

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CARLOS AUGUSTO MINORU KUBO

**DETERMINANTES NA ADERÊNCIA DO INFORME DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Uma análise do Modelo “Pratique ou Explique” no Brasil

SÃO PAULO - SP

2020

CARLOS AUGUSTO MINORU KUBO

**DETERMINANTES NA ADERÊNCIA DO INFORME DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Uma análise do Modelo “Pratique ou Explique” no Brasil

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getulio Vargas, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Gestão
para a Competitividade.

Linha de Pesquisa: Finanças e Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Claudia Emiko
Yoshinaga

SÃO PAULO - SP

2020

Kubo, Carlos Augusto Minoru.

Determinantes na aderência do Informe de governança corporativa das empresas brasileiras : uma análise do modelo "pratique ou explique" no Brasil / Carlos Augusto Minoru Kubo. - 2020.

57 f.

Orientador: Claudia Emiko Yoshinaga.

Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Governança corporativa. 2. Mercado de capitais - Legislação. 3. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil). 4. Empresas - Brasil. I. Yoshinaga, Claudia Emiko. II. Dissertação (mestrado profissional MPGC) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 65.012.432(81)

CARLOS AUGUSTO MINORU KUBO

**DETERMINANTES NA ADERÊNCIA DO INFORME DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Uma análise do Modelo “Pratique ou Explique” no Brasil

Trabalho Aplicado apresentado à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getulio Vargas, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Gestão
para a Competitividade.

Linha de Pesquisa: Finanças e Controladoria

Data de avaliação: 18/03/2020

Banca examinadora:

Profa. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga
FGV-EAESP (Orientadora)

Profa. Dra. Bianca Quirantes Checon
FGV-EAESP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
FGV-EESP

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela sua misericórdia e graça.

Aos meus pais, Mario e Kimie, que não mediram esforços para ensinar valores básicos desde muito cedo, como o respeito, caráter e responsabilidade. Tudo isso em um ambiente repleto de amor e carinho.

Ao meu irmão, Fabio, que por ser mais velho e mais inteligente, exigiu que eu me esforçasse em dobro para não decepcionar meus pais e professores.

À minha esposa, Lucia, por me dar forças e ser minha base e meu alicerce. Que me faz criar coragem a cada dia e não desistir, independente da dificuldade.

Aos meus amigos da Highline, que acompanharam de perto toda a minha trajetória para concluir o Mestrado. Aos meus companheiros de classe, que compartilharam de seus conhecimentos e me apoiaram em todas as disciplinas.

À minha orientadora, Claudia, que aceitou esse desafio e contribuiu com muitas idéias, conselhos e conhecimento. Mesmo com os prazos apertados, acredito que fizemos um ótimo trabalho. Obrigado pela confiança.

RESUMO

Governança corporativa pode ser descrita como um conjunto de princípios e práticas com o intuito de alinhar os interesses entre as partes interessadas de uma organização, incluindo os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e outros. No Brasil, este tema tem ganhado cada vez mais notoriedade, principalmente por conta do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Por isso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) introduziu o Informe de Governança Corporativa em 2018, exigindo que as empresas brasileiras cadastradas na CVM, preencham um questionário com um conjunto de práticas baseadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa, através do modelo “pratique ou explique”. Este trabalho aplicado tem como objetivo identificar quais os fatores determinantes na aderência das práticas de governança corporativa, isto é, as características que fazem com que algumas empresas apresentem uma taxa de aderência às práticas recomendadas maior do que outras.

Para isso, foram coletados dados de 348 empresas que preencheram o Informe de Governança Corporativa em 2019 e através das respostas, foram atribuídas pontuações para cada empresa, segregadas por capítulos do Informe: (i) sócios, (ii) conselho de administração, (iii) diretoria, (iv) órgãos de fiscalização e controle, e (v) ética e conflito de interesses.

Aplicando testes de hipóteses através de regressões lineares pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinário, os resultados indicaram que empresas multinacionais e governamentais possuem maior aderência às práticas de governança corporativa do que as nacionais e privadas. Com relação aos segmentos de listagem, empresas listadas em segmentos especiais de listagem como o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, possuem uma maior aderência às recomendações para todos os capítulos do Informe. Por fim, indicadores de desempenho medidos pelas variáveis ROA e ROE, não apresentaram significância estatística para as regressões desenvolvidas, demonstrando que a conformidade das recomendações não está associada a um melhor desempenho operacional das empresas.

Palavras-chaves: governança corporativa; pratique ou explique; melhores práticas; segmentos de listagem; CVM

ABSTRACT

Corporate Governance can be described as a set of principles and practices with the aim at aligning the interests of parties from an organization, including the shareholders, board of directors, executives, supervisory bodies and others. In Brazil, this subject has gained increasing notoriety, mainly because of the development of the Brazilian capital markets. Therefore, the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM) introduced the Corporate Governance Report in 2018, requiring that the Brazilian companies registered in CVM, fill a questionnaire with a set of practices based on the Brazilian Code of Corporate Governance, using the “comply or explain” model. This study’s aim is to identify which variables are prevailing for the adherence of corporate governance practices, which means, the characteristics that make some companies present a higher level of adherence of the recommended practices than the others.

For this purpose, data from 348 companies which filled the Corporate Governance Report in 2019 were collected and according to the answers, scores were attributed to each company, divided by the chapters of the Report: (i) stakeholders, (ii) board of directors, (iii) executive board, (iv) supervisory and control bodies, and (v) ethics and conflict of interests.

By applying hypothesis tests through linear regression based on Ordinary Least Squares method, the results indicated that multinational and governmental companies have more adherence to the corporate governance practices than the local and private ones. Regarding to the listing segments, the companies from special listing segments, such as Novo Mercado, Nível 1 and Nível 2, have more adherence to the recommendation for all chapter of the Report. Moreover, performance metrics measured by the ROA e ROE variables, revealed that they are not statistically significant for the regressions developed, demonstrating that the recommendations conformity are not related to a better operational performance of the companies.

Keywords: *corporate governance; comply or explain; best practices; listing segments; CVM*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Distribuição das respostas por capítulo do Informe de GC

Tabela 2. Estatística descritiva por capítulo do Informe de GC

Tabela 3. Variáveis do modelo estatístico

Tabela 4. Resultado das Regressões Múltiplas

Tabela 5. Intenção das empresas em se adequarem às práticas de GC

Tabela 6. Ausência de justificativa para não adoção ou adoção parcial das recomendações

Tabela 7. Exemplos de justificativas dadas por empresas para a questão 1.4.3

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Pessoas Físicas com ações em custódia na B3

Gráfico 2. Estrutura de Governança Corporativa nos países da OCDE

Gráfico 3. Quantidade de empresas em relação ao percentual de aderência às práticas de GC

Gráfico 4. Distribuição das empresas por segmento de listagem

Gráfico 5. Dispersão do índice de GC das empresas por segmento de listagem

Gráfico 6. Distribuição das empresas por faixas de faturamento

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Comparativo dos segmentos de listagem

Anexo 2. Questionário do Informe de Governança Corporativa

Anexo 3. Resultado das regressões múltiplas

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	7
2.	REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.1.	Governança Corporativa no Brasil.....	10
2.2.	O modelo “Pratique ou Explique”.....	11
2.3.	Capítulos do Informe de Governança Corporativa.....	14
2.4.	Segmentos de listagem.....	16
3.	METODOLOGIA DE PESQUISA.....	18
3.1.	Amostra.....	18
3.2.	Análise dos dados.....	20
3.3.	Estatística descritiva por capítulo do Informe de GC.....	23
3.4.	Hipóteses de pesquisa.....	25
3.5.	Modelo de regressão.....	26
4.	RESULTADOS.....	29
4.1.	Empresas estatais e de economia mista.....	29
4.2.	Empresas multinacionais.....	31
5.	CONCLUSÃO.....	33
	REFERÊNCIAS.....	39
	ANEXOS.....	41

1. INTRODUÇÃO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da Instrução CVM 586 de 8 de junho de 2017, incorporou à Instrução CVM 480¹ a obrigatoriedade das empresas em preencher um questionário denominado Informe de Governança Corporativa (GC) com um conjunto de práticas recomendadas dividido em cinco capítulos: Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle, Ética e Conflito de Interesses. Este questionário deve ser submetido no *website* da CVM como um documento à parte do Formulário de Referência.

No primeiro ano de adoção desse questionário, em 2018, as empresas que possuíam ao menos uma classe de ações listadas na bolsa de valores de São Paulo (Bovespa, depois BM&FBovespa e agora B3) nos Índices Bovespa (Ibovespa) ou IBrX100, foram requeridas a preencher o questionário até 31 de outubro de 2018. A partir de 1º de janeiro de 2019, todas as empresas registradas na categoria A autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores, estão obrigadas a preencher o questionário de GC, conforme prevê a Instrução CVM 586/2017.

Este questionário foi desenvolvido pela GT Interagentes, um grupo de trabalho formado por onze entidades relacionadas ao mercado de capitais (ABRAPP, ABRASCA, AMEC, ANBIMA, APIMEC, B3, BRAiN, IBGC, IBRI, BNDES e CVM). Este grupo buscou referências de códigos de GC ao redor do mundo para consolidar este questionário de forma que se adequasse à realidade das empresas e do mercado de capitais do Brasil.

No *website* da CVM, foram identificadas 348 empresas que entregaram o informe de GC em 2019 até o dia 31 de agosto de 2019, de um total de 416 empresas ativas registradas na Categoria A². O prazo de entrega do informe é de até 7 meses contados da data de encerramento do exercício social.

O Informe de Governança Corporativa (GC) em seu modelo “Pratique ou Explique” representa um avanço relevante nas práticas de governança corporativa no Brasil, convergindo com o padrão de transparência adotado pelos países desenvolvidos, trazendo maior importância ao tema e refletindo a preocupação de todos os stakeholders em relação à transparência e assecuração da forma como a gestão das empresas é conduzida.

O objetivo deste presente estudo é de avaliar o nível de aderência às boas práticas de GC das empresas brasileiras, determinadas através deste questionário e, identificar se as empresas com maior nível de aderência correspondem aos segmentos de listagem onde estão inseridos. Trata-se de um estudo inédito no âmbito da GC no Brasil, de extrema relevância para futuras pesquisas no tema e acompanhamento de sua evolução.

Este estudo também procura identificar possíveis correlações entre o resultado das respostas com determinadas características, como por exemplo, valor de mercado, estrutura de capital, nível de ações em circulação no mercado e métricas de desempenho.

Em estudo feito sobre a relação da aderência ao código de GC das empresas dinamarquesas e *performance* (Rose, 2016), foi constatado por meio de regressões, que há uma correlação positiva entre empresas que possuem um nível de transparência maior em decorrência da conformidade ao questionário “Pratique ou Explique” e métricas de retorno como o ROA (*return on assets*) e ROE (*return on equity*), embora essa correlação não tenha sido estatisticamente significativo.

MacNeil e Li (2006) buscou relacionar a tolerância dos investidores para não conformidade com as práticas de GC conforme modelo “Pratique ou explique” das empresas do Reino Unido através do preço das ações. O resultado encontrado sugere que a tolerância dos investidores à não conformidade está mais atrelada ao desempenho financeiro da empresa do que com os argumentos para não conformidade.

Por fim, com base no levantamento das justificativas para não adoção de recomendações, este estudo busca fazer uma análise julgamental sobre a qualidade das respostas para o cumprimento do propósito do código de GC. Em um levantamento feito sobre a efetividade da abordagem “Pratique ou explique” no Reino Unido (Arcot; Bruno & Faure-Grimaud, 2010), foi identificado que, apesar de ser considerado um *benchmark* internacional de código de boas práticas de GC, as empresas que não estão em conformidade com alguma recomendação do código, frequentemente não souberam justificar, de maneira adequada, as razões para a não-conformidade.

Outro estudo feito com base nas explicações de não conformidade de empresas listadas da Alemanha e Reino Unido (Seidl, Sanderson e Roberts, 2013) buscou determinar a qualidade das explicações dadas segregando-as em categorias como (i) justificativas devido ao contexto específico da empresa; (ii) justificativas baseadas em princípios e (iii) justificativas deficientes,

com o intuito de conferir legitimidade aos códigos de GC destes países baseados no modelo Pratique ou Explique.

A estrutura deste estudo se organiza em uma breve revisão do referencial teórico na seção 2, descrevendo: (i) a evolução do código de GC e o modelo “Pratique ou explique; (ii) os temas do informe de GC e; (iii) os segmentos de listagem da B3. Na seção 3, apresentamos a metodologia de pesquisa empregada tanto nas análises qualitativas quanto quantitativas desse estudo. A seção 4 mostra os resultados dos dados coletados e por fim, a seção 5 apresenta a conclusão e sugestões para pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

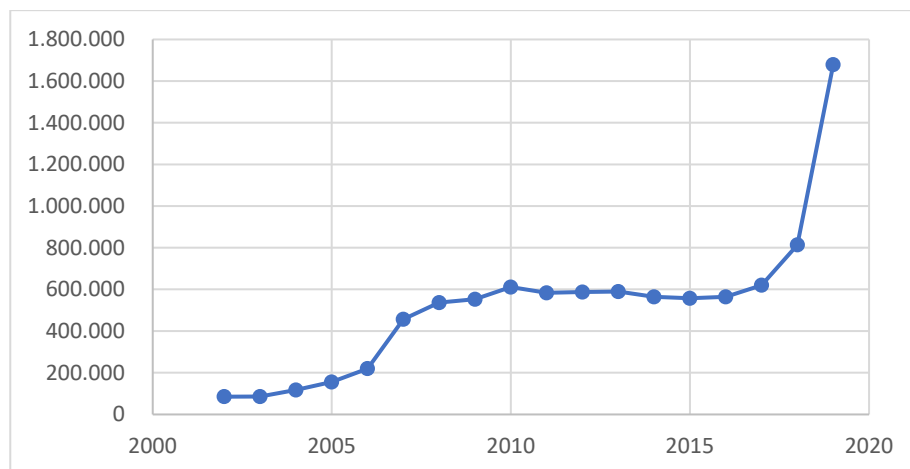
2.1. Governança Corporativa no Brasil

O tema de Governança Corporativa no Brasil começou a formar corpo em meados da década de 1990 e início dos anos 2000 por conta de fatores como as privatizações, fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a abertura da economia com a entrada de novos investidores, principalmente os estrangeiros e institucionais. Em 2001, foi sancionada a Lei 10.303/2001, conhecida como a “Nova Lei das S/As”, alterando o limite de ações preferenciais sem direito a voto de dois terços previsto na lei 6.404/76, para 50% do capital total (Cavalhal & Leal, 2005).

Outro aspecto relevante para o desenvolvimento da governança no Brasil se deve ao fato das empresas de capital aberto brasileiras possuírem uma estrutura de propriedade bastante concentrada com a presença marcante de um acionista controlador, tendo uma sobreposição entre propriedade e controle (Silveira, 2004). Desta forma, visando o fomento do mercado de capitais e o mercado de crédito, o desenvolvimento do código de GC no Brasil trouxe maior transparência e *compliance*, dando maior segurança para os acionistas minoritários e credores.

No âmbito do fomento do mercado de capitais e o mercado de crédito, foram criadas iniciativas de financiamento como por exemplo, o estabelecimento de novas regras para limites na aplicação dos recursos dos fundos de pensão e o programa de incentivo à adoção de práticas de GC do BNDES (Silveira, 2014).

Esse tema se torna ainda mais relevante no contexto atual de taxa de juros baixa, busca de maior rentabilidade em investimentos e consequente aumento do número de pessoas físicas ingressando no mercado de capitais. A evolução do número de pessoas físicas com ações em custódia na B3 está demonstrado no Gráfico 1. Em 2019 este número mais do que dobrou passando de 813 mil pessoas em 2018 para 1.679 mil em 2019.

Gráfico 1. Pessoas Físicas com ações em custódia na B3

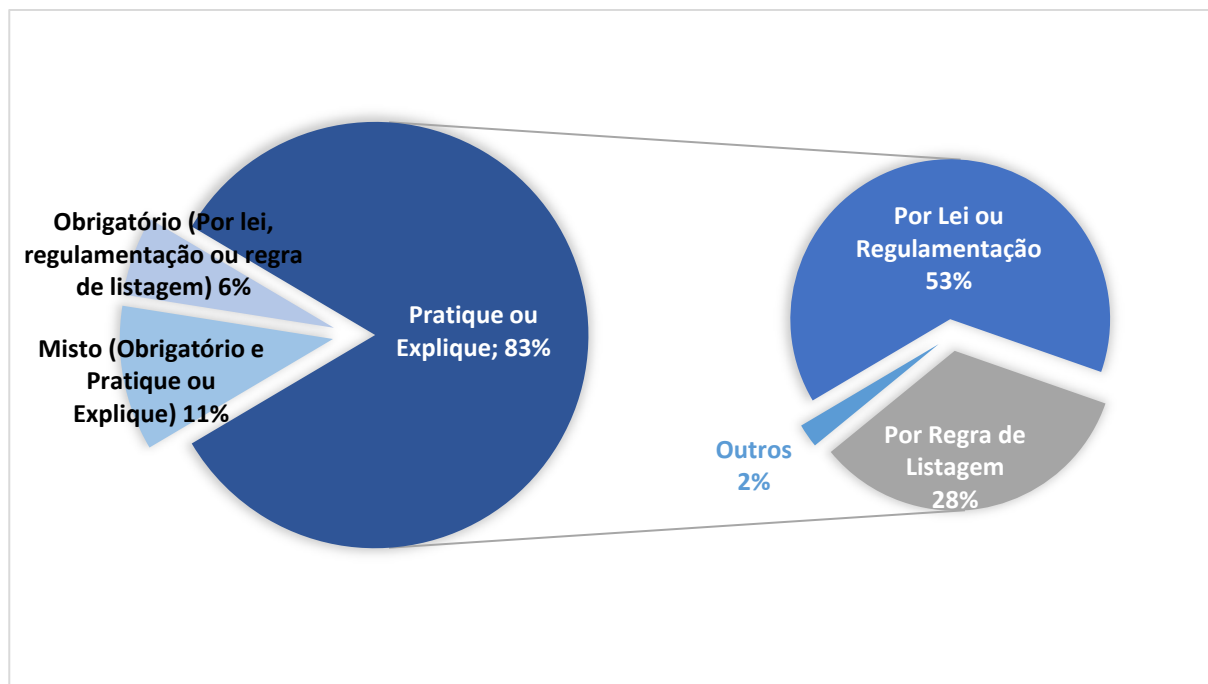
Fonte: B3 (http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/). Acesso em 22 de janeiro de 2020

2.2. O modelo “Pratique ou Explique”

As estruturas de GC ao redor do mundo se mostram dinâmicas e têm demonstrado evoluções nos últimos anos. Em estudo da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), quase a totalidade de seus países membros complementaram seus requisitos legais e regulatórios com códigos de GC. Cerca de 83% dos países implementaram códigos envolvendo recomendações voluntárias, onde empresas listadas são geralmente solicitadas tanto à aplicar determinadas recomendações quanto à explicar por que não as seguem (OECD, 2019). Outros 11% (cinco países) reportaram que eles possuem um sistema misto com códigos que promovem algumas medidas obrigatórias e outras voluntárias.

Apenas três países não adotaram códigos ou princípios baseados na estrutura do “pratique ou explique”, são eles: Índia, Estados Unidos e China. Nestes países foram observados códigos ancorados em leis, regulamentos e regras definidas como estrutura de GC. Tais medidas podem ser observadas no Gráfico 2.

Gráfico 2. Estrutura de Governança Corporativa nos países da OCDE



Fonte: OECD (2019), *OECD Corporate Governance Factbook 2019* (p. 30). Recuperado de www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm

O princípio “pratique ou explique” no desenvolvimento dos códigos de GC teve seu início em 1992 com o *Cadbury Report* emitido no Reino Unido pelo “*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*” presidido por Adrian Cadbury. Este relatório lista recomendações definidas por este comitê de boas práticas de GC que as empresas listadas na *London Stock Exchange* deveriam cumprir ou divulgar as razões para o não cumprimento dessas recomendações. O intuito era de, ao aderir com o código, aprimorar tanto os controles das empresas listadas sobre os negócios como sua prestação de contas aos seus *stakeholders* (“Cadbury Report,” U.K., 1992).

O intuito com a estrutura do “pratique ou explique” é de flexibilizar a formatação que cada empresa entende como boas práticas de GC, baseado no julgamento de que não é possível adotar medidas para todos, conforme abordagem “one size fits all”, uma vez que as empresas estão sujeitas à práticas diferenciadas de acordo com seu tamanho, estrutura e organização (MacNeil & Li, 2006).

A abordagem “pratique ou explique” é importante especialmente em mercados emergentes onde as estruturas de organização, propriedade e controle são complexas e onde os mecanismos de governança para maximizar o valor das empresas estão em processo de evolução (Sarkar, 2015). Desta forma, os administradores podem flexibilizar suas estruturas de GC de acordo com os melhores interesses dos acionistas. Contudo, o problema de agência

continua sendo um risco, uma vez que os administradores podem ter incentivos para adotar estruturas de acordo com seus próprios interesses.

Neste sentido, este estudo busca entender as particularidades das empresas e como elas estão interpretando a importância de suas estruturas de GC no contexto no qual elas estão inseridas e as razões pelas quais elas não aplicam determinadas recomendações e os mecanismos mitigatórios para dar segurança aos seus *stakeholders*.

Por se tratar de uma exigência aplicada recentemente, há poucos estudos na literatura brasileira tratando deste tópico. Antes da existência deste informe de GC, alguns estudos desenvolveram métricas para medir o nível de GC das empresas. Black, Carvalho & Sampaio (2014) compilaram informações de seis aspectos de GC para analisar a evolução da GC no Brasil entre 2004 e 2009, sendo eles: (i) estrutura dos conselhos, (ii) propriedade; (iii) procedimentos do conselho de administração, (iv) transações entre partes relacionadas; (v) direitos dos acionistas, e (vi) divulgação.

Silveira (2014), em sua tese para avaliar os determinantes da GC e sua relação com o desempenho das empresas no Brasil, foi o pioneiro na construção de um índice que avaliasse a qualidade da GC das companhias abertas brasileiras. O índice de governança, denominado de IGOV, foi calculado a partir de um conjunto de perguntas binárias e objetivas obtidas a partir de dados secundários de quatro dimensões de GC, sendo elas: (i) acesso às informações; (ii) conteúdo das informações públicas, (iii) estrutura do conselho de administração e (iv) estrutura de propriedade e controle.

Em 2018, apenas as empresas que possuíam ao menos uma classe de ações listadas nos índices Ibovespa ou IBrX100 preencheram o Informe de GC, com exceção de 13 empresas que voluntariamente o preencheram, totalizando 103 empresas.

Manzanares (2019) avaliou os resultados desse primeiro ano do modelo “Pratique ou explique” no Brasil e identificou que as empresas de uma forma geral, não souberam explicar apropriadamente os desvios às práticas recomendadas no código de GC e que algumas características, como tamanho da empresa, concentração de propriedade e desempenho estão associadas à decisão da empresa de aderir com as recomendações ou, de forma alternativa, justificar a não adoção.

Neste sentido, é esperado que a aplicação do modelo “Pratique ou Explique” no Brasil incentive as empresas a revisarem e aprimorarem suas práticas de GC ao longo do tempo de forma voluntária no intuito de aumentar a sua credibilidade perante seus stakeholders e melhorar seus mecanismos de *accountability*.

É importante ressaltar que os dados e as análises apresentados são baseados nas respostas dos questionários entregues pelas empresas e disponíveis no *website* da CVM e não houve verificação ou confirmação sobre a forma como essas práticas são ou não adotadas.

2.3. Capítulos do Informe de Governança Corporativa

2.3.1. Sócios

Neste capítulo, as recomendações tratam principalmente do alinhamento de interesses entre todos os sócios, de forma que o poder político, representado pelo direito de voto, será sempre proporcional aos direitos econômicos derivados da propriedade das ações (IBGC, 2018). Adicionalmente, para cumprimento desse alinhamento, é recomendada a formalização de documentos como Estatuto ou Contrato Social, Acordo de Acionistas, Política de Dividendos entre outros, bem como a realização de Assembléias / Reuniões de Sócios incentivando a participação de todos os sócios.

2.3.2. Conselho de Administração

O conselho de administração deve representar o elo entre os acionistas e a diretoria executiva. Para tanto, as recomendações neste capítulo, envolvem a importância do exercício do Conselho de Administração visando os interesses de longo prazo da empresa, atuando como guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da empresa (IBGC, 2018).

Há a preocupação com a composição dos membros de forma que exista diversidade em termos de conhecimento, experiências, aspectos culturais, faixa etária, gênero etc., além da nomeação de membros independentes em sua composição. É recomendada também a formalização de mecanismos de avaliação de desempenho do Conselho e de seus comitês e a vinculação da remuneração dos membros focada na criação de valor no longo prazo da empresa.

2.3.3. Diretoria

A diretoria é o órgão responsável pela condução da organização, cujo principal objetivo é fazer com que a organização cumpra seu objeto e sua função social. (IBGC, 2018).

As recomendações previstas no Informe de GC prevêm temas relacionados ao processo de composição da Diretoria eleita pelo Conselho de Administração, sua avaliação de desempenho e remuneração, de forma que sua formatação esteja alinhada com os objetivos estratégicos de longo prazo da empresa. Assim como previsto para o Conselho de Administração, é recomendada a diversidade entre seus membros, inclusive de gênero e desaconselha a previsão de reserva de cargos ou indicação direta por acionistas.

A remuneração dos executivos tem sido tema de muita atenção dos investidores e mercado em geral, e a transparência em torno desse tema tem sido um item relevante nos códigos de governança corporativa (Rose, 2016). Apesar da divulgação acerca da remuneração da diretoria ainda ser um tabu no Brasil, o Informe de GC reforça a importância deste tema, tendo em vista que três das oito perguntas do capítulo de Diretoria estão relacionadas à remuneração.

2.3.4. Órgãos de Fiscalização e Controle

De acordo com o Informe de GC, estão previstos os seguintes órgãos de fiscalização e controle:

i. Comitê de auditoria, responsável por assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos e no gerenciamento de riscos e *compliance*. É recomendada a formação apenas por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente. O comitê de auditoria deve interagir com o conselho de administração, diretoria, auditores independentes, partes relacionadas e terceiros.

ii. Conselho fiscal, responsável pela fiscalização de forma independente dos administradores para reporte aos sócios. Ele se diferencia do comitê de auditoria, uma vez que ele não se subordina ao conselho de administração e sua atuação deve ser pautada por equidade, transparência, independência e confidencialidade (IBGC, 2018).

iii. Auditoria independente, responsável por emitir opinião sobre as demonstrações financeiras preparadas pela administração. A empresa deve zelar, por meio de políticas de contratação, pela independência dos auditores

independentes, proibindo contratações extra-auditoria que possam afetar a sua independência.

iv. Auditoria interna, responsável por avaliar a estrutura de controles internos, buscando sua constante melhoria, alinhada com a estratégia da organização e sua matriz de riscos. Há a flexibilidade dela ser própria ou terceirizada, respeitando sua independência com os auditores independentes.

Os órgãos de fiscalização e controle são necessários especialmente para cobrir áreas em que há potenciais conflitos de interesses entre acionistas e administradores, e devem ser, preferencialmente, formados por membros independentes e serem supervisionados pelo Conselho de Administração (Sturm, 2016).

2.3.5. Ética e Conflito de Interesses

Este capítulo se baseia no Código de conduta e seu conteúdo, que deve compreender políticas e práticas para lidar com situações de conflito de interesses, transações entre partes relacionadas, negociação de ações de emissão da própria empresa, utilização dos recursos da empresa quanto à contribuições voluntárias, prevenção e detecção de atos ilícitos e constituição de um comitê de conduta.

2.4.Segmentos de listagem

Na década de 90, houve pouco interesse em novas ofertas iniciais de ações (IPO, na sigla em inglês) uma vez que o mercado era pequeno, com baixa liquidez e baixas taxas de retorno. Em contrapartida, aumentou o interesse das grandes empresas brasileiras em listar suas ações no mercado norte-americano, atraído pela sua visibilidade e baixo custo de capital (Donaggio, 2017).

A criação de segmentos de listagem teve início em 2000, motivada principalmente pela baixa atratividade de investidores na B3. Visando o aumento da proteção dos minoritários, foram criados três segmentos de listagem (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) com níveis diferenciados de GC.

O Novo Mercado é um segmento diferenciado de ações de empresas que adotam voluntariamente recomendações de boas práticas de GC adicionais aos exigidos pela legislação corrente. A principal exigência desse segmento trata da emissão exclusivamente de ações ordinárias com direito a voto.

Já as empresas listadas nos segmentos Nível 2 e Nível 1 conferem o direito de terem tanto ações ordinárias quanto ações preferenciais, com a diferença de que no Nível 2 é previsto a exigência de direitos adicionais aos requeridos pela legislação aos preferencialistas, como por exemplo, a garantia de *tag-along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias no caso de venda do controle da empresa e o direito a voto em situações críticas previstas no regulamento.

Além desses três segmentos, foi criado o Bovespa Mais em 2015, com o intuito de tornar o mercado de ações acessível a um maior número de empresas. Ela segue os mesmos princípios do Novo Mercado, contudo, não é exigido a realização de oferta pública ações no momento da listagem nesse segmento. O objetivo é de que as empresas se preparem de forma gradual e adequada, implementando padrões elevados de GC enquanto ganham maior visibilidade para os investidores.

Maiores informações sobre as diferenças entre os segmentos de listagem estão apresentadas no Anexo 1.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1. Amostra

A amostra abrange os Informes de GC de 348 empresas classificadas na Categoria A da CVM divulgados até o dia 31 de agosto de 2019. Obtivemos as respostas de cada uma das 54 questões deste informe para as 348 empresas, totalizando 18.792 observações. No Anexo 2, apresentamos as 54 questões presentes no Informe de GC. Em cada uma das questões, as empresas assinalaram “Sim”, “Não” ou “Aplica parcialmente” para as práticas recomendadas.

Para 10 das 54 questões, as empresas tiveram a opção de assinalar “Não aplicável” caso a recomendação não seja aplicável à atividade ou natureza da empresa. Foram identificadas 2.251 respostas não aplicáveis que foram excluídas da análise, restando um total de 16.541 observações. As questões com a possibilidade de preenchimento da opção “Não aplicável” são: 1.2.1; 1.4.1; 1.4.2; 1.4.3; 1.8.1; 1.8.2; 4.2.1; 4.2.2; 4.4.2; 5.5.3. A maioria das respostas não aplicáveis estão relacionadas às questões sobre os Acionistas, totalizando cerca de um terço sobre o total das questões.

Na Tabela 1, é apresentado um resumo das observações identificadas.

Tabela 1. Distribuição das respostas por capítulo do Informe de GC

Resposta	Acionistas		Conselho de Administração		Diretoria		Órgãos de fiscalização e controle		Ética e conflito de interesses		Total	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Sim	1.487	56%	1.963	47%	1.580	57%	1.417	47%	1.924	49%	8.373	51%
Parcial	434	16%	854	20%	520	19%	690	23%	802	20%	3.301	20%
Não	746	28%	1.359	33%	684	25%	877	29%	1.204	31%	4.871	29%
N/A	1.509		-		-		496		246		2.251	
Total	4.176	100%	4.176	100%	2.784	100%	3.480	100%	4.176	100%	18.796	100%

Fonte: Elaboração própria.

Os capítulos com o maior índice de aderência com as práticas foram as de Diretoria (57%) e Acionistas (56%). No capítulo de Diretoria, a questão com maior índice de aderência, com 92% de respostas afirmativas, foi a 3.2.1 - Não deve existir reserva de cargos de diretoria

ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas. Apenas 17 responderam “não” a esta pergunta, sendo que quatro delas responderam erroneamente justificando que não há reserva de cargos para indicação direta por acionistas e que são definidos pelo Conselho de Administração. Das 13 empresas remanescentes, apenas uma pretende revisar o acordo de acionistas para melhorar a prática.

No capítulo referente aos Acionistas, a questão com maior índice de aderência, com 97% de respostas afirmativas, foi a 1.3.2 - As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas. Sendo que 11 empresas responderam que aplicam parcialmente à regra e apenas 1 respondeu que não aplica pelo fato do capital social ser composto majoritariamente por ações de apenas dois acionistas do setor público e que portanto, as Assembleias Gerais não ensejam discussões para que os votos sejam expostos.

Os capítulos com o maior índice de não-conformidade com as práticas foram as de Conselho de Administração (33%) e Ética e conflito de interesses (31%).

No capítulo de Conselho de Administração, duas questões apresentaram 62% de respostas negativas. A primeira refere-se à 2.4.1 - A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do conselho de administração, dos conselheiros, individualmente considerados, e da secretaria de governança, caso existente. Nas justificativas, boa parte das empresas justificaram que não há um procedimento formal de avaliação de desempenho, mas reconhecem a importância e que pretendem estruturar tal procedimento. A segunda refere-se à 2.5.1 - O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.

Com relação ao capítulo de Ética e conflito de interesses, a questão com maior incidência de respostas negativas refere-se à 5.5.2 - *A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas*. Nas respostas analisadas, grande parte das empresas justificaram que a não-conformidade se dá pelo fato da legislação vigente ou o código de conduta vedarem contribuições a partidos políticos não havendo a necessidade de tal política. Para esta questão,

não há a possibilidade da empresa assinalar como não aplicável o que aparenta ser a resposta ideal. Ao todo, 209 empresas (ou 60% do total) responderam “Não” para esta prática.

As informações sobre segmento de listagem, valor de mercado, estrutura de capital, nível de ações em circulação no mercado e métricas de desempenho foram coletados via base de dados secundários, através de ferramentas de consulta de bancos de dados da *Bloomberg*, *Reuters* e Economática, além de dados divulgados pelas próprias empresas.

Este estudo caracteriza-se por ser de natureza tanto qualitativa, através da análise e interpretação dos resultados coletados e das justificativas dadas pelas empresas para a não adoção das práticas de GC, quanto quantitativa, através de análise estatística descritiva e modelos de regressões múltiplas a partir do método dos mínimos quadrados.

3.2. Análise dos dados

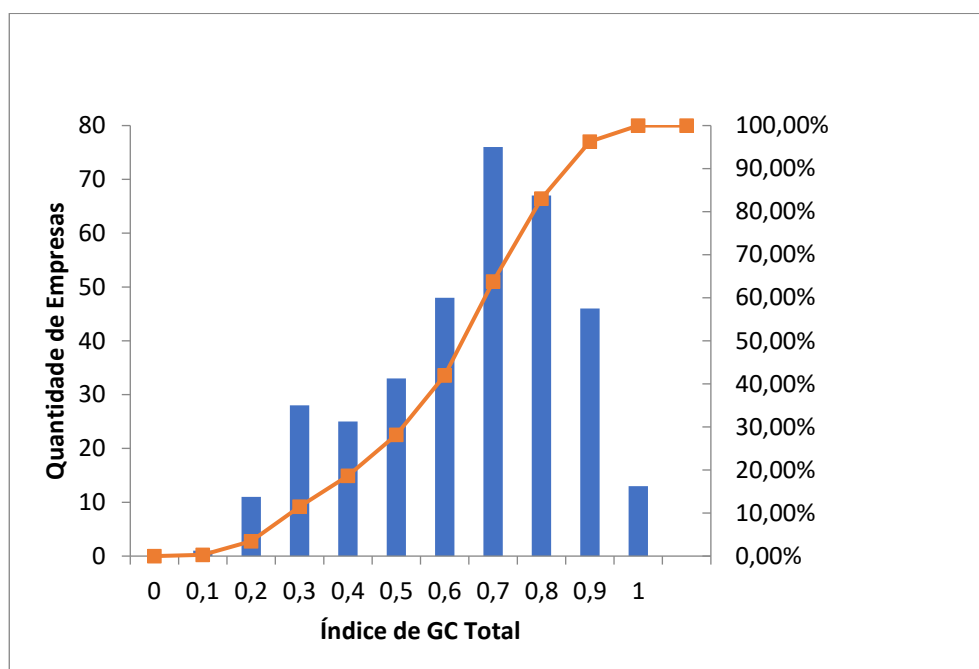
Como forma de quantificar as respostas de cada questionário, foram atribuídos pesos para as respostas, de forma que para cada resposta “Sim” foram atribuídos dois pontos, “Aplica parcialmente”, um ponto e “Não”, nenhum ponto. O total da pontuação foi então dividido pelo total de pontos possíveis para obter o percentual de aderência ao Informe de GC.

A taxa média de aderência às práticas das empresas ficou em torno de 60%. A empresa com maior aderência apresentou taxa de 98%, e a com menor, 10% conforme demonstrado no Gráfico 3. Esse indicador, por si só, demonstra que há ainda importantes avanços a serem feitos pelas empresas em termos de transparência e *compliance* comparado à mercados desenvolvidos.

Em estudo elaborado pela Grant Thornton (2017), 66% das empresas britânicas apresentaram total aderências às práticas do Código de GC do Reino Unido em 2016 e 95% delas praticavam pelo menos 53 das 55 recomendações previstas no Código, representando uma taxa de 96% de aderência.

Em outro estudo comparativo entre a aderência aos códigos de GC no modelo “Pratique ou Explique” das empresas do Canadá e Austrália (SALTERIO, CONROD e SCHIMIDT, 2013), foi verificado que a taxa de adoção às boas práticas no Canadá ficou acima de 82%, enquanto que na Austrália, a taxa foi de 70%.

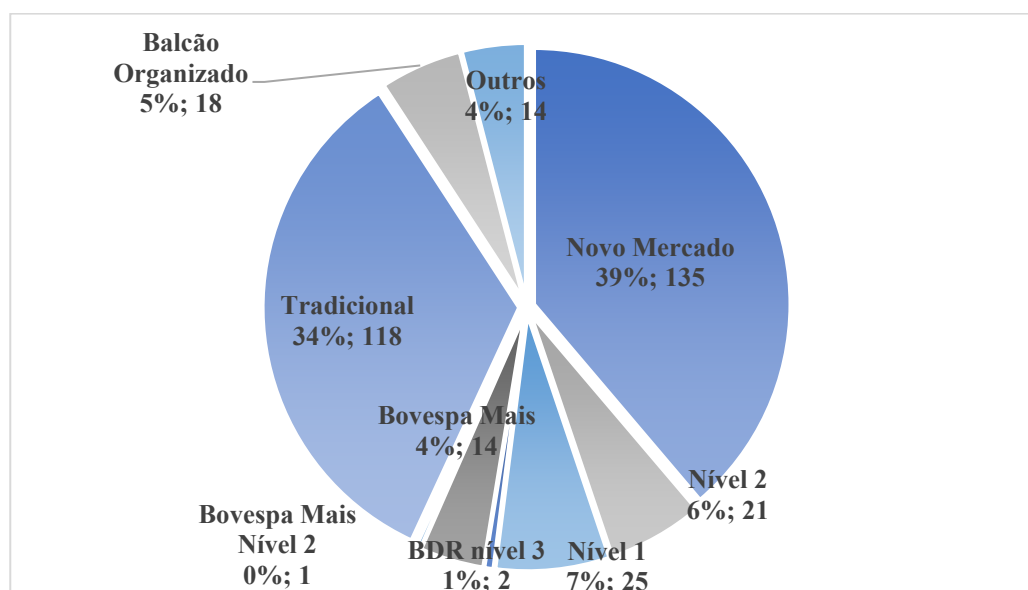
Gráfico 3. Quantidade de empresas em relação ao percentual de aderência às práticas de GC



Fonte: Elaboração própria.

Quanto ao segmento de listagem, o maior bloco refere-se às empresas pertencentes ao Novo Mercado (39%), seguido pelo mercado tradicional (34%), conforme demonstrado no Gráfico 4. As empresas inseridas no mercado tradicional, também conhecido como segmento básico de listagem, não estão sujeitas à regras específicas de GC, devendo apenas seguir a legislação vigente.

Gráfico 4. Distribuição das empresas por segmento de listagem



Fonte: Elaboração própria.

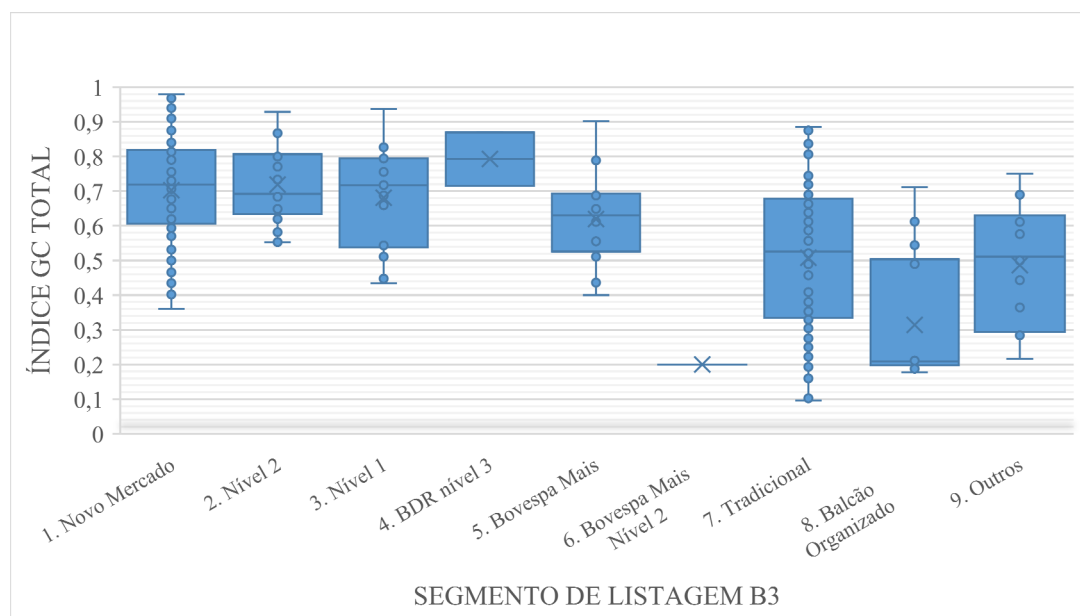
O gráfico demonstra a distribuição por segmento de listagem seguido do percentual de participação sobre o total da amostra e a quantidade de empresas.

O alto índice de empresas no segmento tradicional de listagem demonstra a resistência ou restrições com relação à adoção de determinadas práticas de GC, como a dispersão acionária e disponibilidade de ações em circulação no mercado (*“free-float”*).

No Gráfico 5, verificamos uma maior dispersão nas respostas entre as empresas classificadas no Mercado Tradicional, resultado esperado tendo em vista a heterogeneidade em termos de tamanho, segmento e estágio. As empresas listadas em Balcão Organizado apresentaram um índice de governança significativamente inferior que os demais tendo em vista o menor nível de exigências para este segmento.

Empresas com maior nível de transparência dos segmentos de listagem do Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais apresentaram um índice de governança superior, resultado esperado dado o ambiente regulatório pelo qual as empresas desses seguimentos estão sujeitos.

Gráfico 5. Dispersão do Índice de GC das empresas por segmento de listagem

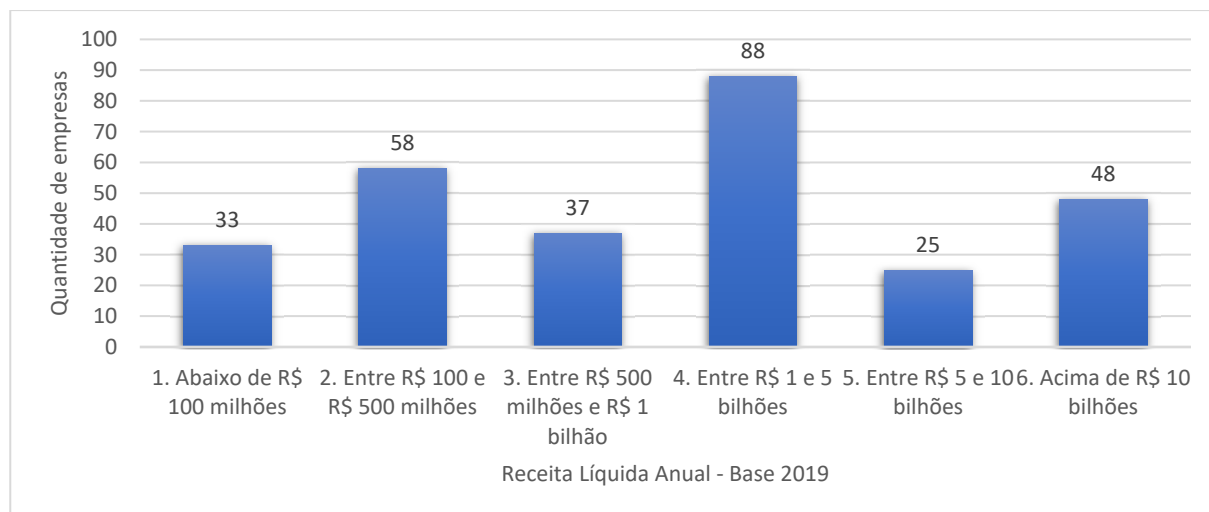


Fonte: Elaboração própria.

Com relação ao tamanho da empresa medido pelo faturamento, aproximadamente 56% das empresas estão no grupo que faturam acima de 1 bilhão de reais (Gráfico 6). As empresas

financeiras como bancos, seguradoras, sociedades de crédito e financiamentos não entram na análise por conta da diferença de conceito de faturamento.

Gráfico 6. Distribuição das empresas por faixas de faturamento



Fonte: Elaboração própria.

3.3. Estatística descritiva

Analisando os resultados dos questionários por temas, identificamos um maior grau de aderência para os temas Sócios e Diretoria, enquanto que o tema Conselho de Administração, apresentou níveis mais baixos. Na Tabela 2, apresentamos os resultados estatísticos descritivos para cada capítulo do Código de GC.

Tabela 2. Estatística descritiva por capítulo do Informe de GC

Capítulo do Código de GC	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Sócios	0,63	0,67	0,50	0,24	0,10	1,00
Conselho de Administração	0,57	0,58	0,58	0,21	0,04	1,00
Diretoria	0,66	0,69	0,88	0,24	0,13	1,00
Órgãos de Fiscalização e Controle	0,58	0,64	0,89	0,28	0,00	1,00
Ética e Conflito de Interesses	0,59	0,64	0,64	0,26	0,00	1,00

Fonte: Elaboração Própria.

Para todos os capítulos verificamos uma dispersão relevante nas respostas, tendo empresas que não aplicam nenhuma das práticas recomendadas nos capítulos de Órgãos de Fiscalização e Controle e Ética e Conflito de Interesses até empresas com aderência de 100% às práticas em todos os capítulos.

Apesar da média em todos os capítulos apresentarem valores similares entre 0,57 e 0,66, a moda nos capítulos Diretoria e Órgãos de Fiscalização e Controle apresentaram valores elevados de 0,88 e 0,89, respectivamente.

No capítulo Diretoria, 77% das empresas que apresentaram um índice abaixo de 0,50 não pertencem a segmentos de listagens especiais da B3, enquanto que para os índices acima de 0,50, este percentual reduz para 27%.

A questão com maior índice de não conformidade para este grupo é o 3.1.2 – A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades. Cerca de 75% das empresas responderam que não praticam ou praticam parcialmente esta prática.

86% das empresas justificaram que não adotam ou adotam parcialmente a prática uma vez que a estrutura, funcionamento e papéis e responsabilidades da diretoria já estão previstos no Estatuto Social. Embora a justificativa seja a mesma, 23 empresas entendem que o fato de já estar previsto no Estatuto Social a prática é parcialmente aplicada, enquanto que 75 entendem que não aplicam a prática, demonstrando que não há uma uniformização do conceito do Pratique ou Explique. Apenas 6 empresas (5%) justificaram que estão avaliando a aplicação da prática.

Para as empresas pertencentes aos segmentos especiais de listagem da B3, das 130 empresas que responderam que não aplicam ou aplicam parcialmente a prática, 91 justificaram que tais informações já estão previstas no Estatuto Social. Outras 35 empresas, apesar de também informarem a previsão em Estatuto Social, justificaram que estão em fase de estudo ou desenvolvimento da referida prática, o que demonstra maior preocupação para as empresas desses segmentos em adotar as melhores práticas de GC.

Também foi identificada a falta de padronização do preenchimento do questionário entre as empresas, uma vez que 33% delas entendem que a previsão em Estatuto Social representa a adoção parcial da prática.

No capítulo Órgãos de Fiscalização e Controle, 54% das empresas que apresentaram índice abaixo de 0,50 não pertencem aos segmentos especiais de listagem. Acima de 0,50 esse número reduz para 38%, demonstrando uma dispersão menor entre empresas listadas e não listadas em segmentos especiais da B3 que o capítulo Diretoria.

A nova regulamentação do Novo Mercado prevê a obrigatoriedade de uma área de auditoria interna que vigorará a partir de 2021. O item 4.4.1 do Informe de GC também recomenda esta prática, contudo 35% (47 empresas) das empresas listadas do Novo Mercado ainda não possuem área de auditoria interna e justificaram que pretendem adotá-la até o prazo definido no regulamento. Para as demais categorias onde não há essa exigência, o índice é de 49% (105 empresas)

3.4.Hipóteses de pesquisa

Foram testadas duas hipóteses sobre os fatores determinantes para uma maior aderência do Código de GC das empresas brasileiras através dos índices dos questionários coletados.

Hipótese 1: O índice de GC está relacionado ao segmento de listagem a qual a empresa está inserida.

Os segmentos de listagem foram criados com o intuito de transmitir maior transparências às práticas de GC através de regulamentos específicos para cada tipo de listagem de forma a estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas.

Lima et al. (2015) constatou um melhor desempenho econômico por parte das empresas listadas no Nível 2 em relação ao Nível 1, e do Novo Mercado em relação ao Nível 2. O segmento de listagem foi considerado como padrão de GC, portanto, é esperado que o índice de GC seja maior para as empresas listadas nos segmentos especiais de listagem como o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de GC.

Hipótese 2: O índice de GC está relacionado a um melhor desempenho financeiro da empresa.

Foram coletados os dados de desempenho medidos através dos indicadores Retorno sobre Ativos (em inglês, *Return on Assets* – “ROA”) e Retorno sobre Patrimônio Líquido (em inglês, *Return on Equity* – “ROE”) na data-base 31 de dezembro de 2018.

Há muitos estudos que avaliaram a relação entre métricas de retorno e a GC. Melo et al. (2013) investigou a contribuição da GC para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto e concluiu que a GC é um fator explicativo relevante no desempenho empresarial das empresas, tendo o ROA como indicador mais significativo. Catapan & Colauto (2014) também fez um levantamento do desempenho econômico-financeiro das empresas listadas entre os anos de 2010 a 2012 e a partir de um questionário com 16 questões determinou um índice de GC para identificar possíveis correlações entre GC e desempenho, medido pelos indicadores q de Tobin, de divulgação de GC e duas variáveis: q de TOBIN e ROA.

3.5. Modelo de regressão

Para testar as hipóteses de pesquisa, foram utilizados modelos de regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários para o índice de GC de cada capítulo do questionário, considerando as variáveis listadas na Tabela 3. O modelo estimado no presente estudo segue o modelo de regressão conforme abaixo:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Multinacional}_i + \beta_2 \text{BDR3}_i + \beta_3 \text{BovespaMais}_i + \beta_4 \text{BovespaMaisNível2}_i + \beta_5 \text{Nível1}_i + \beta_6 \text{Nível2}_i + \beta_7 \text{NovoMercado}_i + \beta_8 \text{Tradicional}_i + \beta_9 \text{FreeFloat}_i + \beta_{10} \text{Govt}_i + \beta_{11} \text{ROA}_i + \beta_{12} \text{ROE}_i + \varepsilon_i, \text{ onde:}$$

Y_i = variável dependente, sendo que foram realizados seis regressões cada uma com uma variável dependente, sendo elas:

Índice de GC – Sócios (isocios)

Índice de GC – Conselho (iconselho)

Índice de GC – Diretoria (idiretoria)

Índice de GC – Órgãos de fiscalização e controle (iof)

Índice de GC – Ética e conflito de interesses (icc)

Índice de GC – Total (itotal)

β = coeficiente de cada variável independente do modelo, sendo β_0 a constante;

i = cada uma das n observações, no caso cada uma das 348 empresas da amostra.

ε_i = resíduo não explicado no modelo estatístico.

Tabela 3. Variáveis do modelo estatístico

Variável	Tipo	Proxy	Fonte de dados
Índice de GC – Sócios (isocios) Índice de GC – Conselho (iconselho) Índice de GC – Diretoria (idiretoria) Índice de GC – Órgãos de fiscalização e controle (iof) Índice de GC – Ética e conflito de interesses (icc) Índice de GC – Total (itotal)	Dependente	Total de pontuação obtido através das respostas do questionário de GC, conforme capítulo.	Site CVM
Multinacional ou Nacional (multinacional)	Independente	<i>Dummy</i> de valor “1” para empresas multinacionais e “0”, nacionais.	Bloomberg
Estatual ou Privada	Independente	<i>Dummy</i> de valor “1” para empresas estatais ou economia mista e “0”, privadas.	Bloomberg
Dispersão acionária (free_float)	Independente	Percentual de ações em circulação no mercado medido pelo <i>free-float</i> .	Economática
Return on Assets	Independente	Retorno sobre ativos do ano calendário 2018.	Bloomberg
Return on Equity	Independente	Retorno sobre patrimônio líquido do ano calendário 2018.	Bloomberg
Listagem na B3	Independente	Variável categórica com 8 categorias, uma para cada segmento de listagem: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Tradicional, BDR Nível 3 e Balcão Organizado representado pela hipótese nula.	Economática

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados das regressões do índice de GC são apresentados na Tabela 4. Cada coluna corresponde a uma regressão de acordo com cada capítulo do Informe de GC. Como exemplo, a coluna (1) representa uma regressão utilizando o índice do capítulo “Sócios” como variável dependente. Para todas as colunas, foram consideradas as mesmas variáveis independentes.

Tabela 4. Resultado das Regressões Múltiplas

	(1) isócios	(2) iconselho	(3) idiretoria	(4) iof	(5) icc	(6) itotal
(Intercepto)	0,364*** (8,99)	0,326*** (7,28)	0,259*** (5,15)	0,280*** (4,43)	0,219*** (4,39)	0,271*** (7,23)
Multinacional	0,032 (1,01)	0,035 (0,99)	0,136*** (3,44)	0,175*** (3,87)	0,164*** (4,29)	0,117*** (3,97)
BDR nível 3	-0,063 (-0,38)	0,263 (1,43)	0,290 (1,40)	0,400 (1,69)	0,570** (2,86)	0,327* (2,12)
Bovespa Mais	0,380*** (6,07)	0,279*** (4,02)	0,479*** (6,16)	0,186 (1,96)	0,288*** (3,80)	0,326*** (5,63)
Bovespa Mais Nível 2	-0,084 (-0,51)	-0,146 (-0,80)	-0,007 (-0,04)	-0,216 (-0,92)	-0,084 (-0,43)	-0,092 (-0,61)
Nível 1	0,161** (2,75)	0,275*** (4,26)	0,337*** (4,65)	0,381*** (4,28)	0,501*** (7,04)	0,354*** (6,54)
Nível 2	0,296*** (4,63)	0,282*** (3,99)	0,375*** (4,72)	0,386*** (4,01)	0,454*** (5,85)	0,372*** (6,28)
Novo Mercado	0,430*** (9,49)	0,292*** (5,81)	0,393*** (6,97)	0,353*** (4,95)	0,470*** (8,42)	0,396*** (9,43)
Tradicional	0,101* (2,25)	0,129* (2,59)	0,291*** (5,19)	0,226** (3,22)	0,312*** (5,60)	0,215*** (5,15)
free_float	0,000 (0,33)	0,001 (1,54)	0,001** (2,86)	0,000 (0,31)	0,000 (0,16)	0,001 (1,40)
Govt	0,148*** (3,80)	0,179*** (4,15)	0,149** (3,09)	0,306*** (5,54)	0,097* (2,08)	0,179*** (4,97)
ROA	0,001 (0,04)	-0,032 (-1,36)	0,016 (0,59)	-0,033 (-1,09)	-0,058* (-2,25)	-0,021 (-1,06)
ROE	0,006 (0,28)	0,035 (1,57)	0,009 (0,37)	0,041 (1,43)	0,064** (2,66)	0,029 (1,59)
R ² (%)	53,1%	30,7%	34,0%	30,7%	39,2%	46,7%
R ² ajustado (%)	50,9%	27,4%	30,9%	27,2%	36,2%	44,2%
prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
observações (n)	249	249	249	243	243	249

Fonte: Elaboração própria.

Os valores em parênteses referem-se à estatística t. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

4. RESULTADOS

Os resultados das regressões apresentaram R^2 ajustado abaixo de 40%, com exceção das variáveis isócios e itotal, demonstrando que as variáveis independentes relacionadas não explicam com segurança, o comportamento do índice de GC nos temas Conselho, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle e Ética e Conflito de Interesses.

Contudo, os coeficientes das variáveis Multinacional, Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Tradicional e Govt apresentaram significância estatística na maioria das regressões.

Os indicadores de desempenho medidos pelas variáveis ROA e ROE, não apresentaram significância estatística para as regressões desenvolvidas, com exceção da regressão da variável icc (Ética e Conflito de Interesses), demonstrando que a conformidade das práticas de GC não está associada a um melhor desempenho operacional das empresas, rejeitando a Hipótese 2.

Uma possível explicação é de que não foi utilizada uma base histórica da evolução das práticas de GC e dos indicadores de desempenho para avaliar se as melhorias nas práticas de GC trazem maior retorno sobre total de ativos ou patrimônio líquido.

Outra possível explicação é que o fato do índice ser construído a partir de uma metodologia onde empresas que estão mais aderentes às práticas recomendadas pontuam mais, sem levar em consideração as justificativas para a sua não adoção, pode passar a falsa impressão de que não há flexibilidade na escolha e avaliação das práticas de GC. Desempenho pode estar associada a diversos outros fatores como estratégia da empresa, segmento operacional, cenário macroeconômico ou outras políticas internas.

Arcot e Bruno (2007) avaliaram a relação entre governança corporativa e desempenho operacional e identificaram que empresas que não aplicavam práticas recomendadas do código de GC do Reino Unido por razões válidas, apresentaram desempenho superior àquelas que cumpriam a todas as práticas e concluíram que o mero cumprimento das recomendações do código não necessariamente resultam em melhor desempenho.

4.1. Empresas estatais e de economia mista

As regressões também sugerem que todos os índices de GC são maiores nas empresas estatais ou de economia mista. As questões que apresentaram uma maior dispersão nas respostas entre empresas estatais e ou de economia mista e empresas privadas foram as seguintes:

1.7.1 - A companhia deve elaborar e divulgar política de destinação de resultados definida pelo conselho de administração. Entre outros aspectos, tal política deve prever a periodicidade de pagamentos de dividendos e o parâmetro de referência a ser utilizado para a definição do respectivo montante (percentuais do lucro líquido ajustado e do fluxo de caixa livre, entre outros).

3.1.2 - A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.

4.1.1 - O comitê de auditoria estatutário deve: (i) ter entre suas atribuições a de assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos, no gerenciamento de riscos e compliance: (ii) ser formado em sua maioria por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente: (iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente: e (iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.

4.4.1 - A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.

As empresas estatais ou de economia mista representam apenas 8% da amostra e a maior aderência na adoção das práticas de GC, principalmente, nas questões acima, pode ser explicado pelo maior nível de regulação e supervisão do Estado para justificar a existência e interesse público sobre as atividades dessas empresas. Há duas questões do questionário de GC exclusivas para as empresas estatais ou de economia mista, são elas:

1.8.1 - O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.

1.8.2 - O conselho de administração deve monitorar as atividades da companhia e estabelecer políticas, mecanismos e controles internos para apuração dos eventuais custos do

atendimento do interesse público e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador.

Para essas questões, os índices de conformidade das empresas foram de 72% e 85%, respectivamente, demonstrando que poucas empresas não estão aderentes a essas práticas, o que favorece também no efeito positivo nas regressões testadas para a variável Govt.

4.2. Empresas multinacionais

As regressões também sugerem que há um aumento no índice de GC nos capítulos de Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle e Ética e Conflito de Interesses para as empresas multinacionais. Para os capítulos Sócios e Conselho de Administração, a variável multinacional não demonstrou ser estatisticamente significativo.

Para o capítulo Diretoria, as questões que apresentaram maior índice para empresas multinacionais foram:

3.1.1 - A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) executar a política de gestão de riscos e, sempre que necessário, propor ao conselho eventuais necessidades de revisão dessa política, em função de alterações nos riscos a que a companhia está exposta: (ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente.

3.4.2 - A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.

Para o capítulo Órgãos de Fiscalização e Controle, as questões com maior conformidade nas práticas de GC para as empresas multinacionais foram:

4.5.1 - A companhia deve adotar política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho de administração, que inclua a definição dos riscos para os quais se busca proteção, os instrumentos utilizados para tanto, a estrutura organizacional para gerenciamento de riscos, a avaliação da adequação da estrutura operacional e de controles internos na verificação da sua efetividade, além de definir diretrizes para o estabelecimento dos limites aceitáveis para a exposição da companhia a esses riscos.

4.5.2 - Cabe ao conselho de administração zelar para que a diretoria possua mecanismos e controles internos para conhecer, avaliar e controlar os riscos, a fim de mantê-los em níveis compatíveis com os limites fixados, incluindo programa de integridade/conformidade (compliance) visando o cumprimento de leis, regulamentos e normas externas e internas.

Por fim, para o capítulo de Ética e Conflito de Interesses, as questões mais relevantes são:

5.1.1 - A companhia deve ter um comitê de conduta, dotado de independência e autonomia e vinculado diretamente ao conselho de administração, encarregado de implementação, disseminação, treinamento, revisão e atualização do código de conduta e do canal de denúncias, bem como da condução de apurações e propositura de medidas corretivas relativas às infrações ao código de conduta.

5.2.3 - A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.

5.5.1 - No intuito de assegurar maior transparência quanto à utilização dos recursos da companhia, deve ser elaborada política sobre suas contribuições voluntárias, inclusive aquelas relacionadas às atividades políticas, a ser aprovada pelo conselho de administração e executada pela diretoria, contendo princípios e regras claros e objetivos.

A maioria das empresas multinacionais da amostra possuem operações em mercados desenvolvidos, onde os padrões de GC, em geral, são maiores que os definidos aqui no Brasil, razão pelo qual o aumento nos índices de aderência às práticas de GC para as empresas multinacionais foi apresentado nas regressões. Por exemplo, no Brasil existem recomendações às práticas como implementação de comitê de auditoria e nomeação de maioria de Conselheiros independentes o que no mercado norte-americano, tratam-se de exigências mandatórias.

5. CONCLUSÃO

A recente introdução do Informe de GC no modelo “Pratique ou Explique” pelas empresas brasileiras registradas na CVM, demonstra a preocupação e relevância do tema de GC, objetivando aumentar o nível de transparência e divulgação das práticas adotadas pelas empresas.

Este trabalho aplicado buscou identificar os fatores determinantes para a maior aderência das práticas recomendadas no Informe de GC e entender as deficiências no preenchimento das explicações para a não-conformidade das empresas.

Através de regressões múltiplas pelo método dos mínimos quadrados, foram testadas hipóteses para definir quais os fatores determinantes na aderência das práticas de GC. Como resultado, foi verificado que empresas multinacionais e governamentais possuem maior aderência às práticas de GC do que as nacionais e privadas.

Outro fator determinante está relacionado ao segmento de listagem da B3, sendo que foi aceita a hipótese de que empresas listadas nos segmentos com maior nível de transparência como o Novo Mercado, Nível I, Nível II e Bovespa Mais, possuem uma maior aderência às recomendações de GC para todos os capítulos do Informe.

Com relação às justificativas apresentadas para não aplicação das práticas recomendadas, poucas respostas indicaram a pretensão da aplicação da prática no futuro. A Tabela 5 demonstra que em apenas 1467 das 8170 (18%) justificativas foram identificados indicativos de que a empresa reconhece a importância da prática e que ela estava sendo avaliada ou implementada.

Tabela 5. Intenção das empresas em se adequarem às práticas de GC

Segmento de Listagem	Sim	Não	Total	% Sim
Novo Mercado	906	1.712	2.618	35%
Bovespa Mais	65	287	352	18%
Nível 1	74	404	478	15%
Nível 2	59	332	391	15%
Outros	53	357	410	13%
Tradicional	293	2.982	3.275	9%
Balcão Organizado	17	629	646	3%
Total	1.467	6.703	8.170	18%

Fonte: Elaboração própria.

O segmento que apresentou maior índice na intenção de implementar as práticas definidas no Informe de GC foi a do Novo Mercado, com 35% das justificativas. Nas três questões a seguir, este índice foi maior que 70%:

2.2.2 - O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que estabeleça: (i) o processo para a indicação dos membros do conselho de administração, incluindo a indicação da participação de outros órgãos da companhia no referido processo: (ii) que o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero.

2.4.1 - A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do conselho de administração, dos conselheiros, individualmente considerados, e da secretaria de governança, caso existente.

3.1.1 - A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) executar a política de gestão de riscos e, sempre que necessário, propor ao conselho eventuais necessidades de revisão dessa política, em função de alterações nos riscos a que a companhia está exposta: (ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente.

Este fato pode ser explicado pela exigência do regulamento atual do Novo Mercado de outubro de 2017 que obriga as empresas listadas neste segmento a elaborarem e divulgarem políticas de indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária e política de gerenciamento de riscos, conforme artigo 32 do regulamento. Adicionalmente, está prevista a estruturação e divulgação de um processo de avaliação do Conselho de Administração, de seus comitês e da diretoria conforme artigo 18.

Estas exigências são aplicáveis a partir do exercício social de 2020, ou seja, todas as empresas devem atender a essas práticas até a Assembléia geral ordinária de 2021.

Também foi feita uma análise julgamental das justificativas para o não cumprimento das práticas e foram identificadas 789 respostas das 8170 (aproximadamente 10%) que não

descreveram o motivo para o não cumprimento ou cumprimento parcial dessas práticas, conforme demonstrado na Tabela 6.

Tabela 6. Ausência de justificativa para não adoção ou adoção parcial das recomendações

Segmento de Listagem	Sim	Não	Total	% Não
Novo Mercado	2.497	121	2.618	5%
Bovespa Mais	304	48	352	14%
Nível 1	457	21	478	4%
Nível 2	375	16	391	4%
Outros	348	62	410	15%
Tradicional	2.787	488	3.275	15%
Balcão Organizado	613	33	646	5%
Total	7.381	789	8.170	10%

Fonte: Elaboração própria.

Por exemplo, 31 das 150 empresas não justificaram por que não praticam ou praticam parcialmente a questão 5.1.2, que define que: “O código de conduta, elaborado pela diretoria, com apoio do comitê de conduta, e aprovado pelo conselho de administração, deve: (i) disciplinar as relações internas e externas da companhia, expressando o comprometimento esperado da companhia, de seus conselheiros, diretores, acionistas, colaboradores, fornecedores e partes interessadas com a adoção de padrões adequados de conduta: (ii) administrar conflitos de interesses e prever a abstenção do membro do conselho de administração, do comitê de auditoria ou do comitê de conduta, se houver, que, conforme o caso, estiver conflitado: (iii) definir, com clareza, o escopo e a abrangência das ações destinadas a apurar a ocorrência de situações compreendidas como realizadas com o uso de informação privilegiada (por exemplo, utilização da informação privilegiada para finalidades comerciais ou para obtenção de vantagens na negociação de valores mobiliários): (iv) estabelecer que os princípios éticos fundamentem a negociação de contratos, acordos, propostas de alteração do estatuto social, bem como as políticas que orientam toda a companhia, e estabelecer um valor máximo dos bens ou serviços de terceiros que administradores e colaboradores possam aceitar de forma gratuita ou favorecida.”

Uma justificativa comum identificada para a não adoção ou adoção parcial desta prática é a de que a Companhia não possui código de conduta. Ao justificar dessa forma, poucas empresas complementaram informando o por que da ausência e descrevendo as práticas e políticas mitigatórias que a empresa adota que faz com que a empresa entenda não ser relevante a existência de um código de conduta.

Identificamos como exemplo, a seguinte justificativa para o atendimento parcial à esta prática: “Embora a Companhia não tenha um código de conduta, o código de ética abrange a maioria das atividades descritas neste item.” Apesar de complementar o motivo para a não existência de um código de conduta, não menciona quais das atividades recomendadas pela questão são atendidas pelo código de ética.

Empresas não pertencentes a segmentos de listagens especiais, categorizadas como Tradicional e Outros, apresentaram maiores níveis de ausências de justificativas das respostas, demonstrando que, além de terem um nível menor de aderência às práticas recomendadas pelo Informe de GC, também estão menos preocupadas em detalhar os motivos para a não conformidade.

Pelo fato da introdução do Informe de GC ter sido recente, é possível argumentar que muitas empresas não estão habituadas a este método “pratique ou explique” e que portanto, isso pode ter influência na qualidade do preenchimento deste informe. Para futuros estudos, dados temporais das respostas podem ser coletadas para avaliar o grau de evolução, não apenas da conformidade às práticas do Código de GC, como também da qualidade das justificativas para a não-conformidade.

Como foram coletados dados de apenas um ano do Informe de GC, não foi possível avaliar com segurança, quais os fatores, além dos segmentos de listagem, são determinantes para a maior conformidade às práticas recomendadas pelo Informe.

Algumas questões tiveram alto índice de aderência, sendo questionável a necessidade delas fazerem parte do Informe de GC. Por exemplo, a questão “1.3.2 - As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas”, teve 97% de aderência. Tal fato é observado tendo em vista que o artigo 21-W, parágrafo 6º, incisos I e II da Instrução CVM 491/09 já prevê a exigência de divulgação dos mapas sintético e detalhado dos votos proferidos pelos acionistas na página da CVM.

A questão “2.9.3 - As atas de reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.” também teve 97% de aderência. O artigo 30, inciso V da instrução CVM 480/09 já prevê a exigência das atas de reunião do conselho de administração, desde que contenham

deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros.

Outra questão levantada no Informe de GC é que há questões que envolvem determinado grau de subjetividade, fazendo com que empresas respondam de maneira distinta práticas que são semelhantes entre elas. Por exemplo, a questão “1.4.3 - Caso o estatuto determine a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) sempre que um acionista ou grupo de acionistas atingir, de forma direta ou indireta, participação relevante no capital votante, a regra de determinação do preço da oferta não deve impor acréscimos de prêmios substancialmente acima do valor econômico ou de mercado das ações.”

O advérbio “substancialmente” dá a liberdade da empresa responder de acordo com seu próprio julgamento do que seria um prêmio substancialmente acima de seu valor econômico ou do mercado de ações. Na Tabela 7 listamos três exemplos de empresas que responderam a essa questão de forma distinta, com justificativas semelhantes.

Tabela 7. Exemplos de justificativas dadas por empresas para a questão 1.4.3

Empresa	Segmento de Listagem	Resposta	Justificativa
Alliance Shopping Centers S/A	Novo Mercado	Não	“[...] Nesse sentido, o preço de cada ação na OPA decorrente (125% da cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da Companhia durante os 365 dias anteriores) prevê um prêmio substancial, mas compatível com a excepcionalidade da situação, dado que haverá um impacto relevante na liquidez das ações da Companhia e na dispersão acionária.”
Multiplan Emp. Imobiliários S/A	Nível I	Parcial	“[...] prevê que o preço de aquisição de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre: (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 150% do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA por dispersão acionária, devidamente atualizado pelo IGP-M até o momento do pagamento; e (iii) 150% da cotação unitária média das ações ordinárias de emissão da Companhia durante o período de 90 dias anterior à realização da OPA na bolsa de valores

			em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.”
Companhia de Locação das Américas	Novo Mercado	Sim	“[...] o preço de aquisição por ação de emissão da Companhia deverá ser o maior valor entre: (i) 130% do valor justo da Companhia, apurado em laudo de avaliação elaborado nos termos do artigo 47 deste Estatuto Social, dividido pelo número total de ações de emissão da Companhia; (ii) 130% do preço de emissão de cada uma das ações no último aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses antes da realização da oferta pública de aquisição de ações, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 130% da cotação unitária média ponderada das ações de emissão da Companhia durante os 90 (noventa) dias anteriores ao anúncio acerca da realização da oferta pública de aquisição de ações.”

Fonte: Elaboração própria.

O Informe de GC através do modelo “Pratique ou Explique” teve início apenas em 2018 e por isso não foi possível verificar quais os avanços e benefícios decorrentes de sua aplicação. Por isso, este estudo abre diversos caminhos para pesquisas futuras com os objetivos de (i) avaliar a evolução do nível de aderência das empresas no decorrer dos anos, (ii) buscar melhorias no modelo “Pratique ou explique” no Brasil, (iii) efetuar uma análise comparativa com outros mercados e (iv) identificar outros fatores determinantes na aderência de GC das empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ARCOT, Sridhar; BRUNO, Valentina (2007). *One size does not fit all, after all: evidence from corporate governance. London School of Economics working paper*. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=887947>>.

ARCOT, Sridhar; BRUNO, Valentina; FAURE-GRIMAUD, Antoine (2010). *Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? International Review of Law and Economics*.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio Gledson, SAMPAIO, Joelson Oliveira (2014). *The Evolution of Corporate Governance in Brazil. Emerging Markets Review*, v. 20, p. 176-195

CARVALHAL, Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara (2005). *Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. Brazilian Review of Finance*, [S.l.], v. 3, n. 1, p. pp. 1-18, jan. 2005. ISSN 1984-5146. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1143>>.

CATAPAN, Anderson, & COLAUTO, Romualdo Douglas (2014). *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*, 59(3), 137-164.

DONAGGIO, Angela Rita Franco (2017). *(How) Does Self-Regulation Work? Evidence from Brazilian Corporate Governance Listing Segments*. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3198201>.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (2018), *Código das melhores práticas de governança corporativa. 5ª ed.*

GRANT THORNTON (2017), *Corporate Governance Review*.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara, CARVALHAL, Andre e IERVOLINO, Ana (2015), *One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil*. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2611372> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2611372>

LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira, OLIVEIRA, Francisco Durval, CABRAL, Augusto César de Aquino, DOS SANTOS, Sandra Maria, & PESSOA, Maria Naiula Monteiro. (2015). *Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. REGE-Revista de Gestão*, 22(2), 187-204.

MACNEIL, I., & LI, X. (2006). *“Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code. Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 486–496. Disponível em doi:10.1111/j.1467-8683.2006.00524.x

MANZANARES, Marina Dastre (2019). *The first year of mandatory comply or explain in Brazil – Rio de Janeiro*. 94 fls. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto Coppead de Administração, 2019.

MELO, Rodrigo Santos, BATISTA, Paulo César de Sousa, MACEDO, Augusto Cezar Moura, & COSTA, Rômulo Bernardoino Lopes (2013). *A contribuição da governança corporativa para*

o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. REGE-Revista de Gestão, 20(1), 79-92.

OECD (2019), *OECD Corporate Governance Factbook* 2019. Disponível em: www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm

ROSE, Caspar (2016). *Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance*. *European Management Journal*, Vol. 34, No. 3, 2016, p. 202–222.

SARKAR, Subrata (2015), *The Comply-or-Explain Approach for Enforcing Governance Norms*. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2638252> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2638252>

SEIDL, David; SANDERSON, Paul; ROBERTS, John.(2013). *Applying the ‘comply-or-explain’ principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance*. *J Manag Gov* 17, 791–826 (2013) doi:10.1007/s10997-011-9209-y

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli (2004), *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil* – São Paulo. 250 fls. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004.

STURM, Maria Elisabeth. (2016). *Corporate Governance in the EU and U.S.: Comply-or-Explain Versus Rule*, *European Union Law Working Papers*, No. 16, *Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum*.

Anexo 1. Comparativo dos segmentos de listagem

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), 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), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretores presidente ou principal executivo	Não há regra específica
Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica	Não há regra específica	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	Não há regra específica
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

	Bovespa Mais	Bovespa Nível 2	Mais	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa		Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Facultativa
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários		Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo) Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra específica

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

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

Tabela 1: Comparativo dos segmentos de listagem. Fonte: B3 (disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/)

Anexo 2. Questionário do Informe de Governança Corporativa

Sócios

1.1.1 - O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.

1.2.1 - Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.

1.3.1 - A diretoria deve utilizar a assembleia para comunicar a condução dos negócios da companhia, pelo que a administração deve publicar um manual visando facilitar e estimular a participação nas assembleias gerais.

1.3.2 - As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas.

1.4.1 - O conselho de administração deve fazer uma análise crítica das vantagens e desvantagens da medida de defesa e de suas características e, sobretudo, dos gatilhos de acionamento e parâmetros de preço, se aplicáveis, explicando-as.

1.4.2 - Não devem ser utilizadas cláusulas que inviabilizem a remoção da medida do estatuto social, as chamadas ‘cláusulas pétreas’.

1.4.3 - Caso o estatuto determine a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) sempre que um acionista ou grupo de acionistas atingir, de forma direta ou indireta, participação relevante no capital votante, a regra de determinação do preço da oferta não deve impor acréscimos de prêmios substancialmente acima do valor econômico ou de mercado das ações.

1.5.1 - O estatuto da companhia deve estabelecer que: (i) transações em que se configure a alienação, direta ou indireta, do controle acionário devem ser acompanhadas de oferta pública de aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os acionistas, pelo mesmo preço e condições obtidos pelo acionista vendedor; (ii) os administradores devem se manifestar sobre os termos e condições de reorganizações societárias, aumentos de capital e outras transações que derem origem à mudança de controle, e consignar se elas asseguram tratamento justo e equitativo aos acionistas da companhia.

1.6.1 - O estatuto social deve prever que o conselho de administração dê seu parecer em relação a qualquer OPA tendo por objeto ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis por ações de emissão da companhia, o qual deverá conter, entre outras informações relevantes, a opinião da administração sobre eventual aceitação da OPA e sobre o valor econômico da companhia.

1.7.1 - A companhia deve elaborar e divulgar política de destinação de resultados definida pelo conselho de administração. Entre outros aspectos, tal política deve prever a periodicidade de pagamentos de dividendos e o parâmetro de referência a ser utilizado para a definição do respectivo montante (percentuais do lucro líquido ajustado e do fluxo de caixa livre, entre outros).

1.8.1 - O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.

1.8.2 - O conselho de administração deve monitorar as atividades da companhia e estabelecer políticas, mecanismos e controles internos para apuração dos eventuais custos do atendimento do interesse público

e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador.

Conselho de Administração

2.1.1 - O conselho de administração deve, sem prejuízo de outras atribuições legais, estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) definir as estratégias de negócios, considerando os impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente, visando a perenidade da companhia e a criação de valor no longo prazo; (ii) avaliar periodicamente a exposição da companhia a riscos e a eficácia dos sistemas de gerenciamento de riscos, dos controles internos e do sistema de integridade/conformidade (compliance) e aprovar uma política de gestão de riscos compatível com as estratégias de negócios; (iii) definir os valores e princípios éticos da companhia e zelar pela manutenção da transparência do emissor no relacionamento com todas as partes interessadas; (iv) rever anualmente o sistema de governança corporativa, visando a aprimorá-lo.

2.2.1 - O estatuto social deve estabelecer que: (i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes; (ii) o conselho de administração deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência.

2.2.2 - O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que estabeleça: (i) o processo para a indicação dos membros do conselho de administração, incluindo a indicação da participação de outros órgãos da companhia no referido processo; (ii) que o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero.

2.3.1 - O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.

2.4.1 - A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do conselho de administração, dos conselheiros, individualmente considerados, e da secretaria de governança, caso existente.

2.5.1 - O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.

2.6.1 - A companhia deve ter um programa de integração dos novos membros do conselho de administração, previamente estruturado, para que os referidos membros sejam apresentados às pessoas-chave da companhia e às suas instalações e no qual sejam abordados temas essenciais para o entendimento do negócio da companhia.

2.7.1 - A remuneração dos membros do conselho de administração deve ser proporcional às atribuições, responsabilidades e demanda de tempo. Não deve haver remuneração baseada em participação em reuniões, e a remuneração variável dos conselheiros, se houver, não deve ser atrelada a resultados de curto prazo.

2.8.1 - O conselho de administração deve ter um regimento interno que normatize suas responsabilidades, atribuições e regras de funcionamento, incluindo: (i) as atribuições do presidente do conselho de administração; (ii) as regras de substituição do presidente do conselho em sua ausência ou vacância; (iii) as medidas a serem adotadas em situações de conflito de interesses; e (iv) a definição de prazo de antecedência suficiente para o recebimento dos materiais para discussão nas reuniões, com a adequada profundidade.

2.9.1 - O conselho de administração deve definir um calendário anual com as datas das reuniões ordinárias, que não devem ser inferiores a seis nem superiores a doze, além de convocar reuniões extraordinárias, sempre que necessário. O referido calendário deve prever uma agenda anual temática com assuntos relevantes e datas de discussão.

2.9.2 - As reuniões do conselho devem prever regularmente sessões exclusivas para conselheiros externos, sem a presença dos executivos e demais convidados, para alinhamento dos conselheiros externos e discussão de temas que possam criar constrangimento.

2.9.3 - As atas de reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.

Diretoria

3.1.1 - A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) executar a política de gestão de riscos e, sempre que necessário, propor ao conselho eventuais necessidades de revisão dessa política, em função de alterações nos riscos a que a companhia está exposta: (ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente.

3.1.2 - A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.

3.2.1 - Não deve existir reserva de cargos de diretoria ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas.

3.3.1 - O diretor-presidente deve ser avaliado, anualmente, em processo formal conduzido pelo conselho de administração, com base na verificação do atingimento das metas de desempenho financeiro e não financeiro estabelecidas pelo conselho de administração para a companhia.

3.3.2 - Os resultados da avaliação dos demais diretores, incluindo as proposições do diretor-presidente quanto a metas a serem acordadas e à permanência, à promoção ou ao desligamento dos executivos nos respectivos cargos, devem ser apresentados, analisados, discutidos e aprovados em reunião do conselho de administração.

3.4.1 - A remuneração da diretoria deve ser fixada por meio de uma política de remuneração aprovada pelo conselho de administração por meio de um procedimento formal e transparente que considere os custos e os riscos envolvidos.

3.4.2 - A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.

3.4.3 - A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.

Órgãos de fiscalização e controle

4.1.1 - O comitê de auditoria estatutário deve: (i) ter entre suas atribuições a de assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos, no gerenciamento de riscos e compliance: (ii) ser formado em sua maioria por

membros independentes e coordenado por um conselheiro independente: (iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente: e (iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.

4.2.1 - O conselho fiscal deve ter um regimento interno próprio que descreva sua estrutura, seu funcionamento, programa de trabalho, seus papéis e responsabilidades, sem criar embaraço à atuação individual de seus membros.

4.2.2 - As atas das reuniões do conselho fiscal devem observar as mesmas regras de divulgação das atas do conselho de administração.

4.3.1 - A companhia deve estabelecer uma política para contratação de serviços extra-auditoria de seus auditores independentes, aprovada pelo conselho de administração, que proíba a contratação de serviços extra-auditoria que possam comprometer a independência dos auditores. A companhia não deve contratar como auditor independente quem tenha prestado serviços de auditoria interna para a companhia há menos de três anos.

4.3.2 - A equipe de auditoria independente deve reportar-se ao conselho de administração, por meio do comitê de auditoria, se existente. O comitê de auditoria deverá monitorar a efetividade do trabalho dos auditores independentes, assim como sua independência. Deve, ainda, avaliar e discutir o plano anual de trabalho do auditor independente e encaminhá-lo para a apreciação do conselho de administração.

4.4.1 - A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.

4.4.2 - Em caso de terceirização dessa atividade, os serviços de auditoria interna não devem ser exercidos pela mesma empresa que presta serviços de auditoria das demonstrações financeiras. A companhia não deve contratar para auditoria interna quem tenha prestado serviços de auditoria independente para a companhia há menos de três anos.

4.5.1 - A companhia deve adotar política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho de administração, que inclua a definição dos riscos para os quais se busca proteção, os instrumentos utilizados para tanto, a estrutura organizacional para gerenciamento de riscos, a avaliação da adequação da estrutura operacional e de controles internos na verificação da sua efetividade, além de definir diretrizes para o estabelecimento dos limites aceitáveis para a exposição da companhia a esses riscos.

4.5.2 - Cabe ao conselho de administração zelar para que a diretoria possua mecanismos e controles internos para conhecer, avaliar e controlar os riscos, a fim de mantê-los em níveis compatíveis com os limites fixados, incluindo programa de integridade/conformidade (compliance) visando o cumprimento de leis, regulamentos e normas externas e internas.

4.5.3 - A diretoria deve avaliar, pelo menos anualmente, a eficácia das políticas e dos sistemas de gerenciamento de riscos e de controles internos, bem como do programa de integridade/conformidade (compliance) e prestar contas ao conselho de administração sobre essa avaliação.

Ética e Conflito de Interesses

5.1.1 - A companhia deve ter um comitê de conduta, dotado de independência e autonomia e vinculado diretamente ao conselho de administração, encarregado de implementação, disseminação, treinamento,

revisão e atualização do código de conduta e do canal de denúncias, bem como da condução de apurações e proposição de medidas corretivas relativas às infrações ao código de conduta.

5.1.2 - O código de conduta, elaborado pela diretoria, com apoio do comitê de conduta, e aprovado pelo conselho de administração, deve: (i) disciplinar as relações internas e externas da companhia, expressando o comprometimento esperado da companhia, de seus conselheiros, diretores, acionistas, colaboradores, fornecedores e partes interessadas com a adoção de padrões adequados de conduta: (ii) administrar conflitos de interesses e prever a abstenção do membro do conselho de administração, do comitê de auditoria ou do comitê de conduta, se houver, que, conforme o caso, estiver conflitado: (iii) definir, com clareza, o escopo e a abrangência das ações destinadas a apurar a ocorrência de situações compreendidas como realizadas com o uso de informação privilegiada (por exemplo, utilização da informação privilegiada para finalidades comerciais ou para obtenção de vantagens na negociação de valores mobiliários): (iv) estabelecer que os princípios éticos fundamentem a negociação de contratos, acordos, propostas de alteração do estatuto social, bem como as políticas que orientam toda a companhia, e estabelecer um valor máximo dos bens ou serviços de terceiros que administradores e colaboradores possam aceitar de forma gratuita ou favorecida.

5.1.3 - O canal de denúncias deve ser dotado de independência, autonomia e imparcialidade, operando diretrizes de funcionamento definidas pela diretoria e aprovadas pelo conselho de administração. Deve ser operado de forma independente e imparcial, e garantir o anonimato de seus usuários, além de promover, de forma tempestiva, as apurações e providências necessárias. Este serviço pode ficar a cargo de um terceiro de reconhecida capacidade.

5.2.1 - As regras de governança da companhia devem zelar pela separação e definição clara de funções, papéis e responsabilidades associados aos mandatos de todos os agentes de governança. Devem ainda ser definidas as alçadas de decisão de cada instância, com o objetivo de minimizar possíveis focos de conflitos de interesses.

5.2.2 - As regras de governança da companhia devem ser tornadas públicas e determinar que a pessoa que não é independente em relação à matéria em discussão ou deliberação nos órgãos de administração ou fiscalização da companhia deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular. Caso não o faça, essas regras devem prever que outra pessoa manifeste o conflito, caso dele tenha ciência, e que, tão logo identificado o conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida se afaste, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. As regras devem prever que esse afastamento temporário seja registrado em ata.

5.2.3 - A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.

5.3.1 - O estatuto social deve definir quais transações com partes relacionadas devem ser aprovadas pelo conselho de administração, com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes.

5.3.2 - O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras: (i) previsão de que, previamente à aprovação de transações específicas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos: (ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas: (iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores: (iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes,

elaborados sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros: (v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas.

5.4.1 - A companhia deve adotar, por deliberação do conselho de administração, uma política de negociação de valores mobiliários de sua emissão, que, sem prejuízo do atendimento às regras estabelecidas pela regulamentação da CVM, estabeleça controles que viabilizem o monitoramento das negociações realizadas, bem como a apuração e punição dos responsáveis em caso de descumprimento da política.

5.5.1 - No intuito de assegurar maior transparência quanto à utilização dos recursos da companhia, deve ser elaborada política sobre suas contribuições voluntárias, inclusive aquelas relacionadas às atividades políticas, a ser aprovada pelo conselho de administração e executada pela diretoria, contendo princípios e regras claros e objetivos.

5.5.2 - A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.

5.5.3 - A política sobre contribuições voluntárias das companhias controladas pelo Estado, ou que tenham relações comerciais reiteradas e relevantes com o Estado, deve vedar contribuições ou doações a partidos políticos ou pessoas a eles ligadas, ainda que permitidas por lei.

Anexo 3. Resultado das regressões múltiplas

Variável dependente: índice Sócios

```

modell_5 <- lm(isocios ~ multinacional + listbovespa + free_float + govt + roa + roe, data =
my.df)
summary(modell_5)

##
## Call:
## lm(formula = isocios ~ multinacional + listbovespa + free_float +
##      govt + roa + roe, data = my.df)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -0.45569 -0.10811  0.01838  0.09507  0.41699
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)      0.3637418   0.0404709   8.988 < 2e-16
## multinacional      0.0322627   0.0319030   1.011  0.31287
## listbovespaBDR nível 3 -0.0632711   0.1665305  -0.380  0.70432
## listbovespaBovespa Mais  0.3797958   0.0625946   6.068 4.80e-09
## listbovespaBovespa Mais Nível 2 -0.0835001   0.1643317  -0.508  0.61182
## listbovespaNível 1      0.1606960   0.0583689   2.753  0.00634
## listbovespaNível 2      0.2957018   0.0639381   4.625 6.03e-06
## listbovespaNovo Mercado  0.4304642   0.0453823   9.485 < 2e-16
## listbovespaTradicional  0.1013561   0.0450997   2.247  0.02549
## free_float      0.0001297   0.0003954   0.328  0.74326
## govt            0.1478425   0.0388724   3.803  0.00018
## roa             0.0007513   0.0213592   0.035  0.97197
## roe            0.0055594   0.0200244   0.278  0.78153
##
## (Intercept)          ***
## multinacional
## listbovespaBDR nível 3
## listbovespaBovespa Mais      ***
## listbovespaBovespa Mais Nível 2
## listbovespaNível 1          **
## listbovespaNível 2          ***
## listbovespaNovo Mercado      ***
## listbovespaTradicional       *
## free_float
## govt          ***
## roa
## roe
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.159 on 249 degrees of freedom
## (86 observations deleted due to missingness)
## Multiple R-squared:  0.5314, Adjusted R-squared:  0.5088
## F-statistic: 23.53 on 12 and 249 DF, p-value: < 2.2e-16

```

Variável dependente: Índice Conselho de Administração

```

model6_5 <- lm(iconselho ~ multinacional + listbovespa + free_float + govt + roa + roe, data
= my.df)
summary(model6_5)

##
## Call:
## lm(formula = iconselho ~ multinacional + listbovespa + free_float +
##      govt + roa + roe, data = my.df)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -0.42328 -0.12942  0.00722  0.11097  0.50649
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)      0.3259140   0.0447917    7.276 4.46e-12
## multinacional      0.0348546   0.0353090    0.987  0.3245
## listbovespaBDR nível 3  0.2633462   0.1843098    1.429  0.1543
## listbovespaBovespa Mais  0.2786740   0.0692774    4.023 7.64e-05
## listbovespaBovespa Mais Nível 2 -0.1460299   0.1818762   -0.803  0.4228
## listbovespaNível 1      0.2749666   0.0646005    4.256 2.94e-05
## listbovespaNível 2      0.2820638   0.0707643    3.986 8.83e-05
## listbovespaNovo Mercado  0.2916431   0.0502274    5.806 1.94e-08
## listbovespaTradicional  0.1290609   0.0499147    2.586  0.0103
## free_float        0.0006736   0.0004376    1.539  0.1250
## govt              0.1786703   0.0430225    4.153 4.51e-05
## roa              -0.0321101   0.0236395   -1.358  0.1756
## roe              0.0348577   0.0221622    1.573  0.1170
##
## (Intercept)          ***
## multinacional
## listbovespaBDR nível 3
## listbovespaBovespa Mais          ***
## listbovespaBovespa Mais Nível 2
## listbovespaNível 1          ***
## listbovespaNível 2          ***
## listbovespaNovo Mercado          ***
## listbovespaTradicional          *
## free_float
## govt          ***
## roa
## roe
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.1759 on 249 degrees of freedom
## (86 observations deleted due to missingness)
## Multiple R-squared:  0.3071, Adjusted R-squared:  0.2737
## F-statistic: 9.197 on 12 and 249 DF,  p-value: 1.225e-14

```


Variável dependente: Índice Diretoria

```

model2_5 <- lm(idiretoria ~ multinacional + listbovespa + free_float + govt + roa + roe, data = my.df)
summary(model2_5)

##
## Call:
## lm(formula = idiretoria ~ multinacional + listbovespa + free_float +
##      govt + roa + roe, data = my.df)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -0.51491 -0.12152  0.02024  0.13804  0.49799
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)      0.2589301   0.0502374    5.154 5.19e-07
## multinacional      0.1361627   0.0396019    3.438 0.000686
## listbovespaBDR nível 3  0.2902886   0.2067180    1.404 0.161484
## listbovespaBovespa Mais  0.4785546   0.0777001    6.159 2.92e-09
## listbovespaBovespa Mais Nível 2 -0.0071954   0.2039886   -0.035 0.971890
## listbovespaNível 1      0.3368229   0.0724546    4.649 5.42e-06
## listbovespaNível 2      0.3749344   0.0793677    4.724 3.87e-06
## listbovespaNovo Mercado  0.3925663   0.0563341    6.969 2.85e-11
## listbovespaTradicional  0.2906310   0.0559833    5.191 4.34e-07
## free_float        0.0014053   0.0004909    2.863 0.004554
## govt              0.1489781   0.0482531    3.087 0.002247
## roa               0.0156746   0.0265136    0.591 0.554928
## roe               0.0091823   0.0248567    0.369 0.712137
##
## (Intercept)          ***
## multinacional         ***
## listbovespaBDR nível 3
## listbovespaBovespa Mais          ***
## listbovespaBovespa Mais Nível 2
## listbovespaNível 1          ***
## listbovespaNível 2          ***
## listbovespaNovo Mercado        ***
## listbovespaTradicional         ***
## free_float              **
## govt                    **
## roa
## roe
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.1973 on 249 degrees of freedom
## (86 observations deleted due to missingness)
## Multiple R-squared:  0.3404, Adjusted R-squared:  0.3086
## F-statistic: 10.71 on 12 and 249 DF,  p-value: < 2.2e-16

```

Variável dependente: Índice Órgãos de Fiscalização e Controle

```

model3_5 <- lm(iof ~ multinacional + listbovespa + free_float + govt + roa + roe, data = my.
df)
summary(model3_5)

##
## Call:
## lm(formula = iof ~ multinacional + listbovespa + free_float +
##      govt + roa + roe, data = my.df)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -0.53320 -0.18665  0.01673  0.18466  0.54996
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)      0.2803917   0.0633119    4.429 1.43e-05
## multinacional      0.1751811   0.0453078    3.866 0.000142
## listbovespaBDR nível 3      0.4002068   0.2374492    1.685 0.093187
## listbovespaBovespa Mais      0.1864801   0.0953382    1.956 0.051613
## listbovespaBovespa Mais Nível 2 -0.2158365   0.2347399   -0.919 0.358761
## listbovespaNível 1      0.3809811   0.0890053    4.280 2.69e-05
## listbovespaNível 2      0.3861760   0.0962082    4.014 7.96e-05
## listbovespaNovo Mercado      0.3527870   0.0712334    4.953 1.37e-06
## listbovespaTradicional      0.2262296   0.0702076    3.222 0.001446
## free_float      0.0001812   0.0005791    0.313 0.754664
## govt      0.3057776   0.0551795    5.542 7.79e-08
## roa      -0.0330220   0.0302969   -1.090 0.276816
## roe      0.0405001   0.0283894    1.427 0.154981
##
## (Intercept)          ***
## multinacional          ***
## listbovespaBDR nível 3      .
## listbovespaBovespa Mais      .
## listbovespaBovespa Mais Nível 2
## listbovespaNível 1          ***
## listbovespaNível 2          ***
## listbovespaNovo Mercado      ***
## listbovespaTradicional      **
## free_float
## govt          ***
## roa
## roe
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.2253 on 243 degrees of freedom
## (92 observations deleted due to missingness)
## Multiple R-squared:  0.3065, Adjusted R-squared:  0.2723
## F-statistic: 8.95 on 12 and 243 DF, p-value: 3.6e-14

```

Variável dependente: Índice Ética e Conflito de Interesses

```

model4_5 <- lm(icc ~ multinacional + listbovespa + free_float + govt + roa + roe, data = my.
df)
summary(model4_5)

##
## Call:
## lm(formula = icc ~ multinacional + listbovespa + free_float +
##      govt + roa + roe, data = my.df)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -0.60210 -0.12787  0.02004  0.13661  0.57467
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)      2.189e-01  4.991e-02   4.385 1.73e-05
## multinacional      1.644e-01  3.832e-02   4.291 2.57e-05
## listbovespaBDR nível 3  5.695e-01  1.993e-01   2.858 0.004636
## listbovespaBovespa Mais  2.883e-01  7.581e-02   3.803 0.000181
## listbovespaBovespa Mais Nível 2 -8.430e-02  1.967e-01  -0.429 0.668613
## listbovespaNível 1  5.006e-01  7.106e-02   7.044 1.91e-11
## listbovespaNível 2  4.541e-01  7.759e-02   5.853 1.56e-08
## listbovespaNovo Mercado  4.695e-01  5.575e-02   8.423 3.23e-15
## listbovespaTradicional  3.123e-01  5.580e-02   5.597 5.86e-08
## free_float       7.678e-05  4.781e-04   0.161 0.872542
## govt             9.703e-02  4.664e-02   2.080 0.038555
## roa             -5.783e-02  2.571e-02  -2.249 0.025396
## roe              6.422e-02  2.413e-02   2.661 0.008307
##
## (Intercept)          ***
## multinacional         ***
## listbovespaBDR nível 3  **
## listbovespaBovespa Mais  ***
## listbovespaBovespa Mais Nível 2
## listbovespaNível 1     ***
## listbovespaNível 2     ***
## listbovespaNovo Mercado ***
## listbovespaTradicional ***
## free_float
## govt                  *
## roa                   *
## roe                   **
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.1899 on 243 degrees of freedom
## (92 observations deleted due to missingness)
## Multiple R-squared:  0.3918, Adjusted R-squared:  0.3618
## F-statistic: 13.04 on 12 and 243 DF,  p-value: < 2.2e-16

```

Variável dependente: Índice Total

```

model5_5 <- lm(itotal ~ multinacional + listbovespa + free_float + govt + roa + roe, data =
my.df)
summary(model5_5)

##
## Call:
## lm(formula = itotal ~ multinacional + listbovespa + free_float +
##      govt + roa + roe, data = my.df)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -0.37569 -0.08984 -0.00121  0.10348  0.37185
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)      0.2706923   0.0374656    7.225 6.10e-12
## multinacional      0.1170959   0.0295339    3.965 9.60e-05
## listbovespaBDR nível 3      0.3268921   0.1541642    2.120  0.035
## listbovespaBovespa Mais      0.3264885   0.0579464    5.634 4.74e-08
## listbovespaBovespa Mais Nível 2 -0.0922357   0.1521286   -0.606  0.545
## listbovespaNível 1      0.3536210   0.0540345    6.544 3.38e-10
## listbovespaNível 2      0.3717977   0.0591901    6.281 1.49e-09
## listbovespaNovo Mercado      0.3962048   0.0420123    9.431 < 2e-16
## listbovespaTradicional      0.2150751   0.0417507    5.151 5.26e-07
## free_float      0.0005125   0.0003661    1.400  0.163
## govt      0.1789277   0.0359857    4.972 1.23e-06
## roa      -0.0208919   0.0197731   -1.057  0.292
## roe      0.0293839   0.0185374    1.585  0.114
##
## (Intercept)          ***
## multinacional          ***
## listbovespaBDR nível 3      *
## listbovespaBovespa Mais      ***
## listbovespaBovespa Mais Nível 2
## listbovespaNível 1          ***
## listbovespaNível 2          ***
## listbovespaNovo Mercado      ***
## listbovespaTradicional      ***
## free_float
## govt                    ***
## roa
## roe
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.1472 on 249 degrees of freedom
## (86 observations deleted due to missingness)
## Multiple R-squared:  0.4673, Adjusted R-squared:  0.4416
## F-statistic: 18.2 on 12 and 249 DF, p-value: < 2.2e-16

```