.63	0.71	4.47	14.19%
Ceee-Gt	2012	-21.32%	0.24	10	6.69	0.68	5.85	9.80%

(continua)

Empresa	Ano	TLE	Qtobin	IGC	LOGAT	END	VPA	Ki
Ceee-Gt	2011	-0.20%	0.37	10	6.73	0.73	5.60	5.76%
Ceee-Gt	2010	-11.40%	0.46	10	6.74	0.74	5.85	16.06%
Elekeiroz	2014	-22.07%	0.46	7	5.93	0.48	14.77	3.96%
Elekeiroz	2013	-29.00%	0.44	7	5.94	0.44	16.01	5.33%
Elekeiroz	2012	-24.94%	0.44	7	5.95	0.40	15.12	6.73%
Elekeiroz	2011	0.01%	0.54	7	5.96	0.36	15.14	6.19%
Elekeiroz	2010	-11.78%	0.72	6	5.96	0.34	14.80	6.08%
Nadir Figuei	2014	-18.70%	0.53	6	5.92	1.39	21.11	6.76%
Nadir Figuei	2013	-61.70%	0.64	6	5.95	1.38	21.93	6.77%
Nadir Figuei	2012	-27.94%	0.56	6	5.96	1.31	22.21	8.34%
Nadir Figuei	2011	4.10%	0.47	6	5.91	0.86	21.92	11.98%
Nadir Figuei	2010	-12.97%	0.54	6	5.79	0.62	23.26	12.47%
Trevisa	2014	-12.03%	0.52	7	5.24	0.73	24.91	21.05%
Trevisa	2013	-20.15%	0.62	7	5.24	0.67	24.40	14.03%
Trevisa	2012	-22.10%	0.48	7	5.26	0.68	23.67	15.09%
Trevisa	2011	4.53%	0.56	8	5.28	0.75	22.83	22.61%
Trevisa	2010	-10.40%	0.76	7	5.21	1.13	21.31	28.51%

(conclusão)

APÊNDICE C - VALORES DAS VARIÁVEIS DO MODELO

Nº	Empresa	Ticker	IGC 2014	IGC 2013	IGC 2012	IGC 2011	IGC 2010
1	Petrobras	PETR4	9	10	10	10	9
2	Vale	VALE5	7	7	7	7	6
3	Ambev S/A	ABEV3	8	8	7	6	6
4	Cielo	CIEL3	11	11	11	10	11
5	Itausa	ITSA4	7	8	8	8	7
6	BRF SA	BRFS3	12	12	12	12	13
7	P.Acucar-Cbd	PCAR4	6	5	6	6	6
8	Gerdau	GGBR4	9	9	9	9	8
9	Estacio Part	ESTC3	12	12	12	12	12
10	CCR SA	CCRO3	11	11	11	10	12
11	Cemig	CMIG4	7	8	7	8	7
12	Sid Nacional	CSNA3	7	10	9	8	10
13	Usiminas	USIM5	8	9	9	9	8
14	Tim Part S/A	TIMP3	11	11	11	11	7
15	JBS	JBSS3	13	12	11	13	10
16	Telef Brasil	VIVT4	5	5	5	5	5
17	BR Malls Par	BRML3	13	13	13	13	12
18	Lojas Renner	LREN3	15	15	15	14	14
19	Cosan	CSAN3	9	8	9	10	10
20	Natura	NATU3	11	11	11	11	11
21	Embraer	EMBR3	13	13	13	13	13
22	Suzano Papel	SUZB5	7	7	7	7	7
23	Hypermarcas	HYPE3	11	11	13	13	13
24	Cyrela Realt	CYRE3	11	11	11	11	11
25	Localiza	RENT3	12	12	12	11	11
26	Fibria	FIBR3	11	11	14	14	14
27	Cia Hering	HGTX3	12	12	12	12	12
28	BR Propert	BRPR3	12	12	12	12	13
29	Multiplan	MULT3	11	11	10	10	10
30	Lojas Americ	LAME4	8	8	8	8	9
31	Sabesp	SBSP3	11	11	11	11	10
32	Bradespar	BRAP4	7	8	8	8	8
33	Cesp	CESP6	7	8	8	9	7
34	MRV	MRVE3	12	12	11	11	11
35	Tractebel	TBLE3	12	12	11	11	11
36	Braskem	BRKM5	7	7	7	7	6
37	PDG Realt	PDGR3	12	12	12	12	11
38	CPFL Energia	CPFE3	13	12	12	12	12
39	RaiaDrogasil	RADL3	11	11	11	11	11
40	Totvs	TOTS3	12	12	12	11	11
41	Ecorodovias	ECOR3	10	11	11	11	11
42	Copel	CPLE6	8	8	8	8	10
43	Equatorial	EQTL3	12	12	12	11	11

(continua)

Nº	Empresa	Ticker	IGC 2014	IGC 2013	IGC 2012	IGC 2011	IGC 2010
44	Gerda Met	GOAU4	9	9	9	9	8
45	Duralex	DTEX3	11	11	11	12	12
46	Energias BR	ENBR3	14	13	13	13	14
47	Weg	WEGE3	12	11	11	11	11
48	Gafisa	GFSA3	13	13	13	13	13
49	Eletrobras	ELET6	10	11	10	9	9
50	Light S/A	LIGT3	11	11	11	10	10
51	Marcopolo	POMO4	9	9	9	9	9
52	Gol	GOLL4	10	9	9	8	10
53	B2W Digital	BTOW3	11	11	11	11	11
54	Marfrig	MRFG3	12	12	11	12	10
55	Odontoprev	ODPV3	11	11	12	12	12
56	Even	EVEN3	11	11	11	11	11
57	Mills	MILS3	11	11	11	11	11
58	Multiplus	MPLU3	11	11	10	10	9
59	Taesa	TAEE11	11	11	11	10	10
60	Valid	VLID3	13	13	14	14	14
61	M.Diasbranco	MDIA3	12	11	11	11	10
62	Eztec	EZTC3	11	11	11	11	11
63	Iguatemi	IGTA3	11	11	11	10	10
64	Dufry Ag	DAGB33	12	12	11	10	9
65	Rossi Resid	RSID3	12	13	13	13	12
66	Minerva	BEEF3	11	12	12	9	9
67	Cosan Ltd	CZLT33	9	8	9	10	10
68	Randon Part	RAPT4	7	7	7	7	7
69	Oi	OIBR3	8	8	7	7	7
70	Copasa	CSMG3	12	12	12	12	12
71	Eletropaulo	ELPL4	8	8	8	8	8
72	Tran Paulist	TRPL4	10	10	9	9	9
73	Iochp-Maxion	MYPK3	11	11	11	11	11
74	Arteris	ARTR3	9	9	9	10	10
75	Petrório	PRIO3	12	12	12	11	11
76	Sao Martinho	SMT03	10	10	10	11	12
77	Aliansce	ALSC3	13	13	11	11	11
78	Direcional	DIRR3	11	11	11	10	8
79	Grendene	GRND3	11	11	11	11	11
80	Alpargatas	ALPA4	8	8	8	8	8
81	Fleury	FLRY3	11	11	10	10	9
82	Dasa	DASA3	12	13	13	13	13
83	BR Brokers	BBRK3	12	11	11	11	11
84	Tecnisa	TCSA3	12	12	10	10	10
85	Eneva	ENEV3	12	12	11	12	12
86	Profarma	PFRM3	12	8	10	10	10
87	MMX Miner	MMXM3	13	13	13	12	12
88	Lojas Marisa	AMAR3	12	12	11	11	11
89	Prumo	PRML3	12	12	12	11	10
90	Lopes Brasil	LPSB3	12	12	12	12	11

(continua)

Nº	Empresa	Ticker	IGC 2014	IGC 2013	IGC 2012	IGC 2011	IGC 2010
91	Tegma	TGMA3	10	11	11	10	9
92	Guararapes	GUAR3	7	7	7	7	7
93	Santos Brp	STBP11	10	10	10	10	11
94	Tupy	TUPY3	12	12	9	9	9
95	Helbor	HBOR3	10	10	10	10	10
96	SLC Agricola	SLCE3	10	10	10	11	11
97	JSL	JSLG3	10	9	8	8	8
98	V-Agro	VAGR3	13	14	13	13	15
99	Comgas	CGAS5	7	7	7	7	7
100	Coelce	COCE5	5	6	6	6	6
101	Le Lis Blanc	LLIS3	13	13	13	13	13
102	Saraiva Livr	SLED4	10	9	9	9	10
103	Kepler Weber	KEPL3	13	13	13	13	12
104	Log-In	LOGN3	12	12	12	11	12
105	Gp Invest	GPIV33	6	6	6	6	6
106	JHSF Part	JHSF3	12	11	10	10	9
107	Wilson Sons	WSON33	9	9	10	10	10
108	Magnesita SA	MAGG3	14	14	14	14	14
109	OSX Brasil	OSXB3	11	11	9	9	8
110	Triunfo Part	TPIS3	11	11	11	10	9
111	Sao Carlos	SCAR3	12	12	12	12	10
112	Rodobensimob	RDNI3	12	12	12	12	12
113	Paranapanema	PMAM3	15	14	14	14	14
114	Ideiasnet	IDNT3	15	15	15	15	14
115	Portobello	PTBL3	12	12	12	12	11
116	Fer Heringer	FHER3	11	10	10	10	7
117	Generalshopp	GSHP3	10	10	11	11	11
118	Renova	RNEW11	10	11	10	8	5
119	Eternit	ETER3	13	13	13	13	14
120	Ferbasa	FESA4	8	9	9	9	9
121	Positivo Inf	POSI3	13	13	12	12	12
122	Celesc	CLSC4	10	10	9	10	9
123	Unipar	UNIP6	5	5	7	6	8
124	Inds Romi	ROMI3	12	12	12	13	13
125	Dimed	PNVL3	7	8	8	8	8
126	Forja Taurus	FJTA4	10	11	11	10	8
127	Viver	VIVR3	14	13	13	13	12
128	Tecnosolo	TCNO4	4	4	4	4	4
129	Brasilagro	AGRO3	13	13	13	12	12
130	Sanepar	SAPR4	8	8	9	8	7
131	Pomifrutas	FRTA3	12	12	12	12	12
132	Grazziotin	CGRA4	5	6	6	6	6
133	Eucatex	EUCA4	6	6	5	5	6
134	Vulcabras	VULC3	10	9	7	9	9
135	Cremer	CREM3	10	11	11	11	13
136	Csu Cardsyst	CARD3	12	12	11	11	11
137	J B Duarte	JBDU4	3	3	3	3	3

(continua)

Nº	Empresa	Ticker	IGC 2014	IGC 2013	IGC 2012	IGC 2011	IGC 2010
138	Springs	SGPS3	10	8	10	10	10
139	Trisul	TRIS3	9	9	9	10	9
140	Cyre Com-Ccp	CCPR3	13	13	13	13	13
141	Whirlpool	WHRL4	5	4	5	4	5
142	GPC Part	GPCP3	8	9	9	9	10
143	Metalfrio	FRIO3	13	13	12	12	12
144	Schulz	SHUL4	5	5	5	5	5
145	Coteminas	CTNM4	8	8	7	5	5
146	Jereissati	MLFT4	8	6	8	7	7
147	Lix da Cunha	LIXC4	5	5	5	5	5
148	Metisa	MTSA4	8	8	8	8	8
149	Cemar	ENMA3B	8	8	9	8	8
150	Plascar Part	PLAS3	11	11	11	9	9
151	Brasmotor	BMTO4	3	4	4	5	5
152	Cr2	CRDE3	11	11	10	10	10
153	Bardella	BDLL4	8	8	7	7	7
154	Coelba	CEEB3	7	7	7	7	6
155	Mundial	MNDL3	10	9	10	10	6
156	Wlm Ind Com	SGAS4	5	6	5	6	6
157	Cristal	CRPG5	7	6	5	5	5
158	Evora	PTPA4	6	6	6	6	6
159	Celul Irani	RANI3	8	8	8	8	5
160	Metal Iguacu	MTIG4	4	4	4	4	4
161	Ger Parana	GEPA4	5	6	6	6	6
162	Dohler	DOHL4	4	4	4	4	4
163	AES Elpa	AELP3	8	8	8	8	8
164	Cambuci	CAMB4	9	8	7	7	7
165	Energisa	ENGI11	7	7	7	6	5
166	Joao Fortes	JFEN3	13	13	11	12	13
167	Aco Altona	EALT4	6	6	6	7	7
168	Bahema	BAHI3	9	9	9	9	9
169	Pettenati	PTNT4	6	6	5	5	4
170	Excelsior	BAUH4	6	6	7	7	7
171	Dtcom Direct	DTCY3	5	5	5	4	4
172	Emae	EMAE4	8	7	7	7	9
173	Alfa Holding	RPAD6	4	3	3	3	4
174	Energisa Mt	ENMT3	8	6	6	5	5
175	Nutriplant	NUTR3	7	8	9	12	11
176	Sondotecnica	SOND5	6	6	5	5	5
177	Santanense	CTSA3	3	3	4	4	4
178	Elektro	EKTR4	7	7	7	5	6
179	Mont Aranha	MOAR3	8	8	8	8	8
180	Ceb	CEBR6	5	7	7	5	6
181	Bic Monark	BMKS3	6	6	6	6	6
182	Tekno	TKNO4	8	8	8	8	8
183	Eletropar	LIPR3	9	8	5	4	5
184	Celpe	CEPE5	7	7	6	8	8

(continua)

Nº	Empresa	Ticker	IGC 2014	IGC 2013	IGC 2012	IGC 2011	IGC 2010
185	Fibam	FBMC4	4	4	5	4	4
186	Habitasul	HBTS5	4	4	4	4	4
187	SulTEPA	SULT4	4	4	4	4	4
188	Contax	CTAX3	9	9	7	7	6
189	Josapar	JOPA3	6	6	6	7	8
190	Springer	SPRI3	5	5	5	5	5
191	Par Al Bahia	PEAB4	5	6	6	7	6
192	Ampla Energ	CBEE3	8	8	8	8	8
193	Alfa Consorc	BRGE12	3	2	2	3	3
194	Itautec	ITEC3	7	7	7	8	8
195	Cosern	CSRN3	7	7	7	8	8
196	Cedro	CEDO4	8	9	8	8	8
197	Ceee-Gt	EEEL3	10	10	10	10	10
198	Elekeiroz	ELEK4	7	7	7	7	6
199	Nadir Figuei	NAFG4	6	6	6	6	6
200	Trevisa	LUXM4	7	7	7	8	7

(conclusão)