

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –**

**FECAP**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**MATHEUS SABBAG LEONEL**

**PROGRAMAS DE COMPLIANCE E ACIONISTAS – UMA  
ANÁLISE SOBRE A RELAÇÃO ENTRE O PERFIL DO  
CONTROLADOR E AS PRÁTICAS DE INTEGRIDADE  
ADOTADAS PELAS COMPANHIAS BRASILEIRAS**

**São Paulo**

**2017**

**MATHEUS SABBAG LEONEL**

**PROGRAMAS DE COMPLIANCE E ACIONISTAS – UMA ANÁLISE  
SOBRE A RELAÇÃO ENTRE O PERFIL DO CONTROLADOR E AS  
PRÁTICAS DE INTEGRIDADE ADOTADAS PELAS COMPANHIAS  
BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio  
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a  
obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da  
Silveira**

**São Paulo**

**2017**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

### FICHA CATALOGRÁFICA

L583p

Leonel, Matheus Sabbag

Programas de Compliance e acionistas: uma análise sobre a relação entre o perfil do controlador e as práticas de integridade adotadas pelas companhias brasileiras / Matheus Sabbag Leonel. - - São Paulo, 2017.

34 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Compliance. 2. Acionistas. 3. Governança corporativa.

**CDD 658.151**

**MATHEUS SABBAG LEONEL**

**PROGRAMAS DE *COMPLIANCE* E ACIONISTAS – UMA ANÁLISE SOBRE A  
RELAÇÃO ENTRE O PERFIL DO CONTROLADOR E AS PRÁTICAS DE  
INTEGRIDADE ADOTADAS PELAS COMPANHIAS BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**COMISSÃO JULGADORA:**

---

**Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo**  
Insper

---

**Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio**  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

---

**Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira**  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP  
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

**São Paulo, 18 de abril de 2017.**

## **Agradecimentos**

Ao fim de uma jornada tão difícil e recompensadora como esta, não é possível pensar em todos que, de alguma forma, fizeram parte da história e contribuíram para que o caminho fosse menos tortuoso, mais prazeroso e mais enriquecedor. Assim, agradeço:

À minha esposa Vânia, que desde o início me apoiou e principalmente me compreendeu e abdicou comigo de inúmeros momentos de lazer, ao longo de todos esses anos, incentivando-me e fazendo-me acreditar que valia a pena.

À minha família, que sempre me fez acreditar que era possível, que eu deveria seguir adiante, que deveria buscar algo mais, que eu era capaz e nunca deveria desistir dos meus objetivos.

Aos meus colegas, que foram tão companheiros ao longo de todo o período, compartilhando angústias, dificuldades, vitórias, conhecimentos e trabalhos. Em especial, ao meu companheiro William “Carioca”, que me fez enxergar que era necessário dar algo mais, pois tinha alguém ao meu lado se esforçando muito, além de ter me ajudado bastante com seu conhecimento. Agradeço também ao Adolpho, chefe e colega de mestrado, que me ajudou a conciliar um período de grandes desafios profissionais com toda a dificuldade que envolve um mestrado.

Aos Professores, mestres que, ao longo de todo o caminho, colocaram seus conhecimentos à nossa disposição, trazendo-nos muita bagagem, cada um à sua maneira. Em especial, ao Prof. Dr. Joelson Sampaio, que demonstrou, ao longo de todo o curso, tanta entrega a nós, alunos, e ao Prof. Dr. Alexandre Di Miceli, que, mais que orientador, serviu, desde antes de iniciar o mestrado, como uma inspiração para encarar esse desafio, o que só aumentou com a convivência e o aprendizado.

Por fim, agradeço a Deus, por ter colocado todas essas pessoas no meu caminho e por ter me proporcionado mais uma experiência tão gratificante, da qual certamente saio melhor e mais preparado para a próxima que virá.

## Resumo

Este artigo analisa os programas de compliance implementados por 249 companhias brasileiras de capital aberto em 2016, bem como procura avaliar se os perfis dos acionistas dessas empresas possuem relação com o nível de adoção dessas práticas. Inicialmente, avalia-se os programas de compliance a partir de itens presentes na legislação brasileira e nos códigos de boas práticas de governança. Na sequência, são aplicadas análises qualitativas e quantitativas sobre os dados coletados, no intuito de verificar as relações existentes entre o desempenho das empresas nos quesitos em que seus programas de compliance foram avaliados e diversas características corporativas, com destaque para o perfil do acionista controlador. Os resultados indicam não haver relação estatisticamente significativa entre o perfil do acionista controlador e o nível de adoção das práticas de integridade pelas empresas avaliadas. Não obstante, observa-se que outros aspectos, como a adoção da lei anticorrupção brasileira ou o segmento de mercado da empresa, mostram ter influência sobre a adoção ou não de tais práticas.

**Palavras-chave:** *Compliance*; Acionista; Estrutura de Propriedade; Código de Conduta; Governança Corporativa.

## **Abstract**

This article presents a evaluation of the compliance programs implemented so far by 249 brazilian publicly traded companies and seeks to assess whether the shareholder identity of these companies can influence the level of adoption of these practices. Initially, it is proposed some questions to evaluate compliance programs based on the Brazilian legislation and corporate governance best practices codes. Therefore, qualitative and quantitative analyzes are applied on the data collected in order to verify the existing relationships between the performance of companies in these questions in which their compliance programs were evaluated and several characteristics of these companies, the central being the profile of the controlling shareholder. The results indicate that there is no influence or statistically significant relation of the shareholder's identity on the level of integrity practices adopted by the evaluated companies. However, other aspects, like the adoption of anticorruption brazilian law and the market segment, show that they have some influence on the adoption of such practices.

**Key-words:** Compliance; Shareholder; Ownership Structure; Code of Conduct; Corporate Governance.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>Introdução</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>Referencial Teórico</b>	<b>9</b>
<b>2.1</b>	<b>Práticas de <i>Compliance</i></b>	<b>9</b>
<b>2.1.1</b>	<b><i>No mundo</i></b>	<b>9</b>
<b>2.1.2</b>	<b><i>No Brasil</i></b>	<b>10</b>
<b>2.2</b>	<b>Estrutura de propriedade</b>	<b>11</b>
<b>3</b>	<b>Metodologia</b>	<b>13</b>
<b>3.1</b>	<b>Amostra</b>	<b>13</b>
<b>3.2</b>	<b>Práticas de <i>Compliance</i> (CMPL_INDEX) – Variável Dependente</b>	<b>14</b>
<b>3.3</b>	<b>Estrutura de Propriedade (PERF_X) – Variável Explicativa</b>	<b>16</b>
<b>3.4</b>	<b>Variáveis de Controle</b>	<b>17</b>
<b>3.4.1</b>	<b><i>Tamanho da Empresa (LOG_REC)</i></b>	<b>17</b>
<b>3.4.2</b>	<b><i>Idade da Empresa (FIRM_AGE)</i></b>	<b>17</b>
<b>3.4.3</b>	<b><i>Setor de Atuação (SETOR_X)</i></b>	<b>17</b>
<b>3.4.4</b>	<b><i>Setores Regulados (SETOR_REG)</i></b>	<b>18</b>
<b>3.4.5</b>	<b><i>Segmentação Governança da Bolsa (GOV_1, GOV_2, GOV_NOV ou GOV_NOV_2)</i></b>	<b>18</b>
<b>3.4.6</b>	<b><i>Legislação Brasileira Anticorrupção (LEGIS_AC)</i></b>	<b>18</b>
<b>3.4.7</b>	<b><i>ADRs (ADR)</i></b>	<b>18</b>
<b>3.4.8</b>	<b><i>Bancos (BANCO)</i></b>	<b>19</b>
<b>4</b>	<b>Análise dos Resultados</b>	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>Considerações Finais</b>	<b>27</b>
	<b>Referências</b>	<b>29</b>
	<b>Apêndice A – Avaliação das Práticas de <i>Compliance</i> das Empresas Brasileiras</b>	<b>29</b>



## 1 Introdução

O ambiente de negócios no Brasil tem passado por um momento importante de questionamento sobre a integridade das práticas adotadas pelas empresas, principalmente em suas relações com o poder público. A cada dia, diversos exemplos são presenciados por toda a população, não só no Brasil, como em outros países. Entre os mais conhecidos nacionalmente, podem ser destacados os casos recentes trazidos pela Operação Lava Jato (<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>, recuperado em 02 de abril de 2017) da Polícia Federal, envolvendo empresas de grande renome, como a Petrobras e a Odebrecht. Em termos globais, é possível destacar outras situações recentes, como as práticas da montadora alemã Volkswagen<sup>1</sup>, ao fraudar resultados de testes de emissões e poluentes dos motores, ou o caso da japonesa Toshiba<sup>2</sup>, no qual houve indícios de fraudes relevantes em suas demonstrações financeiras.

Diante de todas essas situações, um dos temas que têm sido questionados de forma geral é a existência e efetividade das práticas de *compliance* adotadas pelas empresas para evitar que atitudes como essas aconteçam<sup>3</sup>. Em 2010, um levantamento realizado por Azevedo, Luca, Holanda, Ponte e Santos (2014) constatou que apenas 39,6% das empresas listadas na BM&FBovespa adotavam um Código de Conduta. Ao mesmo tempo, segundo o Decreto Federal nº 8.420 (2015), em seu capítulo IV, que dispõe sobre a estrutura dos programas de integridade, os padrões de conduta ou códigos de ética são parâmetros fundamentais na construção desses programas.

Dessa forma, entender como as empresas brasileiras estão implementando e adotando essas práticas de integridade em suas relações se mostra importante. Assim, é fundamental avaliar os Programas de *Compliance*, conforme estabeleceu recentemente a legislação brasileira, através da Lei nº 12.846 (2013) e do Decreto Federal nº 8.420 (2015). Essas legislações, inclusive, já são influências das recentes situações investigadas no país e de acordos mundiais de combate às práticas de corrupção, como, por exemplo, o Pacto Global da ONU ou a Convenção Interamericana Contra a Corrupção.

Em paralelo à discussão sobre a implantação de programas de *compliance* nas empresas, diversos estudos no Brasil, como os de Silveira, Barros e Famá (2008), Santos (2008) ou Campos (2006), ou no exterior, como Oh, Chang e Martynov (2011), Pedersen e Thomsen

---

<sup>1</sup> Cf. Escândalo da Volkswagen... (2015).

<sup>2</sup> Cf. [CEO da Toshiba renúncia... \(2015\)](#).

<sup>3</sup> Cf. [Racy \(2016\)](#) e [Cordeiro \(2016\)](#).

(2003) ou Kang e Sorensen (1999), discutem a influência da estrutura de propriedade, mais especificamente a identidade dos acionistas, nos diversos tipos de decisões ou estratégias que uma empresa pode adotar e que terão, como consequência, impactos no seu desempenho.

Considerando que a adoção de práticas de *compliance* está entre as decisões importantes ou estratégicas que uma companhia deve tomar, o presente estudo tem como objetivo principal verificar se o tipo de estrutura de propriedade e a identidade do acionista controlador de uma empresa influenciam a abrangência das suas ações de *compliance*. Diante disso, alguns objetivos secundários se propõem:

- Avaliar o nível de adoção das práticas de *compliance* pelas companhias brasileiras de capital aberto;
- Verificar se há relação entre o nível de adoção das práticas pelas empresas com o segmento de atuação definido pela Bolsa;
- Verificar se há relação entre o nível de aderência às boas práticas e o porte da empresa.

Com essas etapas de estudo, pretende-se chegar à resposta da seguinte questão de pesquisa: A estrutura de propriedade e a identidade dos acionistas majoritários influenciam, de alguma forma, o nível de adoção de práticas de *compliance* pelas companhias brasileiras?

Apesar de alguns trabalhos, como os de Oh et al. (2011), buscarem a relação entre as decisões de investimento ou estratégias da organização com a visão de tempo dos objetivos dos investidores (longo, médio ou curto prazo), não há base empírica ou teórica para se estabelecer aqui uma hipótese clara para os resultados da pesquisa, caracterizando-se, assim, esse estudo como exploratório.

Desse modo, com os resultados desse artigo, espera-se ter uma visão geral do nível de aderência das companhias brasileiras de capital aberto às práticas de *compliance* previstas na legislação brasileira e nas boas práticas de mercado e, também, se há perfis de acionistas controladores que influenciam suas companhias a terem as melhores práticas.

Ao alcançar os objetivos do estudo, espera-se ainda trazer uma contribuição efetiva para a pesquisa do assunto no Brasil, à medida que se trata de uma temática muito nova e em evolução. Dessa forma, o estudo da relação entre a adoção das práticas até o momento e a com as características dos acionistas e outras dimensões da companhia pode suscitar outros estudos que vão ampliar os já existentes e o conhecimento que poderá haver no futuro sobre o tema.

Além disso, para os participantes do mercado, o trabalho traz uma importante contribuição, à medida que, até certo ponto, estabelece uma métrica que permite comparar as empresas quanto às suas práticas de *compliance*, não somente entre elas, mas em comparação

à legislação e às boas práticas de mercado. Por fim, o estudo pode também contribuir para os próprios reguladores, tendo em vista que traz uma visão de como as empresas estão em relação aos preceitos trazidos por eles em suas regulações e quais são os pontos críticos de aperfeiçoamento, detalhamento ou fiscalização junto às companhias.

## **2 Referencial Teórico**

### **2.1 Práticas de *Compliance***

Quando se fala de práticas de *compliance* ou de integridade, usa-se uma denominação comum de mercado, tendo como referência a legislação sobre o assunto, seja no Brasil, através da Lei nº 12.846 (2013), ou das normas internacionais, como o *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) ou *UK Bribery Act*. Mas, por trás dessa nomenclatura, está algo que se discute há um pouco mais de tempo, que é a ética no ambiente empresarial. Porém, neste estudo, delimitar-se-ão as análises apenas ao que se está aqui denominando de práticas de *compliance*, como algo estruturado e que passou a ser exigido das companhias através de documentos de boas práticas, inicialmente, para, em seguida, passar a constar das legislações. Pode-se entender esse movimento como algo derivado de uma série de conflitos que as companhias começaram a passar ao final dos anos 70 e início dos anos 80 (Meira, 2002).

#### **2.1.1 No mundo**

Um marco importante sobre a exigência de que empresas adotassem as aqui denominadas práticas de *compliance* pode ser atribuído à publicação, nos Estados Unidos, em 1991, das Diretrizes Federais para Observância das Organizações (<http://www.ussc.gov/guidelines/organizational-guidelines>, recuperado em 02 de abril de 2017). Essa publicação formalizou o tom que o governo americano esperava dos chamados Programas de Ética ou de *Compliance*, a serem implementados pelas empresas americanas. Nesse momento também surgem as compensações para as empresas que adotassem tais práticas, através de atenuações de eventuais sanções relacionadas a desvios de conduta das empresas ou de seus administradores, dando-se mais voz ao FCPA, publicado desde 1977 (Boeira, 2005).

Essas diretrizes transformaram praticamente em lei os incentivos para que as empresas tomassem medidas a fim de preservar a integridade em suas condutas, através da construção de programas de *compliance*, em uma caracterização da ética como ferramenta gerencial. Assim,

os códigos de conduta passaram a ser encarados como uma ferramenta importante para assegurar que os valores das empresas fossem adequadamente divulgados aos funcionários e demais interessados e também passassem a ser monitorados (Silva & Gomes, 2008).

Em seguida, diversos movimentos reforçaram essas práticas como algo fundamental a ser adotado pelas organizações, podendo-se apontar como outros marcos globalmente importantes a Convenção de Combate à Corrupção da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em 1999 e, posteriormente, a Convenção da Nações Unidas de Combate à Corrupção, em 2003. Nesses dois acordos multilaterais, os principais países do mundo se comprometeram a adotar uma série de práticas de combate à corrupção, dentre elas a implementação de legislações locais que estimulem e promovam a prevenção de condutas inadequadas. Analisando-se os itens, pode-se destacar a adoção de códigos de conduta por todos os órgãos públicos desses países e os meios legais de exigir que as empresas privadas também adotassem tais práticas. Esses dois acordos desencadearam uma série de movimentos que reforçaram a adoção de práticas de *compliance* pelas organizações em todos os países signatários, dentre eles o Brasil.

### **2.1.2 No Brasil**

Considerando os mesmos aspectos formais e até regulatórios de práticas de *compliance* pelas empresas, é seguro afirmar que, no Brasil, esse tema ainda é muito recente. Poder-se-ia destacar, como o primeiro marco oficial de práticas de *compliance*, o acordo de Basileia que trouxe conceitos de *compliance*, gestão de riscos e controles para o sistema financeiro na década de 90. Posteriormente e, abrangendo outros setores da economia, tivemos a publicação da Lei americana conhecida como *Sarbanes Oxley* (SOX), em 2002, que obrigava as empresas que possuíssem ações negociadas na bolsa de valores americana a adotar uma série de regras e processos que aumentassem a confiabilidade dos seus registros, em função, principalmente, de escândalos ocorridos à época, não só nos Estados Unidos, mas também na Europa (Silveira et al., 2008). Na seção 406, da SOX, por exemplo, está prevista a adoção, por parte das empresas, de um código de ética que seja razoavelmente claro para promover uma conduta adequada (Azevedo et al., 2014).

Paralelamente, os níveis de diferenciação de governança criados no mercado de ações brasileiro já estabeleciam, como uma das práticas exigidas, a adoção de códigos de conduta por parte das empresas, além das políticas de negociação de valores mobiliários. Iniciava-se, assim,

um estímulo a boas práticas de governança e *compliance*, além daquelas previstas pela legislação em vigor à época.

Como outros estimuladores das práticas de *compliance* no Brasil podem ser citados o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado pela Bolsa de Valores brasileira em 2005, e o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 2005, em sua primeira versão. Em ambos os casos, buscase estimular as empresas a adotarem práticas consideradas sustentáveis ou de boa governança, entre elas códigos de conduta e canais de denúncia.

Por fim, em consequência do Brasil ser signatário do Pacto Global contra a Corrupção citado anteriormente, foi publicada uma nova lei, a Lei nº 12.846 (2013), conhecida como Lei da Empresa Limpa ou Lei Anticorrupção. Essa nova legislação trouxe, entre outras determinações, a exigência de que as companhias que tivessem interesse em se valer das atenuantes às penas previstas na lei adotassem programas de *integridade ou compliance* dentro dos parâmetros nela estabelecidos. Essa legislação foi complementada através do Decreto nº 8.420 (2015), que especificou quais seriam as práticas de *compliance* a serem consideradas para atendimento aos requisitos previstos na Lei nº 12.846 (2013).

Dentre os principais elementos trazidos por essa regulamentação estão a adoção de padrões de conduta, códigos de ética, políticas e procedimentos de integridade e canais de denúncia de irregularidades, abertos e amplamente divulgados a funcionários e a terceiros, e de mecanismos destinados à proteção de denunciantes de boa-fé.

## **2.2 Estrutura de propriedade**

Neste artigo, tendo como proposta verificar a influência da estrutura de propriedade nas práticas de *compliance* das empresas brasileiras, através da identidade do acionista majoritário, é importante fazer uma revisão de estudos que abordaram como o perfil do acionista pode afetar as principais decisões de uma organização.

Para Pedersen e Thomsen (2003), a identidade dos principais acionistas tem implicações para os objetivos da organização e para as formas com que exercem seu poder, tudo isso influenciando as decisões estratégicas, como o objetivo dos lucros, a estrutura de capital, os dividendos, etc.

Como perfis de acionistas entende-se que são aqueles grupos que possam ser especificados e que tenham um número relativo importante das ações da empresa, tais como fundos de pensão, instituições financeiras, fundos de investimento, grupos familiares, grupos

privados, etc. Estudos anteriores, como os de Zahra (1996), por exemplo, encontraram diferenças nas características das empresas que possuíam acionistas com visões de longo ou curto prazo. Outros estudos, como os de Chaganti e Damanpour (1991) e Hoskisson, Hitt, Johnson e Grossman (2002), também demonstraram diferenças entre alguns tipos de decisões e performances das companhias, de acordo com os perfis de acionistas que as empresas tinham.

Em seus estudos, Hoskisson et al. (2002) avaliaram, por exemplo, a relação do perfil dos investidores com os investimentos em inovação feito pelas companhias estudadas e observaram uma influência desses perfis nos níveis de investimento nessa temática. Considerando essa evidência exemplificada no estudo supracitado, pode-se relativizar que a adoção das práticas de *compliance* pelas organizações também representa várias decisões de investimento e estratégicas, tendo em vista os custos envolvidos na implantação de tais práticas e a influência disso nas demais decisões de longo prazo das empresas.

Já Oh et al. (2011) utilizam essa premissa quando analisam o efeito da estrutura de propriedade sobre o nível do *Corporate Social Responsibility* (CSR) das empresas coreanas, considerando que as práticas sociais protegem as empresas no longo prazo, à medida que evitam que a companhia sofra sanções e penalidades dos órgãos governamentais e outros *stakeholders* importantes. Assim, eles afirmam que os diversos acionistas, à medida que possuem diferentes horizontes de tempo nos seus investimentos, terão aptidões distintas para investir em práticas sociais, visto que pressupõem que esses investimentos estejam ligados a uma geração de valor de mais longo prazo.

Nessa visão, entende-se que as práticas de *compliance* assumem características semelhantes às práticas sociais avaliadas por Oh et al. (2011), pois também possuem uma perspectiva de preservação e sustentação das companhias no longo prazo. Deste modo, esses investimentos podem ser considerados pelos acionistas como um “fardo” no curto prazo e, uma vez que os mercados não são perfeitamente eficientes (Shleifer, 2000), tais mercados podem não considerar o valor ou o retorno trazido por essas práticas, mesmo sabendo-se que melhores práticas de integridade são boas para os negócios.

No Brasil também apareceram, nas últimas décadas, vários trabalhos sobre o comportamento da estrutura de propriedade das empresas nacionais e suas relações com algumas questões e decisões das organizações, como demonstram os estudos de Holanda e Coelho (2014), que fizeram um extenso levantamento sobre o comportamento da estrutura de propriedade no Brasil de 1998 a 2012. Esse volume de estudos demonstra uma grande preocupação em entender essa dinâmica de poderes e ações e as influências que isso traz no mercado e na gestão das organizações.

Além desses estudos, podem ser destacados outros, como os de Okimura (2003), Silva (2004), Aldrighi e Mazzer (2007) e Verne, Santos e Postali (2009), os quais tiveram em comum, por exemplo, resultados que indicaram a predominância de famílias no controle das empresas e um alto nível de concentração de propriedade.

O citado trabalho de Holanda e Coelho (2014) indicou que, ao longo das últimas décadas, o comportamento da estrutura de propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto pouco se alterou, com uma leve diminuição na concentração de propriedade, influenciada, especialmente, pela iniciativa de instituir listagens especiais de empresas que aderiram a práticas diferenciadas de governança corporativa. Ao mesmo tempo, na base acionária preferencial essa alteração é mais perceptível.

### 3 Metodologia

De forma a buscar responder à questão de pesquisa e às proposições levantadas, a pesquisa realizada pode ser caracterizada como descritiva, de natureza qualitativa e quantitativa. Em relação aos procedimentos, além da revisão bibliográfica e de algumas análises qualitativas, foi realizada também uma análise estatística, utilizando-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários para as variáveis identificadas como fundamentais para o trabalho, de forma a identificar a relação entre a variável objeto de estudo (nível das práticas de *compliance*) e as demais variáveis a serem examinadas. As informações e documentos das empresas estudadas começaram a ser obtidos e analisados no mês de abril de 2016 e as análises estenderam-se até o mês de janeiro de 2017.

Para tanto, a proposição da regressão linear se baseou na seguinte equação referente ao modelo de pesquisa:

$$CMPL_{Index} = \alpha + \beta_1 PerfX + \beta_2 Log_{rec} + \beta_3 Firm_{age} + \beta_4 GovX + \beta_5 Legis_{ac} + \beta_6 ADR + \beta_7 Bancos + \beta_8 Setor_{reg} + \beta_9 SetorX + \mu$$

**Equação 1:** Equação proposta para regressão linear.

#### 3.1 Amostra

Com objetivo de realização dessa pesquisa foram consideradas, inicialmente, as 368 empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores Brasileira com ações ordinárias, conforme dados extraídos da plataforma Economática, (<https://economatica.com/>, recuperado em 06 de

dezembro de 2016. Porém, ao verificar as informações disponíveis de todas essas empresas, constatou-se que 249 (67%) apresentavam informações públicas acerca de suas práticas de *compliance*, registradas em seus Códigos de Conduta ou *websites* específicos.

Tendo em vista que a avaliação foi realizada apenas para essa amostra da população, definida com base na conveniência das informações disponíveis, pode existir um viés nos resultados apresentados no trabalho, em função da forma como a amostra foi selecionada, visto que, obviamente, as empresas que publicam informações sobre suas práticas de *compliance* já demonstram uma preocupação maior com o tema do que as demais que não foram consideradas neste estudo. Segundo Mourão (2007), a representatividade da amostra é algo que ajuda a evitar ou a reduzir o viés de seleção, o que ocorreu com a proporção amostral aqui obtida.

### **3.2 Práticas de *Compliance* (CMPL\_Index) – Variável Dependente**

Em relação à definição da variável para representar as práticas de *compliance* das empresas, foi utilizado, inicialmente, um questionário-base sobre o qual as informações das empresas selecionadas foram avaliadas. Nesse questionário, levou-se em conta as práticas de *compliance* previstas na legislação brasileira – Lei da Empresa Limpa (Lei nº 12.846, 2013) e Decreto Federal nº 8.420 (2015) – e no Código de Boas Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Para que a avaliação fosse consistente, entendeu-se importante considerar aspectos concretos e, portanto, foram selecionados, nesses documentos, apenas as práticas de *compliance* sobre as quais seria possível realizar uma avaliação de forma abrangente para toda a população, sem a necessidade de realizar julgamentos subjetivos e totalmente baseados em informações públicas.

Dessa forma, foram analisadas as práticas relacionadas à implantação de Códigos de Conduta ou Políticas Internas e de Canais de Denúncia para apuração de irregularidades. Assim, não foram incluídas no estudo informações acerca das práticas de treinamento e comunicação periódicas, *due diligences* em operações de fusões e aquisições, análises internas de riscos, ambiente de controles internos, estrutura da instância responsável pela gestão do programa de integridade, entre outros requisitos da legislação e das boas práticas. Essa limitação se dá em função das informações que as empresas divulgam publicamente acerca dos seus programas.

Diferentemente de outros estudos, como os de Azevedo et al. (2014), Adelstein e Clegg (2015), Bodolica e Spraggon (2015), que buscaram avaliar o conteúdo e características dos códigos de conduta de determinadas empresas, as questões representadas na Tabela 1 concentram, basicamente, aspectos formais relacionados à implantação de códigos de conduta,



canais de comunicação (canais de denúncia), nível de divulgação e aprovação dos documentos etc., a fim de se estabelecer um índice de referência a ser confrontado com características da estrutura de propriedade das empresas avaliadas.

Para cada uma das perguntas elaboradas está indicado, na tabela 1, o requisito dos documentos-base que originaram o questionamento, bem como uma pontuação dada a cada resultado que foi observado na análise.

Tabela 1

### Questionário – Índice de Práticas de *Compliance*

Questão	Fonte		Respostas		
	Manual IBGC 2015	Decreto 8.420/15	0	1	2
1. Possui Código de Conduta para Fornecedores e Parceiros?	5.1 b)	Art. 42, III	Não	Sim, no próprio Código de Conduta	Sim, possui um Código Específico
2. Código de Conduta aprovado pela Alta Administração?	5.1 a)	Art. 42, I	Não ou Não é possível identificar	Sim, Diretoria Executiva	Sim, Conselho de Adm.
3. O Código de conduta prevê a aplicação de medidas disciplinares em caso de desvios de conduta?		Art. 42, XI	Não ou Não é possível identificar	Sim, porém de maneira abrangente	Sim, de maneira detalhada
4. O Código de Conduta prevê a tratativa dos temas de ética por alguma instância com independência na organização - Comitê de Conduta?	5.2 d)	Art. 42, IX	Não ou Não é possível identificar		Sim
5. Possui Canal de Conduta?	5.2	Art. 42, X	Não ou Não é possível identificar		Sim
6. Qual o nível de disponibilidade do canal de conduta?	5.2 a)	Art. 42, X	Somente Funcionários		Todos os públicos
7. Qual a acessibilidade do Canal de Conduta? (formas de acesso ao canal)	5.2 a)	Art. 42, X	Somente um canal	Duas opções de Contato	Mais de duas opções de contato
8. É possível fazer uma denúncia anônima?	5.2 b) e c)	Art. 42, X	Não	Sim, com restrições	Sim, sem restrições
9. Canal de Conduta terceirizado junto a empresa especializada?	5.2 b) e c)	Art. 42, X	Não ou Não é possível identificar		Sim
10. As manifestações feitas através do canal de denúncias são tratadas por órgão independente (Comitê de Conduta)?	5.2 d) e 5.3		Não ou Não é possível identificar		Sim
11. Código de Conduta aborda especificamente a proteção ao denunciante? (anonimato e não retaliação)	5.2 b) e c)	Art. 42, X	Não	Sim, apenas um deles	Sim, os dois temas

Nota. Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Com suporte nas respostas observadas a cada uma dessas questões, as empresas avaliadas apresentaram uma pontuação específica, ajustada para um resultado que variava entre 0 e 10 pontos (cada pergunta tinha valor entre 0 e 2 e o total foi dividido pela pontuação

máxima). Esses resultados foram utilizados para a representação da variável *CMPL\_Index* (índice de *compliance*) utilizada na regressão linear citada anteriormente.

Para a obtenção dessas informações foram considerados documentos, sendo essencialmente os Códigos de Conduta ou outras informações constantes do *website* das empresas avaliadas e/ou dos seus respectivos *websites* de relações com investidores. A análise, portanto, se restringiu às informações publicamente disponíveis nesses ambientes. Cada empresa foi avaliada uma única vez, sendo que eventuais informações publicadas posteriormente à data de análise da empresa não foram apreciadas para fins deste estudo.

### 3.3 Estrutura de Propriedade (Perf\_X) – Variável Explicativa

Considerando que o objetivo central deste estudo foi verificar a influência que o tipo de acionista controlador pode trazer na implementação das práticas de *compliance* das suas empresas, torna-se fundamental estabelecer, de maneira consistente, uma tipificação que consiga representar as dimensões adequadas a serem analisadas.

Para isso, foram avaliadas as tipificações utilizadas em diversos estudos, como os de Silveira et al. (2008), Oh et al. (2011) e Campos (2006), o que resultou na seguinte tipificação utilizada no estudo, conforme tabela 2. Todas essas variáveis apresentam resultados binários.

Tabela 2

#### Resumo Variáveis de Pesquisa – Perfil do Acionista Controlador

Variável – Perfil Acionista	Descrição	Código Variável
Sem Acionista controlador	A companhia não possui nenhum acionista controlador, ou seja, o controle é pulverizado.	Perf_SAC
Família	Acionistas controladores são membros de família, grupo familiar ou um único membro com participação superior a 50% do capital votante.	Perf_Fam
Governo	Controle de Empresa estatal ou órgão público.	Perf_Gov
Privado Nacional	Quando um grupo de investidores de origem nacional controla a empresa, não sendo os investidores fundadores ou herdeiros da empresa.	Perf_Nac
Privado Estrangeiro	Quando uma multinacional ou grupo de investidores de origem estrangeira é o acionista controlador da empresa.	Perf_Estr
Fundos de Pensão	Quando um fundo de pensão é o acionista controlador da empresa.	Perf_FPen
Instituições Financeiras	Quando uma instituição financeira é o acionista controlador da empresa.	Perf_IFin
Fundos de Investimento	Quando um fundo de investimento é o acionista controlador da empresa.	Perf_FInv

Nota. Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

### **3.4 Variáveis de Controle**

De modo a construir uma análise mais robusta, que considerasse outros fatores que pudessem influenciar o nível das práticas de *compliance* das empresas, foram incluídas na análise também algumas variáveis de controle, tais como tamanho da empresa, idade, setor de atuação, segmentação nos níveis de governança da Bolsa de Valores etc.

#### **3.4.1 Tamanho da Empresa (*Log\_Rec*)**

Pressupõe-se que empresas que apresentam maior faturamento possuam maiores condições de investir em práticas de *compliance*, à medida que têm um nível maior de recursos a serem aplicados. Para o cálculo dessa variável foi considerado o logaritmo natural do faturamento operacional líquido da empresa, medido em reais ao final do exercício de 2015.

#### **3.4.2 Idade da Empresa (*Firm\_Age*)**

Em seu estudo, Oh et al. (2011) indicaram a possibilidade de uma relação positiva entre a idade da empresa e o seu nível de investimento em práticas sociais. Considerando-se a proximidade de entendimento e relatividade entre as práticas sociais e as de *compliance*, essa variável foi incluída esperando-se que apresentasse o mesmo tipo de relação. Assim, foi avaliado, para o cálculo dessa variável, o tempo em anos, desde a fundação das empresas até o ano do presente estudo.

#### **3.4.3 Setor de atuação (*Setor\_X*)**

Uma vez que os diversos setores da economia podem apresentar características e regulamentações específicas mostrou-se importante incluir, na análise, o efeito que o pertencimento a um determinado setor pode trazer na implantação de práticas de *Compliance*. Em seu estudo, Azevedo et al. (2014) identificaram, por exemplo, que o setor de energia e o setor financeiro apresentavam um maior nível de adoção de Códigos de Conduta.

Para essa classificação foi utilizado o critério de classificação do banco de dados Economática, dividindo-se em 20 categorias as empresas analisadas. São elas: Agropecuária e Pesca, Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção, Eletroeletrônicos, Energia Elétrica, Finanças e Seguros, Máquinas Industriais, Mineração, Minerais não Metálicos, Outros, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Siderurgia & Metalurgia, Software e Dados, Telecomunicações, Têxtil, Transporte e Serviços, Veículos e Peças.

Diante dessas categorias foi criada uma variável binária para cada setor, sendo sua nomenclatura sequencial em função da ordem alfabética de cada categoria, como, por exemplo, Setor\_1 (Agropecuária e Pesca), Setor\_2 (Alimentos e Bebidas), e assim sequencialmente.

#### **3.4.4 Setores Regulados (*Setor\_Reg*)**

Em complemento à variável anterior, foi criada uma outra variável binária para a identificação das empresas que atuam em setores regulados. Com esse fim, foram considerados os setores que possuem agências reguladoras definidas pelo Governo Brasileiro. Dessa forma, esperava-se isolar os efeitos que a regulamentação desses setores pode ter sobre as práticas adotadas pelas empresas pertencentes a eles.

#### **3.4.5 Segmentação Governança da Bolsa (*Gov\_1, Gov\_2, Gov\_Nov ou Gov\_Nov\_2*)**

Considerando, também, que a presença das empresas em alguma das segmentações de governança corporativa da Bolsa poderia, por exemplo, ensejar a exigência da implantação de Códigos de Conduta, esperava-se, ao incluir essa variável, isolar o efeito trazido pelas regras da segmentação sobre o nível de práticas de *compliance* das empresas analisadas. Sendo assim, foram concebidas variáveis binárias de acordo com cada um dos segmentos, da seguinte forma: Nível 1 (*Gov\_1*), Nível 2 (*Gov\_2*) ou Novo Mercado (*Gov\_Nov*). Nesse caso, o estudo considerou ainda uma variável que combinasse as empresas que participam do Nível 2 e do Novo Mercado, uma vez que as práticas relacionadas à conduta entre esses níveis é bastante semelhante. Essa variável foi denominada de (*Gov\_Nov\_2*).

#### **3.4.6 Legislação Brasileira Anticorrupção (*Legis\_AC*)**

Uma questão importante que também foi considerada na presente análise se trata da influência das legislações recentes de combate à corrupção no Brasil, as quais trouxeram diversos elementos para implementação dos Programas de *Compliance*. Assim, foi criada uma variável binária que considerou se as práticas de integridade avaliadas foram criadas ou revisadas após a publicação da legislação anticorrupção, neste caso considerando-se a publicação da Lei da Empresa Limpa – Lei nº 12.846 (2013).

#### **3.4.7 American Depositary Receipt (*ADR*)**

Além das variáveis já apresentadas, também foi incluída uma variável binária que identificasse as empresas que possuem papéis negociados em Bolsas de Valores no exterior. A ideia foi a de que a presença em outros mercados e a regulação que eles podem trazer influenciariam o nível das práticas de integridade das empresas que têm papéis negociados nesses mercados. Ademais, a própria exigência dos investidores desses mercados poderia gerar consequências para essas práticas.

### **3.4.8 Bancos (*Banco*)**

Apesar das outras variáveis serem formuladas para isolar os efeitos dos setores e suas regulações, foi criada também uma variável binária específica para diferenciar os Bancos, por ser um mercado com um nível de regulação de controle e práticas de integridade com mais histórico, em que a autorregulação já vem há quase 20 anos trazendo esses elementos, ainda mais recentes para os outros segmentos.

## **4 Análise dos Resultados**

Em primeiro lugar, deve-se ressaltar uma informação importante verificada através dessa pesquisa. Conforme já citado, das 368 empresas consideradas inicialmente para o estudo, 249 (67%) apresentavam Códigos de Conduta ou informações disponíveis acerca dos seus programas de integridade. Comparando-se aos resultados obtidos por Azevedo et al. (2014), que, no levantamento realizado em 2010, encontraram apenas 39,8% das empresas com esses documentos, já é possível perceber um aumento expressivo no número de companhias que possuem tais documentos e os divulgam publicamente.

Em seguida, é importante salientar o resultado obtido na avaliação das empresas em relação aos requisitos de *compliance*, que foi o responsável por apresentar a pontuação da variável de *compliance* utilizada no estudo. Considerando uma pontuação que variava entre 0 e 10, a pontuação média das empresas utilizadas no estudo foi de 5,3, com um desvio padrão de 2,73, o que mostra que as companhias em geral apresentam ainda muitas lacunas relativamente às práticas trazidas pela legislação ou boas práticas.

Na tabela 3, abaixo, demonstra-se os resultados verificados no questionário de forma mais abrangente entre os diversos requisitos avaliados. Observa-se, nesse caso, que o item com maior aderência por parte das empresas foi a questão 5, que tratava da existência ou não de Canais de Denúncias pelas empresas. Nessa circunstância, 78% das empresas apresentaram algum tipo de canal de denúncia para tratar dos temas de integridade. Por outro lado, a questão

9 foi aquela em que a maior parte das empresas apresentou lacunas, pois apenas 30% das companhias analisadas possuem seus canais de denúncia administrados por empresas terceirizadas e especializadas.

Tabela 3

### Resultado da aplicação do questionário com os requisitos de *Compliance*

Questão	Respostas		
	0	1	2
1. Possui Código de Conduta para Fornecedores e Parceiros?	11%	82%	6%
2. Código de Conduta aprovado pela Alta Administração?	21%	38%	41%
3. O Código de conduta prevê a aplicação de medidas disciplinares em caso de desvios de conduta?	14%	76%	10%
4. O Código de Conduta prevê a tratativa dos temas de ética por alguma instância com independência na organização - Comitê de Conduta?	36%	1%	63%
5. Possui Canal de Conduta?	22%	10%	68%
6. Qual o nível de disponibilidade do canal de conduta?	28%	10%	62%
7. Qual a acessibilidade do Canal de Conduta? (formas de acesso ao canal)	44%	22%	34%
8. É possível fazer uma denúncia anônima?	27%	35%	37%
9. Canal de Conduta terceirizado junto a empresa especializada?	70%	0%	30%
10. As manifestações feitas através do canal de denúncias são tratadas por órgão independente (Comitê de Conduta)?	57%	0%	43%
11. Código de Conduta aborda especificamente a proteção ao denunciante? (anonimato e não retaliação)	35%	27%	37%

*Nota.* Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Resultado obtido para amostra de 249 empresas com as ações ordinárias listadas na BM&FBovespa.

A outra variável importante desse estudo, que é o perfil dos acionistas controladores, apresentou o resultado indicado na Tabela 4. Como é possível verificar, a maior parte das empresas possui, como acionistas controladores, membros de família ou empresas de participações familiares, o que apenas confirma uma distribuição já observada em outros estudos, como nos de Silveira et al. (2008).

No presente trabalho, das 249 empresas analisadas, 38,2% delas apresentam o principal controlador como familiar. Ao mesmo tempo, os fundos de investimentos, instituições financeiras e fundos de pensão apresentaram baixa representatividade. Comparando-se ao estudo de Silveira et al. (2008), apesar de algumas diferenças nos parâmetros, observa-se um

nível menor de controladores estrangeiros e fundos de pensão e uma confirmação sobre a redução no nível de controle familiar nas empresas.

Tabela 4

**Panorama das empresas por Perfil do Acionista Controlador**

Variável – Perfil Acionista	%
Familiar	38,2%
Privado Nacional	17,3%
Sem Acionista Controlador	14,1%
Privado Estrangeiro	13,3%
Governo	10,0%
Fundo de Investimento	3,2%
Instituição Financeira	2,8%
Fundo de Pensão	1,2%

*Nota.* Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Resultado obtido para amostra de 249 empresas com as ações ordinárias listadas na BM&FBovespa.

Além da distribuição das empresas em relação aos tipos de acionistas controladores, cabe destacar qual foi o resultado médio que as empresas com cada um dos perfis de controladores apresentaram, relativamente à aderência às práticas de *compliance* (Tabela 5). Observa-se que o resultado não demonstra variações muito significativas entre os perfis, porém se destacam com melhor resultado as empresas controladas por Fundos de Pensão e Instituições Financeiras, e chama a atenção o perfil de controladores com menor desempenho, considerando as empresas familiares, as empresas sem acionista controlador e, por fim, aquelas controladas pelo próprio Governo (federal, estadual ou municipal).

Em respeito às outras variáveis do estudo utilizadas como variáveis de controle, destaca-se a questão da influência da Legislação Anticorrupção brasileira, sendo que 43% das empresas apresentaram seus Códigos de Conduta e Programas, criados ou revisados após a publicação da Lei nº 12.846 (2013), o que mostra um percentual significativo de empresas que foram influenciadas pela publicação da legislação e suas implicações. Além disso, observa-se que a diferença de resultado médio entre empresas que atualizaram ou criaram suas práticas de *compliance* após a legislação anticorrupção e as demais não é tão significativa, visto que o primeiro grupo apresentou um resultado médio de 5,89 e as demais empresas tiveram resultado médio de 4,87.

Tabela 5

**Aderência das práticas de Compliance por Perfil do Acionista Controlador**

Perfil Controlador	Aderência Média
Fundo de Pensão	6,36
Instituição Financeira	6,10
Privado Nacional	5,70
Fundo de Investimento	5,51
Privado Estrangeiro	5,40
Familiar	5,14
Governo	5,09
Sem Acionista Controlador	5,03
<b>Média Geral</b>	<b>5,30</b>

*Nota.* Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Resultado obtido para amostra de 249 empresas com as ações ordinárias listadas na BM&FBovespa.

Quando considerado esse resultado, frente ao estudo de Galbiati e Vertova (2014), é possível compreender que a força da legislação traria uma mudança de comportamento nas organizações, aumentando seu grau de aderências às práticas de *compliance* preconizadas nas leis.

Paralelamente, outra visão dos resultados obtidos que deve ser considerada é o comportamento dos resultados de aderência às práticas de *compliance* de acordo com cada setor econômico do qual fazem partes as empresas do estudo (Tabela 6), sendo esse, inclusive, um dos objetivos do trabalho. Observa-se que três dos quatro setores com maior média de avaliação são setores com bastante regulação setorial e também com participação estatal. Em complemento a tal ponderação, quando se verifica o resultado de empresas de setor regulado e não regulado, observa-se também uma diferença nos resultados, sendo eles, respectivamente, de 5,89 e de 4,87.



Tabela 6  
**Aderência das práticas de Compliance por Setor Econômico**

Variável - Setor Econômica	Aderência Média	Variável - Setor Econômica	Aderência Média
Petróleo e Gás	7,27	Outros	5,00
Alimentos e Bebidas	6,99	Máquinas Industriais	4,85
Transporte Serviços	6,71	Siderurgia & Metalurgia	4,83
Energia Elétrica	6,47	Química	4,39
Têxtil	6,10	Finanças e Seguros	4,14
Software e Dados	6,09	Mineração	4,09
Papel e Celulose	5,80	Minerais não Metais	3,64
Telecomunicações	5,80	Construção	3,30
Eletroeletrônicos	5,80	Agropecuária e Pesca	3,27
Veículos e peças	5,09		
Comércio	5,00	<b>Média Geral</b>	<b>5,30</b>

*Nota.* Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Resultado obtido para amostra de 249 empresas com as ações ordinárias listadas na BM&FBovespa.

Outra análise que se faz importante é considerar o resultado da aderência média das empresas em relação aos segmentos de listagem, para contrapor o que se imaginava, em função dos resultados apresentados por Silveira et al. (2008), em seu estudo, e o que se observou nos resultados encontrados abaixo. O presente trabalho mostra que as empresas que aparecem em outros segmentos de listagem, classificação que contempla as empresas listadas em Tradicional, Balcão, Bovespa mais, entre outras, apresentaram resultado superior às empresas listadas nos segmentos com requisitos maiores de governança, conforme Tabela 7:

Tabela 7  
**Aderência das práticas de Compliance por Segmento de Listagem**

Segmento de Listagem	Aderência Média
Outros	5,76
Nível 2	5,35
Novo Mercado	5,08
Nível 1	4,95
<b>Média Geral</b>	<b>5,30</b>

*Nota.* Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Resultado obtido para amostra de 249 empresas com as ações ordinárias listadas na BM&FBovespa.

Por fim, a última análise descritiva geral dos dados que se mostra relevante está na relação entre a aderência média das empresas às práticas de *compliance* e a idade das mesmas. O resultado observado demonstra certa variação que impede afirmar sobre um determinado comportamento de forma totalmente conclusiva, segundo a Tabela 8.

Apesar disso, as empresas mais velhas da amostra foram aquelas que apresentaram o melhor resultado. Ao mesmo tempo, em segundo e terceiro lugares aparecem as empresas mais novas da amostra. Isso corrobora, em parte, o trabalho realizado por Oh et al. (2011), que não conseguiram encontrar uma relação com significância estatística entre a idade e o resultado das empresas no índice de responsabilidade social corporativa, objeto do referido estudo e paralelizado no presente artigo ao resultado da aderência média às práticas de *compliance*.

Tabela 8

#### Aderência das práticas de Compliance por Idade da Empresa

Idade	Aderência Média
Menos de 10 anos	5,45
Entre 10 e 20 anos	5,69
Entre 20 e 40 anos	4,66
Entre 40 e 60 anos	4,78
Entre 60 e 80 anos	5,44
Acima de 80 anos	6,08
<b>Média Geral</b>	<b>5,30</b>

*Nota.* Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.

Resultado obtido para amostra de 249 empresas com as ações ordinárias listadas na BM&FBovespa.

Realizadas essas análises mais gerais sobre o comportamento das variáveis em relação ao nível de aderência às práticas de *compliance*, cabe verificar o que as análises estatísticas demonstram sobre a relação das variáveis, para confirmar se, estatisticamente, existe relação entre elas e se alguma das variáveis influencia o nível de aderência das empresas em relação às práticas avaliadas.

Na Tabela 9 (abaixo), tem-se o resultado detalhado das regressões múltiplas pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que analisou as relações da variável dependente, no que se refere à aderência às práticas de *compliance* (CMPL\_Index), e as demais variáveis apresentadas no capítulo 3. Em todas as cinco regressões realizadas houve a análise para erros robustos, de forma a deixar mais consistente o resultado.

Tabela 9

**Possíveis determinantes da aderência às práticas de Compliance (CMPL\_Index)**

Variáveis	MQO	MQO	MQO	MQO	MQO
	1	2	3	4	5
<b>Perf_Sac</b>	-1,063 (0,929)	-0,954 (1,236)	-0,957 (1,233)	-1,384 (1,343)	-1,382 (1,342)
<b>Perf_Fam</b>	-0,943 (0,863)	-0,693 (1,138)	-0,684 (1,137)	-1,141 (1,281)	-1,145 (1,271)
<b>Perf_Gov</b>	-0,990 (1,000)	-1,098 (1,153)	-1,096 (1,152)	-1,529 (1,307)	-1,527 (1,305)
<b>Perf_Nac</b>	-0,383 (0,933)	-0,811 (1,152)	-0,804 (1,151)	-1,355 (1,283)	-1,356 (1,279)
<b>Perf_Estr</b>	-0,695 (0,945)	-0,868 (1,192)	-0,862 (1,195)	-1,242 (1,308)	-1,243 (1,305)
<b>Perf_Fpen</b>	0,281 (1,463)	-0,851 (1,742)	-0,844 (1,740)	-1,403 (1,965)	-1,407 (1,957)
<b>Perf_Finv</b>	-0,586 (1,410)	-0,237 (1,478)	-0,237 (1,476)	-0,562 (1,763)	-0,562 (1,758)
<b>Log_Rec</b>		0,0976** (0,0450)	0,0979** (0,0448)	0,0450 (0,0463)	0,0450 (0,046)
<b>Firm_Age</b>		0,0006 (0,0044)	0,0006 (0,0045)	-0,0003 (0,0060)	-0,0003 (0,006)
<b>Gov_2</b>		-0,771 (0,693)		-0,520 (0,768)	
<b>Gov_Nov</b>		-0,856** (0,429)		-0,482 (0,472)	
<b>Gov_Nov_2</b>			-0,841** (0,419)		-0,491 (0,458)
<b>Gov_1</b>		-0,914* (0,538)	-0,914* (0,536)	-0,720 (0,566)	-0,719 (0,563)
<b>Legis_AC</b>		0,666* (0,356)	0,664* (0,355)	0,770** (0,368)	0,771** (0,366)
<b>ADR</b>		0,277 (0,383)	0,278 (0,381)	0,325 (0,406)	0,324 (0,402)
<b>Banco</b>		-0,892 (0,942)	-0,878 (0,941)	0,0481 (1,401)	0,044 (1,404)
<b>Setor_Reg</b>		1,259*** (0,392)	1,267*** (0,380)	1,500 (0,922)	1,503 (0,916)
<b>Setor_2</b>				2,705*** (0,997)	2,701*** (0,998)
<b>Setor_18</b>				2,156** (1,000)	2,149** (0,989)
<b>Intercepto</b>	6,086*** (0,817)	4,569*** (1,095)	4,551*** (1,093)	4,770*** (1,721)	4,785*** (1,686)
<b>Empresas</b>	249	249	249	249	249
<b>R<sup>2</sup></b>	0,012	0,129	0,129	0,212	0,212

*Nota: \*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os números entre parênteses indicam a estatística "t" para o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). São omitidas as variáveis binárias setoriais (Setor\_X), cujos coeficientes não são significantes em nenhuma regressão. Fonte: Elaborada pelo Autor, 2017.*

A variação entre as regressões se dá pela inclusão das variáveis de controle, pela utilização da variável de governança, que consolida as empresas que estão no Novo Mercado e Nível 2 de governança, ou, então, pela inclusão das variáveis de setor.

Como primeiro aspecto fundamental observado nos resultados das regressões por MQO, pode-se destacar que, em nenhum dos casos, a relação entre a variável dependente (CMPL\_Index) e os perfis dos acionistas, representados pelos regressores iniciados com Perf\_X, apresentou significância estatística. Considerando as limitações do modelo, não foi possível verificar uma relação significativa entre o nível de aderência às práticas de *compliance* objeto do estudo e o perfil do acionista controlador da empresa. Obviamente, esse resultado não exclui a possibilidade de existir uma influência, porém isso não pode ser observado com as variáveis utilizadas neste trabalho.

Apesar do objetivo central do estudo estar relacionado ao aspecto citado no parágrafo anterior, o resultado da análise traz alguns elementos interessantes e que se mostraram significantes. Um aspecto essencial, já citado e confirmado do ponto de vista estatístico, é a relação positivamente significativa a 5% entre a aderência às práticas de *compliance* e os programas de *compliance* que foram criados ou revisados após a publicação das legislações brasileiras anticorrupção. Isso confirma, de maneira mais robusta, a relação indicada na análise anterior feita neste capítulo, em que as empresas que criaram ou revisaram seus programas após 2014 estão mais aderentes às práticas recomendadas.

Outros aspectos importantes observados nesses resultados é que a variável utilizada para controlar pelo tamanho (Log\_Rec) mostrou relação estatisticamente significativa a 5% inicialmente. Porém, quando a regressão incluiu o controle por setor, a relação entre esse regressor e a variável dependente não mostrou mais significância estatística. Isso também pode ser observado para as variáveis que controlavam a influência do segmento de listagem, Gov\_Nov, Gov\_Nov\_2 e Gov\_1, que chegaram a apresentar significância de 5%, 5% e 1%, respectivamente, mas com uma relação negativa.

Uma variável que apresentou inicialmente uma relação muito significativa a 1% foi a variável que controlava as empresas de setores regulados. Contudo, quando incluído o controle por setor econômico, essa variável perdeu significância na sua relação com a variável dependente. Por fim, tem-se as variáveis de controle para setor econômico, que, em sua maioria, não apresentaram significância. Somente os setores de Alimentos e Bebidas e o setor Têxtil apresentaram uma relação positiva estatisticamente significativa, a 1% e 5%, respectivamente.

Naturalmente, todos os resultados e inferências apresentados estão condicionados às limitações existentes nesse estudo, dentre as quais pode-se destacar: o universo limitado de práticas que foram avaliadas, considerando apenas as informações publicamente disponíveis; a impossibilidade de considerar os efeitos práticos do controle acionário, a partir de eventuais acordos de acionistas ou distribuição de poderes que exercessem uma influência mais direta nas

práticas das empresas avaliadas; a influência que determinadas empresas possam ter sofrido de aspectos regulatórios e fiscalizatórios pelos quais tenham passado, ou por estarem presentes no grupo de empresas inidôneas do Ministério da Transparência, por exemplo; ou até mesmo empresas que estejam em situação de recuperação judicial e tenham, a partir disso, uma determinada característica não considerada.

Cabe ressaltar que alguns desses aspectos citados chegaram a ser considerados durante o desenvolvimento da pesquisa, porém não foi possível considerá-los em tempo para a conclusão do trabalho.

## 5 Considerações Finais

O objetivo central desse estudo foi investigar se o perfil dos acionistas controladores das empresas possui uma relação capaz de explicar o nível das práticas de *compliance* adotadas pelas mesmas, frente às recomendações da Legislação Brasileira Anticorrupção e às boas práticas recomendadas pelo IBGC. Para a construção dessa análise se fez fundamental a criação de um parâmetro de avaliação para as práticas de *compliance* das empresas analisadas, que se deu através do questionário representado na Tabela 1.

A partir desse questionário, as 249 empresas do estudo foram avaliadas e os resultados confrontados com as variáveis criadas para identificar o perfil dos acionistas controladores e também com as variáveis de controles estabelecidas, que tinham por objetivo isolar os efeitos que eventualmente o perfil dos acionistas poderia ter sobre o nível de aderência às práticas de *compliance*.

O resultado do trabalho não demonstrou haver uma relação que possa ser considerada estatisticamente significativa, porém, na análise qualitativa apresentada na Tabela 5, observou-se que determinados perfis de acionistas apresentaram um resultado superior aos demais. A mesma observação vale para as verificações adicionais que foram apresentadas.

De mais relevante, o que se pode observar no trabalho é que muitas empresas ainda estão construindo ou aprimorando seus programas de *compliance*, até mesmo pela pouca idade que a Legislação Anticorrupção Brasileira apresenta. Ao mesmo tempo, o trabalho permitiu observar, de forma muito expressiva, que a implementação de uma legislação robusta, as investigações que vêm acontecendo no Brasil desde 2014 e o início do processo de punição, certamente, têm influenciado as empresas a revisar ou criar suas práticas de *compliance*.

A falta de significância, que diversas variáveis demonstraram, indica também que esse processo vem evoluindo no Brasil de forma muito heterogênea, sendo que o fator que se

mostrou preponderante para influenciar a adoção das práticas de *compliance* estava relacionado à recente legislação, conforme já comentado.

Apesar de não ter se mostrado significativo estatisticamente, o resultado médio das empresas, quando segregadas por setor, indicou que setores mais regulados ou que possuem um envolvimento maior do governo foram aqueles que apresentaram um resultado mais expressivo.

Dessa forma, o trabalho traz, como contribuição, uma nova visão sobre um tema ainda pouco estudado e muito recente no Brasil, incluindo a criação de um parâmetro mínimo de avaliação dos programas de integridade das empresas e, assim, demonstrando que ainda existe um longo caminho para as empresas brasileiras adotarem práticas adequadas de *compliance*. O conhecimento desses parâmetros pode permitir a outros pesquisadores ou profissionais da área explorarem melhor o tema ou até mesmo aprimorarem suas práticas.

Assim, certamente, trabalhos futuros sobre o objeto desse artigo poderão analisar outras vertentes além daquelas trazidas por esse estudo, mesmo porque muito se tem discutido recentemente sobre a publicidade e transparência acerca dos Programas de Integridade, incluindo essas informações, por exemplo, nos Formulários de Referência enviados à CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Dessa forma, entre outros aspectos, poderão ser realizados futuramente trabalhos que explorem:

- Uma visão mais profunda dos programas de *compliance*, incluindo práticas não avaliadas nesse estudo, como treinamentos periódicos, entendimento e aplicação das regras pelos colaboradores, envolvimento direto da administração nos temas, efetividade dos canais de denúncia, etc.
- Uma avaliação dos profissionais responsáveis pelas áreas de *compliance* das organizações, trazendo uma visão sobre como eles estão vivendo na prática a implantação desses programas.
- E, ainda, uma análise mais profunda da relação dos acionistas das empresas com as práticas, a partir de estudos de casos ou de novas informações que passarão a ficar disponíveis.

## Referências

- Adelstein, J., & Clegg, S. (2015). Code of ethics: A stratified vehicle for compliance. *Journal of Business Ethics*, 138(1), 1-14.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer, R., Neto. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152.
- Azevedo, H., Luca, M. M. M., Holanda, A. P., Ponte, V. M. R., & Santos, S. M. (2014). Código de conduta: Grau de adesão às recomendações do IBGC pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Base*, 11(1), 2-13.
- Bodolica, V., & Spraggon, M. (2015). An examination into the disclosure, structure, and contents of ethical codes in publicly listed acquiring firms. *Journal of Business Ethics*, 126(3), 459-472.
- BRASIL. Ministério Público Federal. Operação Lavajato. Recuperado de <http://http://lavajato.mpf.mp.br/lavajato/index.html>
- Boeira, S. (2005). Ética empresarial & capital social: Aproximações conceituais. *Revista Internacional Interdisciplinar INTERthesis*, 2(2), 1-20.
- Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: Uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*, 41(4), 369-380.
- O Estado de São Paulo (2015, julho, 21). CEO da Toshiba renuncia... *Economia & Negócios*. Recuperado de <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ceo-da-toshiba-renuncia-ao-cargo-por-fraude-contabil,1729098>
- Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Cordeiro, J. (2016, janeiro, 15). Corrupção, desvios de conduta e negligência não combinam com 'accountability'. *Folha de São Paulo*. Recuperado de <http://www1.folha.uol.com.br/empreendedorsocial/colunas/2016/01/1728247-corrupcao-desvios-de-conduta-e-negligencia-nao-combinam-com-accountability.shtml>
- Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015. (2015). Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira e dá outras providências. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2015/Decreto/D8420.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Decreto/D8420.htm)
- G1 (2015, setembro, 23). Escândalo da Volkswagen... *Autoesporte*. Recuperado de <http://g1.globo.com/carros/noticia/2015/09/escandalo-da-volkswagen-veja-o-passo-passo-do-caso.html>
- Galbiati, R., & Vertova, P. (2014). How laws affect behavior: Obligations, incentives and cooperative behavior. *International review of law and economics*, 38, 48-57.

- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. (2014). Estrutura de propriedade em firmas brasileiras: Trajetória entre 1998-2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 3(1), 1-39.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Kang, D., & Sorensen, A. B. (1999). Ownership organizational and firm performance. *Annual Review of Sociology*, 25, 121-142.
- Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Brasília. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm)
- Meira, F. B. (2002). *Ética Empresarial e Gerencialismo: Um estudo sobre a ética da ética empresarial* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getulio Vargas – FGV, São Paulo, SP, Brasil.
- Mourão, C. A., Jr. (2007). Bioestatística: Armadilhas e como evitá-las. *Boletim do Centro de Biologia da Reprodução*, 25(1/2), 73-76.
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Martynov, A. (2011). The effect of ownership structure on corporate social responsibility: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 1-15.
- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest european firms: The importance of owner identity. *Journal of Management & Governance*, 7(1), 27-55.
- Racy, S. (2016, julho, 28). Programas de compliance avançam entre empresas do País. *O Estado de São Paulo*. Recuperado de <http://cultura.estadao.com.br/blogs/direto-da-fonte/programas-de-compliance-avancam-entre-empresas-do-pais>.
- Santos, R. F. C. (2008). *Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- Sentencing Commission (Estados Unidos). Sentencing Guidelines for Organizations. Recuperado de <https://www.ussc.gov/guidelines/organizational-guidelines>.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Silva, A. D. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), 348-361.



- Silva, V. G., & Gomes, J. S. (2008). O uso do código de conduta ética como instrumento de controle gerencial: Estudo de casos em empresas internacionalizadas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 5(10), 111-127.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66.
- Verne, R. M., Santos, R. L., & Postali, F. S. (2009). Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007. *Resumos do Encontro Brasileiro de Finanças*, São Leopoldo, RS, Brasil, 9. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/9EBF/paper/view/902>.
- Zahra, S. A. (1996). Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities. *Academy of Management Journal*, 39(6), 1713–1735.

## Apêndice A – Avaliação das Práticas de *Compliance* das Empresas Brasileiras

#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index
1	Abc Brasil	0.45	51	Cedro	6.36	101	Energisa Mt	5.91	151	Lojas Americ	8.64	201	RaiaDrogasil	6.82
2	Aco Altona	0.45	52	Ceee-D	2.73	102	Eneva	3.64	152	Lojas Hering	0.91	202	Randon Part	7.27
3	AES Elpa	7.27	53	Ceee-Gt	2.73	103	Equatorial	5.45	153	Lojas Marisa	1.36	203	Rede Energia	9.09
4	AES Tiete E	7.27	54	Ceg	2.73	104	Estacio Part	1.36	154	Lojas Renner	5.00	204	Renova	5.91
5	Afluente	10.00	55	Celeesc	7.73	105	Eternit	3.64	155	Lopes Brasil	5.45	205	Rodobensimob	5.45
6	Afluente T	10.00	56	Celgpar	7.73	106	Eucatex	0.91	156	Lupatech	1.36	206	Rossi Resid	5.45
7	AGconcessoes	8.18	57	Celpa	1.36	107	Even	1.36	157	M.Diasbranco	5.00	207	Rumo Log	6.82
8	Agpart	8.18	58	Celpe	10.00	108	Excelsior	8.18	158	Magaz Luiza	6.82	208	Sabesp	9.09
9	Alianse	8.64	59	Celul Irani	6.36	109	Eztec	0.45	159	Magnesita SA	4.55	209	Santander BR	5.91
10	All Norte	8.64	60	Cemar	1.36	110	Fer Heringer	0.91	160	Mangels Indl	8.64	210	Santos Brp	4.55
11	Alliarj	2.73	61	Cemig	8.18	111	Ferbasa	1.82	161	Marcopolo	1.36	211	Saraiva Livr	3.64
12	Alpargatas	5.00	62	Cesp	6.36	112	Fibra	5.00	162	Marfrig	5.45	212	Schulz	4.55
13	Altus S/A	3.64	63	Cetip	5.91	113	Fleury	8.18	163	Merc Brasil	5.00	213	Senior Sol	6.36
14	Alupar	6.36	64	Cia Hering	4.09	114	Forja Taurus	9.09	164	Merc Financ	6.82	214	Ser Educa	6.36
15	Amazonia	1.82	65	Cielo	8.64	115	Fras-Le	1.36	165	Merc Invest	6.82	215	Sid Nacional	4.55
16	Ambev S/A	5.00	66	Coelba	10.00	116	Gafisa	8.64	166	Metal Leve	6.82	216	Sierrabrasil	6.36
17	Ampla Energ	8.18	67	Coelce	9.09	117	Generalshopp	8.64	167	Metafrrio	4.55	217	SLC Agricola	4.09
18	Anima	2.27	68	Comgas	9.09	118	Ger Paranap	0.91	168	Mills	3.18	218	Smiles	0.45
19	Arezzo Co	7.27	69	Conc Rio Ter	9.09	119	Gerdau	0.91	169	Minasmaquinas	6.36	219	Somos Educa	7.73
20	Arteris	8.64	70	Contax	5.91	120	Gerdau Met	5.00	170	Minerva	6.36	220	Springs	9.09
21	Azevedo	4.09	71	Copasa	2.27	121	Gol	5.00	171	MMX Miner	0.91	221	Statkraft	1.82
22	B2W Digital	0.91	72	Copel	8.18	122	Grendene	9.09	172	Mrs Logist	5.45	222	Sul America	3.64
23	Banco Pan	5.00	73	Cosan	9.09	123	Guararapes	0.91	173	MRV	3.18	223	Suzano Hold	4.09
24	Banese	2.73	74	Cosan Log	9.09	124	Helbor	5.00	174	Multiplan	8.18	224	Suzano Papel	7.73
25	Banestes	6.36	75	Cosern	10.00	125	Hypermarcas	2.27	175	Multiplus	4.09	225	Taesa	7.73
26	Banpara	0.45	76	CPFL Energia	8.18	126	Ideiasnet	8.64	176	Mundial	9.09	226	Technos	5.00
27	Barrisul	2.73	77	CPFL Renovav	8.18	127	Iguatemi	0.91	177	Natura	0.91	227	Tecnisa	0.91
28	Baumer	3.18	78	Cr2	0.45	128	Ind Cataguas	8.18	178	Neoenergia	8.64	228	Tegma	6.36
29	BBSeguridade	0.45	79	Cremer	8.18	129	Inds Romi	3.18	179	Nord Brasil	10.00	229	Telef Brasil	4.55
30	Biosev	3.64	80	Cristal	1.36	130	Indusval	0.91	180	Odontoprev	2.27	230	Terra Santa	4.09
31	BmfBovespa	10.00	81	Csu Cardsyst	0.91	131	Invepar	4.09	181	OGX Petroleo	6.82	231	Tim Part S/A	7.27
32	BR Brokers	7.73	82	Ctc S.A.	5.45	132	lochp-Maxton	9.09	182	Oi	6.36	232	Time For Fun	3.18
33	BR Insurance	0.00	83	Cvc Brasil	5.00	133	Itausa	4.55	183	OSX Brasil	3.18	233	Totvs	3.64

#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index	#	Nome	C MPL_Index
34	BR Malls Par	3.64	84	Cyre Com-Ccp	9.09	134	Itautec	6.82	184	Ourofino S/A	5.45	234	Tractebel	7.27
35	BR Pharma	9.55	85	Cyrela Realit	4.55	135	ItauUnibanco	4.55	185	P.Acucar-Cbd	5.00	235	Tran Paulist	8.64
36	Bradesco	5.00	86	Dasa	9.09	136	JBS	7.27	186	Parana	5.91	236	Trevisa	2.73
37	Bradespar	3.64	87	Dimed	5.91	137	Jeressati	5.91	187	Parapanama	4.55	237	Trisul	0.91
38	Brasil	6.36	88	Direcional	0.91	138	JHSF Part	8.18	188	PDG Realit	1.36	238	Triunfo Part	8.64
39	Brasilagro	2.73	89	Dohler	2.73	139	JSL	5.00	189	Petrobras	8.18	239	Tupy	4.55
40	Braskem	5.45	90	Dommo Empr	3.18	140	Karsten	5.45	190	Petrorio	9.09	240	Ultrapar	7.73
41	Brasmotor	7.73	91	Duratex	7.27	141	Kepler Weber	5.91	191	Pine	5.91	241	Unicasa	1.82
42	BRB Banco	1.82	92	Ecorodovias	5.91	142	Klabin S/A	4.09	192	Plascar Part	5.45	242	Usiminas	7.73
43	BRF SA	9.55	93	Elekeiroz	5.45	143	Kroton	4.55	193	Pomifrutas	0.45	243	Vale	4.55
44	Brq	2.73	94	Elektro	8.18	144	La Fonte Tel	5.00	194	Porto Seguro	2.73	244	Valid	4.55
45	Brgp Banco	0.45	95	Eletrobras	5.00	145	Le Lis Blanc	8.18	195	Portobello	3.64	245	Viavarejo	5.91
46	Cabambiental	8.18	96	Eletropar	5.00	146	Light S/A	2.27	196	Positivo Inf	1.82	246	Viver	1.82
47	Cambuci	6.82	97	Eletropaulo	7.27	147	Linx	9.09	197	Profarma	6.36	247	Weg	6.82
48	CCR SA	8.64	98	Embraer	7.27	148	Localiza	4.55	198	Prumo	5.91	248	Whirlpool	6.82
49	Ccx Carvao	6.36	99	Energias BR	6.82	149	Locamerica	3.18	199	Qgep Part	7.73	249	WIm Ind Com	4.55
50	Ceb	2.27	100	Energisa	5.91	150	Log-In	5.00	200	Qualicorp	9.09			