

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

PAULO ROBERTO REICHELT AYRES

UM ESTUDO SOBRE CÓDIGOS DE CONDUTA E RISCO CORPORATIVO

**São Leopoldo
2016**

PAULO ROBERTO REICHELT AYRES

UM ESTUDO SOBRE CÓDIGOS DE CONDUTA E RISCO CORPORATIVO

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Carlos Alberto Diehl

São Leopoldo

2016

A985r Ayres, Paulo Roberto Reichelt
Um estudo sobre códigos de conduta e risco corporativo /
por Paulo Roberto Reichelt Ayres. -- São Leopoldo, 2016.

78 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio
dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis, São Leopoldo, RS, 2016.

Orientação: Prof. Dr. Carlos Alberto Diehl, Escola de
Gestão e Negócios.

1.Governança corporativa. 2.Ética empresarial.
3.Contabilidade. 4. Empresas – Aspectos morais e éticos.
5.Administração de risco. I.Diehl, Carlos Alberto. II.Título.

CDU 658.012.43:17
657:17

Catálogo na publicação:
Bibliotecária Carla Maria Goulart de Moraes – CRB 10/1252

UM ESTUDO SOBRE CÓDIGOS DE CONDUTA E RISCO CORPORATIVO

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovado em: 29 de abril de 2016.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Marcos Antonio de Souza - Unisinos

Prof. Dr. Adolfo Alberto Vanti - Unisinos

Prof. Dr. Carlos Eduardo Facin Lavarda - FURB

Orientador: Prof. Dr. Carlos Alberto Diehl

Prof. Dr. Marcos Antonio de Souza
Coordenador do PPG em Ciências Contábeis

AGRADECIMENTO

Superar um desafio é motivo para celebrar e compartilhar a alegria de ter a oportunidade de vivenciar esse momento. Embora a conclusão dessa etapa seja importante e mereça ser comemorada, observo com serenidade as novas perspectivas que essa conquista pode significar na minha vida.

E conquistas não chegam sozinhas. É parte de um processo de semear várias coisas ao longo do tempo. Semear a humildade para aprender e ensinar, a sujeição às críticas (entendendo-as como parte do processo de aprendizado), a disciplina e a remissão do tempo (priorizando as coisas que realmente importam), a amizade e o reconhecimento de que, somente quando compartilhamos, temos a oportunidade de nos tornar melhores pessoas. A colheita chegou e diante desse momento especial, agradeço....

A Deus pela vida.

A minha mãe, Vera, principal incentivadora para estudar aquilo que eu realmente gostasse e tivesse prazer.

A minha filha, Antonella, fonte de alegria e inspiração. E mesmo sendo tão tenra, foi um manancial de energia para enfrentar momentos complicados.

A minha prima, Candice e sua família, pelo apoio e tempo dedicado a me ouvir durante essa etapa. Igual reconhecimento presto ao amigo Rudi e sua família que souberam me acolher e incentivar para que eu não desistisse do mestrado. A minha amiga Laura pelo carinho e encorajamento constante.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Carlos Diehl, pelas disciplinas ministradas, pelas dicas e questionamentos que sempre abriam novos horizontes e nos impulsionavam a ser melhores alunos, pelo chimarrão e pelas conversas relacionadas a questões pessoais e profissionais. Agradeço muito pelo estímulo a continuar e não desistir.

Ao Prof. Dr. Marcos Antônio de Souza pelo aprendizado recebido, pelas críticas construtivas e, principalmente, pela compreensão que teve durante um momento complicado e que quase prejudicou essa trajetória.

A empresa em que trabalho, representada pelo meu gestor Ibanor Polesso, pelo apoio financeiro e compreensão.

Aos colegas Alexandre Monteiro, Robson Lazzari, Tiago Coser e Sandra Belloli pelos excelentes e, por vezes, angustiantes momentos que passamos durante esse processo de aprendizado.

Provérbios (Pr 3,13-14)

“Feliz o homem que acha sabedoria, e o homem que adquire conhecimento; porque melhor é o lucro que ela dá do que o da prata, e melhor a sua renda do que o ouro mais fino”. (PROVÉRBIOS, 2001, p. 620).

RESUMO

De tempos em tempos, assuntos relacionados à governança corporativa ganham maior destaque no ambiente de negócios. Normalmente, fruto de escândalos financeiros ou atos de corrupção envolvendo grandes organizações, os debates sobre boas práticas de governança, tais como: comitês de auditoria e gestão de risco, criação de áreas de controle interno e implantação de códigos de conduta, ressurgem no cenário econômico. O código de conduta é parte integrante de um sistema de controle de gestão, perfazendo o elo com o processo de governança corporativa, auxiliando na elevação dos parâmetros éticos da organização e melhorando assim a confiança dos investidores. Diante disso, este trabalho propôs-se a estudar se existe relação entre códigos de conduta e risco corporativo. Para tanto, efetuou-se a escolha de um índice acionário da BM&F BOVESPA e procedeu-se a leitura de todos os códigos de conduta das empresas que compõe esse índice. Adicionalmente, foi utilizada a base de dados da Economática para obter volatilidade das ações desse índice (considerada como *proxy* de risco) e também as variáveis de controle que foram utilizadas no modelo econométrico. Adotou-se o método de análise de conteúdo para converter texto em variáveis numéricas, visando posterior avaliação quantitativa de dados. Com base nos resultados apurados pela equação de regressão linear múltipla, não há uma relação estatística significativa entre códigos de conduta e o risco. O *p-value* calculado foi muito acima dos 5% e a utilização dos códigos de conduta não permite explicar o nível de risco apresentado pelas organizações. Este resultado pode ter sido influenciado pela escolha da volatilidade das ações como *proxy* de risco. Além disso, é possível que apenas o código de conduta, reconhecido como instrumento de um sistema de controle de gestão, não seja suficiente para explicar o nível de risco das empresas analisadas.

Palavras-chave: Código de conduta. Sistema de controle de gestão. Governança Corporativa. Ética.

ABSTRACT

From time to time, issues related to corporate governance gained greater prominence in the business environment. Usually, the result of financial scandals and acts of corruption involving large organizations, the discussions on good governance practices, such as audit committees and risk management, creating areas of internal control and implementation of codes of conduct, re-emerging in the economic scenario. The Code of Conduct is an integral part of a management control system, making the link with the corporate governance process, assisting in raising the ethical standards of the organization and thus improving investor confidence. So, this study aimed to study whether there is a relationship between codes of conduct and corporate risk. Therefore, we performed the choice of a stock index of BM & F BOVESPA and proceeded to read all the codes of conduct of the companies that make up this index. Additionally, Economática database was used for stock volatility of this index (considered a risk proxy) and also the control variables used in the econometric model. Adopted the content analysis method to convert text to numeric variables, aimed at further quantitative evaluation data. Based on the results reported by multiple linear regression equation, there is no statistically significant relationship between codes of conduct and risk. The p-value calculated was much above 5% and the use of codes of conduct can not explain the level of risk posed by the organizations. This result may have been influenced by the choice of stock volatility as a risk proxy. Moreover, it is possible that only the code of conduct, recognized as an instrument of a management control system, is not sufficient to explain the level of risk of the companies analyzed.

Keywords: Code of Conduct. Management control system. Corporate governance. Ethic.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo de Governança Corporativa.....	18
Figura 2 – Alavancas de Controle	20
Figura 3 – Modelo para a eficácia dos códigos de conduta	28
Figura 4 – Controle interno de gestão de riscos, governança e estratégia	32
Figura 5 – Etapas da pesquisa.....	36
Figura 6 – Coleta de dados	39
Figura 7 – Mapa conceitual – Códigos de conduta	40
Figura 8 – Distribuição normal dos erros.....	56
Figura 9 – Distribuição normal dos erros (sem <i>outliers</i>).....	56

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Má conduta diminui assim que a cultura ética melhora	29
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Propriedades e efeitos das alavancas de controle	24
Quadro 2 – Componentes do gerenciamento do risco corporativo	33
Quadro 3 – Agrupamento dos índices da BM&F Bovespa	37
Quadro 5 – Macrotemas dos Códigos de Conduta	41
Quadro 6 – Volatilidade das ações.....	42
Quadro 7 – Composição da amostra.....	45
Quadro 8 – Segmento de atuação das empresas	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Razões para ter um código de conduta.....	26
Tabela 2 – Ênfase dada em cada atributo do código de conduta.....	47
Tabela 3 – Levantamento dos macrotemas	48
Tabela 4 – Estatística descritiva.....	49
Tabela 5 – Correlação entre os atributos	50
Tabela 6 – Ênfase vs risco nas empresas de menor e maior risco	50
Tabela 7 – Análise individual dos atributos	51
Tabela 8 – Análise conjunta dos atributos.....	52
Tabela 9 – Dados padronizados.....	53
Tabela 10 – Análise individual dos atributos (dados padronizados).....	54
Tabela 11 – Análise conjunta dos atributos (dados padronizados)	54
Tabela 12 – Análise conjunta dos atributos e variáveis de controle	55
Tabela 13 – Análise conjunta dos atributos (sem <i>outliers</i>)	55
Tabela 14 – Análise conjunta dos atributos (sem <i>outliers na variável dependente</i>) ..	57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	12
1.2 OBJETIVOS	14
1.2.1 Objetivo Geral	14
1.2.2 Objetivos Específicos	14
1.3 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	15
1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	15
2 REVISÃO DA LITERATURA	17
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA	17
2.2 SISTEMAS DE CONTROLE DE GESTÃO	19
2.3 CÓDIGO DE CONDUTA	24
2.4 RISCO: CONCEITOS E GESTÃO	30
3 METODOLOGIA	35
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	35
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	37
3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	38
3.4 CONSTRUÇÃO DA HIPÓTESE DE PESQUISA	43
3.5 PROCEDIMENTO DE TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS	44
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
4.1 IMPORTÂNCIA DE CADA ATRIBUTO DOS CÓDIGOS DE CONDUTA	46
4.2 TESTE DE RELAÇÃO ENTRE CÓDIGOS DE CONDUTA E RISCO	51
4.3 TESTE DE ROBUSTEZ	52
4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	57
5 CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS	61
APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EMPRESAS DO ÍNDICE BRASIL AMPLO	67
APÊNDICE B – RISCO VS ATRIBUTOS DOS CÓDIGOS DE CONDUTA	71
APÊNDICE C – EMPRESAS ANALISADAS (SEM <i>OUTLIERS</i>) COM DISTRIBUIÇÃO NORMAL DA VARIÁVEL DEPENDENTE (RISCO)	78

1 INTRODUÇÃO

Os tópicos a seguir elencam o contexto deste estudo, assim como os objetivos, a delimitação, a justificativa e as possíveis contribuições deste trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Em decorrência da crescente complexidade do ambiente de negócios, podem surgir dilemas éticos difíceis de serem tratados. Essa realidade pode ser enfrentada com códigos de conduta que auxiliam na articulação e formalização dos valores organizacionais, enfatizando a posição da empresa sobre as práticas éticas aceitas. (STOHS; BRANNICK, 1999).

Fraudes contábeis escandalizaram o mercado financeiro norte-americano em 2001 e resultaram no aumento da regulação das companhias listadas na bolsa de valores de Nova Iorque. Em decorrência do incremento regulatório, surge a lei americana Sarbanes-Oxley que tem por objetivo estabelecer normativas referentes às práticas contábeis e financeiras e reforçar a responsabilidade dos principais executivos sobre as demonstrações financeiras. (STEVENS, 2008).

Em 2008, uma crise financeira internacional ganhou visibilidade com a falência do tradicional banco de investimento Lehman Brothers, dos Estados Unidos. Na oportunidade, dentre outros problemas, observaram-se falhas na elaboração de programas de remuneração executiva, os quais não impunham limites para a assunção de riscos excessivos com vistas à obtenção de bônus, porém em detrimento do futuro da organização. (LANG; JAGTIANI, 2010).

Dentre as novas práticas regulatórias impostas pela lei Sarbanes-Oxley (UNITED STATES, 2002) destaca-se aquela determinada pela seção 406, a qual impõe a implantação de um código de ética que promova um elevado padrão de conduta e um maior cuidado nas questões relacionadas a conflitos de interesses. Este instrumento passou a ser obrigatório nas organizações que tivessem ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque. No Brasil, a adoção do código de conduta é estimulada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pois se entende que este é um importante instrumento para o “desenho do sistema de governança corporativa da organização” (IBGC, 2015, p. 17).

Embora existisse um código de conduta na empresa protagonista das fraudes contábeis de 2001, a americana Enron, este não era um instrumento efetivo e havia uma clara falta de alinhamento dos princípios e orientações do código de conduta com a cultura da organização. (SIMS; BRINKMANN, 2003). Da mesma forma, havia um código de conduta no banco Lehman Brothers, porém este documento era genérico, não fornecia detalhes sobre comportamentos éticos esperados e também não demonstrava alinhamento com a cultura organizacional. (STEVENS; BUECHLER, 2013). Seria ingenuidade afirmar que um código diferente poderia salvar a instituição da falência, mas segundo Stevens e Buechler (2013) seria recomendável um documento mais enfático nas questões éticas e que servisse para ajudar a fortalecer os valores da organização.

Códigos de conduta devem ter sua elaboração orientada a impactar a cultura organizacional, promovendo comportamentos e práticas empresariais éticas, evitando assim a materialização de riscos. (ERWIN, 2011). A natureza dos riscos que as organizações incorrem pode estar relacionada a questões operacionais, financeiras, tecnológicas, estratégicas, sociais, sistêmicas, regulatórias e ambientais. (IBGC, 2015). Cabe ao Conselho de Administração supervisionar o processo de gestão de riscos, assegurando que a diretoria executiva tenha os recursos necessários para controlar e manter os riscos em níveis compatíveis com os limites determinados pelo Conselho (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), 2015). As preocupações quanto à natureza do risco podem variar de empresa para empresa, dada a sua realidade econômica e o ambiente de mercado em que ela está inserida.

Em 2005, foi realizada uma pesquisa pela Economist Intelligence Unit intitulada “*Global Business Risk Rose Sharply in First Quarter of 2005, According to New Corporate Risk Barometer*”, citada por Borgelt e Falk (2007), que questionava gerentes de riscos de companhias americanas sobre os principais riscos enfrentados pelas organizações. Na ocasião, foi apontado que o risco reputacional, entendido como aquele pode causar danos à imagem, e o risco regulatório, definido como aquele que pode deixar a organização fora dos padrões legais, eram os pontos mais proeminentes.

Treviño et al. (1999) observaram que as lideranças da organização devem promover um ambiente favorável a discussões sobre questões ética, pois isso resulta em diminuição de comportamentos antiéticos, disposição para reportar casos de violação ao código de conduta, maior comprometimento dos funcionários e

decisões de negócios baseadas em valores, reduzindo assim a possibilidade de ocorrência de problemas éticos ou legais. Portanto, o tratamento dos riscos começa com o compromisso do conselho de administração em apoiar o desenvolvimento de uma cultura ética que tenha, entre outros instrumentos de comunicação, um código de conduta claro e objetivo segundo Francis e Armstrong (2003), e também afirmam que um ambiente ético nas organizações é pressuposto básico para um eficiente gerenciamento de riscos.

A diretoria executiva, apoiada pelo Conselho de Administração, tem o papel de direcionar ações para minimização da probabilidade de ocorrência de perdas nos ativos, assim como reduzir o impacto resultante da ocorrência do evento. (IBGC, 2015). Para tanto, as organizações podem utilizar os códigos de conduta e ética para ajudar nesse processo de comunicação e orientação quanto à gestão dos riscos.

Considerando o contexto apresentado, este trabalho foi direcionado para estudar o seguinte problema de pesquisa: existe relação entre códigos de conduta e risco corporativo?

1.2 OBJETIVOS

Para responder à questão da pesquisa, apresenta-se o objetivo geral e os específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar se existe relação entre códigos de conduta e o risco corporativo.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Identificar os principais tópicos recomendados pela literatura na elaboração de códigos de conduta;
- b) Avaliar a importância que é dada pelas empresas na elaboração dos principais tópicos dos códigos de conduta;
- c) Analisar se os códigos de conduta auxiliam na mitigação dos riscos enfrentados pelas organizações;
- d) Identificar variáveis de controle para o modelo econométrico.

1.3 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Dado o objetivo geral deste estudo, não serão pesquisados estudos que tenham a elaboração de códigos de conduta orientados para categorias profissionais (exemplo: médicos, engenheiros, contadores, etc). No decorrer deste trabalho foram identificados estudos que discutem a influência o código de conduta no desempenho de determinadas categorias profissionais, porém isso não será abordado.

Embora entendido como um instrumento de governança corporativa, não se almeja discutir nesta pesquisa a relevância do código de conduta neste ambiente. Adicionalmente, não é objetivo deste trabalho propor tópicos para elaboração de códigos de conduta ou mesmo qualificar os tópicos por grau de importância. Por outro lado, não se almeja aprofundar a discussão sobre qual a melhor *proxy* que deve ser escolhida para determinar o grau de risco corporativo. Para este estudo optou-se por escolher a volatilidade das ações negociadas em bolsa como *proxy* para definir a menor ou maior exposição ao risco.

Portanto, a delimitação da pesquisa baseia-se na investigação da relação entre códigos de conduta e o risco. Logo, deseja-se pesquisar se códigos de conduta possibilitam mitigar riscos e qual a importância deste instrumento dado este objetivo. Por conseguinte, este trabalho está situado na linha de pesquisa de Controle de Gestão.

1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

O processo de gestão de negócios possui, de forma inerente, riscos que podem estar identificados e tratados, visando aumentar a possibilidade das organizações alcançarem seus objetivos. Alguns riscos podem se materializar de maneira inesperada e, se não estavam devidamente identificados e tratados, podem gerar resultados que afetem negativamente os resultados e a estratégia da organização. Logo, é importante que as organizações estejam atentas aos ambientes internos e externos e avaliem os eventos de risco que podem afetar a realização de seus objetivos, buscando desenvolver e implantar mecanismos de controle que atenuem ou impeçam os efeitos destes eventos.

Na literatura, são encontrados estudos referentes ao uso de códigos de conduta como instrumentos de influência comportamental e de controle gerencial.

(DAVIDSON; STEVENS, 2013; SCHWARTZ, 2001; SILVA; GOMES, 2008; SOMERS, 2001; STEVENS, 2008; STOHS; BRANNICK, 1999). Adicionalmente, também são identificadas obras que analisam a qualidade na elaboração dos códigos de conduta, assim como de sua implantação nas organizações. (AZEVEDO et al., 2014; KAPTEIN; SCHWARTZ, 2008; NIJHOF et al., 2003; SINGH, 2011).

Apesar da ampla discussão encontrada na literatura sobre o papel do código de conduta, não foram identificados estudos que analisem a relação deste instrumento com o risco. Não obstante, localizaram-se estudos que buscaram analisar se o nível de evidenciação das informações contábeis influencia na volatilidade das ações negociadas em bolsa de valores. (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). Ressalte-se que a volatilidade é considerada uma *proxy* de risco e foi assim utilizada neste estudo. O estudo de Monte et al. (2010) analisa a relação entre diferentes níveis de governança de empresas listadas na BM&FBOVESPA e a volatilidade das carteiras (nível 1, nível 2 e novo mercado).

Igualmente, este estudo, que tem por objetivo analisar a relação que os códigos de conduta têm na missão de auxiliar as organizações a tratarem seus riscos, tem a oportunidade de contribuir com mais um elemento que possa explicar a volatilidade das ações, aqui entendida como uma *proxy* de risco.

O trabalho também contribui para estudos sobre sistemas de controles gerenciais que possuem como referencial teórico o modelo de Alavancas de Controle proposto por Simons (1995). A pesquisa abordará dois dos quatro tipos de sistema de controle, denominados sistema de limites, que trata dos riscos a serem evitados, e sistema de valores (ou crenças), que reforça os objetivos e propósitos organizacionais. Ambos serão analisados com a perspectiva do código de conduta como ferramenta de controle gerencial e instrumento de influência no comportamento dos funcionários. O modelo teórico das alavancas de controle (*levers of control*) foi alvo de diversos estudos (BISBE; MALAGUEÑO, 2009; DIEHL, 2009; DIEHL; SOUZA, 2008 FERREIRA; OTLEY, 2009; HENRI, 2006; TUOMELA, 2005; WIDENER, 2007) que abordaram o construto como um sistema estruturado para o controle estratégico.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo está dividido em quatro tópicos, sendo que o primeiro tem a função de fornecer a amplitude em que se encontra o código de conduta. Na sequência é desenvolvido o contexto em que se inserem o código de conduta e o risco corporativo. Na sequência, abordam-se os dois tópicos que se coadunam diretamente com o tema de pesquisa. Os tópicos tratados a seguir são: governança corporativa, sistemas de controle de gestão, código de conduta e risco corporativo.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 20) a

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de GC buscam facilitar o acesso a recursos e contribuir para a longevidade das organizações. Para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2015), a governança corporativa fornece a estrutura necessária para a consecução dos objetivos da organização, assim como os meios para monitorar o desempenho organizacional. A OECD dissemina seis princípios que visam a indicar balizadores para o desenvolvimento da governança corporativa, abrangendo questões econômicas, sociais, jurídicas e culturais. Destacam-se abaixo estes princípios (OECD, 2015, p. 15):

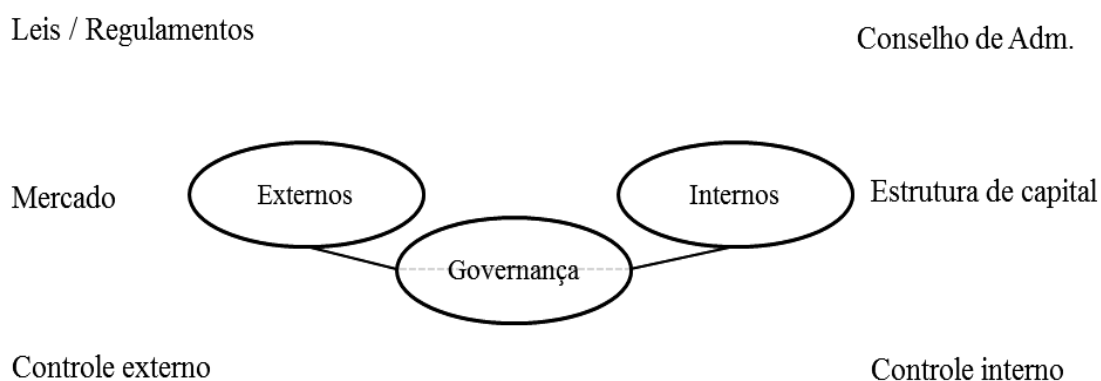
1. Assegurar a base para um estabelecimento eficaz da governança corporativa;
2. Os direitos dos acionistas e as principais funções da estrutura de propriedade;
3. O tratamento equânime dos acionistas;
4. A função das demais partes interessadas (stakeholders) no modelo de governança corporativa;
5. Divulgação de informações e transparência;
6. As responsabilidades do conselho de administração.

A governança corporativa torna-se um elemento fundamental para melhorar a eficiência econômica, tendo em vista que permite equilibrar as relações entre a

gestão, o conselho de administração, os acionistas e as demais partes interessadas. (DEMIDENKO; McNUTT; 2010). Reiteram que num processo de boa governança, os valores éticos, códigos de conduta, papéis e responsabilidade são implantados numa estrutura organizacional que permita a responsabilização pelo desempenho. Por sua vez, Caixe (2012) sustenta que mecanismos de incentivos e controles da governança podem aumentar a probabilidade do retorno do capital investido, tendo em vista a minimização de conflitos de interesse entre tomadores de decisão e provedores de recurso. Por consequência, a governança corporativa não consiste em tão somente proteger os interesses dos acionistas, mas também evitar que acionistas controladores expropriem acionistas minoritários.

Gillan (2006) desenvolve uma ampla visão sobre a governança corporativa tendo como base estudos já desenvolvidos, e apresenta mecanismos de governança em dois grupos: interno e externo à organização. O ambiente interno contempla o conselho de administração, recompensas gerenciais, estrutura de capital, legislação e sistemas de controle. Já o ambiente externo considera leis e regulamentos, mercados (capitais, trabalho, produtos, informações, contábil, auditoria, Jurídico) e supervisão externa (comunicação externa). Gillan (2006) propõe um amplo modelo para a reflexão sobre os mecanismos de governança, conforme demonstrado na Figura 1.

Figura 1 – Modelo de Governança Corporativa



Fonte: Gillan (2006, p. 384) adaptada pelo autor.

No tocante ao controle interno, o código de conduta pode atuar como um instrumento do sistema de controle de gestão, expressando todos os princípios e

valores éticos da organização e auxiliando a congruência de objetivos de todos os integrantes do processo de governança corporativa. O próximo tópico trata do propósito de um sistema de controle de gestão e sua inter-relação com o código de conduta.

2.2 SISTEMAS DE CONTROLE DE GESTÃO

De acordo com Otley (1999), sistemas de controle de gestão fornecem informações úteis para que gestores consigam avaliar e monitorar a execução de seu trabalho, assim como ajuda a manter padrões de comportamento estabelecidos pelas organizações. Ainda afirma que os sistemas de controle de gestão precisam ser desenhados de forma a refletir os objetivos da organização e ser capaz de influenciar o comportamento gerencial na busca pelo interesse desta. E diante de um cenário de constante mudança, o sistema de controle precisa se formulado com o propósito de reforçar os valores e crenças da organização, delimitar as fronteiras (limites) e propor o debate acerca das incertezas estratégicas. (SIMONS, 1995).

Como forma de analisar a relação entre códigos de conduta e risco, o sistema de controle de gestão desenvolvido por Simons (1995), denominado “Alavancas de Controle”, auxilia a compreender a dinâmica entre esses dois temas. O modelo das alavancas de controle de Simons (1995) é coerente com a proposta de pesquisa deste estudo, tendo em vista que dois dos sistemas do modelo do autor, o sistema de crenças, que reforça os valores centrais da organização, e o sistema de limites, que indica os riscos a serem evitados, devem ser partes integrantes na elaboração de códigos de conduta.

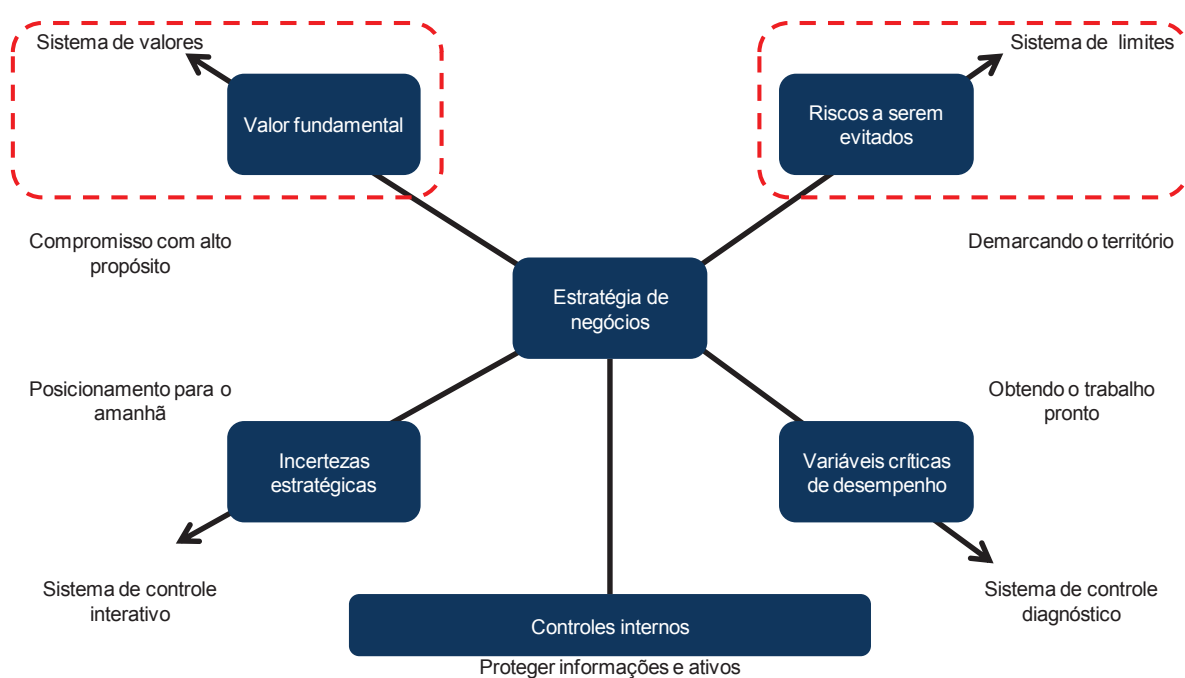
Simons (1995) desenvolveu um modelo baseado em quatro processos-chave que auxilia a investigar como as organizações impulsionam seus sistemas de controles gerenciais, a fim de implementar as estratégias de negócio. Os processos propostos por Simons (1995) são:

- a) sistema de valores (ou crenças): incorpora os valores fundamentais da organização, visando estimular o comprometimento dos funcionários com as metas e na busca por oportunidades e soluções;
- b) sistema de limites: busca restringir o comportamento dos funcionários em níveis aceitáveis pela organização, evitando a exposição a riscos e impedindo que recursos sejam desperdiçados;

- c) sistema de controle interativo: trata do monitoramento das incertezas estratégicas e sobre a forma que a organização aprende e potencializa o surgimento de novas estratégias, caso as premissas fundamentais se alterem;
- d) sistema de controle diagnóstico: aborda as variáveis críticas de desempenho que são acompanhadas através de um sistema formal de informações, visando garantir a implantação da estratégia prevista.

O balanceamento desses processos objetiva criar um ambiente organizacional que facilite a experimentação e inovação, mas sem perder a dimensão das restrições sobre o comportamento dos funcionários. As alavancas de controle são complementares e sua aplicação plena precisa ser utilizada de forma integrada (SIMONS, 1995). A Figura 2 demonstra as dimensões abordadas pelo modelo de Simons (1995).

Figura 2 – Alavancas de Controle



Fonte: Simons (1995, p. 5) adaptada pelo autor.

O modelo das alavancas de controle é pioneiro no desenvolvimento de uma tipologia para uso do sistema de controle de gestão. (OYADOMARI et al., 2010). Para os autores, a relevância do trabalho de Simons (1995) está na abordagem que

caracteriza o sistema de controle de gestão (SCG) como influenciador da estratégia. Henri (2006) afirma que a essência do papel do SCG é gerenciar a tensão organizacional entre a inovação criativa e o cumprimento dos objetivos previstos. Segundo Henri (2006) existem três tipos inerentes de tensão nas organizações:

- a) oportunidades ilimitadas versus atenção limitada;
- b) estratégia pretendida versus estratégias emergentes;
- c) auto-interesse versus desejo de contribuir.

Neste sentido, o construto das alavancas de controle é uma ferramenta útil para ajudar a alcançar um equilíbrio entre criatividade e restrições (controles), administrando a tensão entre a necessidade de inovar e os esforços para atingir as metas previstas pela organização. (MUNDY, 2010).

Mundy (2010) comenta que o equilíbrio é um elemento implícito no modelo das alavancas de controle e serve para gerenciar os conflitos internos e influenciar o desenvolvimento das capacidades organizacionais. Esses conflitos ou tensões dinâmicas entre o alcance das metas e a liberdade para criar novos produtos pode gerar pressão para a cooperação, que é fator importante para a inovação. (CRUZ; FREZATTI; SOUZA, 2015). Para Spekle, Van Elten e Widener (2014), um sistema de controles com as quatro alavancas (crenças, limites, interativo e diagnóstico) pode fornecer espaço para a criatividade, enquanto identifica as fronteiras que devem ser analisadas e enfrentadas pela organização.

O sistema de limites tem a função de comunicar os riscos a serem evitados e “[...] delinear o domínio aceitável de atividades para os participantes organizacionais” (SIMONS, 1995, p. 39). O autor Simons (1995) compara esse sistema aos freios de um carro: sem este mecanismo os carros (ou as organizações) não podem funcionar em alta velocidade. O sistema de limites ajuda a estabelecer as fronteiras que os gestores podem transitar para atender aos objetivos estratégicos e trazer ideias inovadoras para a organização. (TESSIER; OTLEY, 2012). Sob esse aspecto, é considerado como uma força negativa ou proibitiva, pois restringem o comportamento na busca por oportunidades e tem por objetivo a minimização de riscos. (DIEHL, 2009). Com efeito, o sistema traduz as regras do jogo e identifica as ações e procedimentos que os funcionários devem evitar. (SPEKLE; VAN ELTEN; WIDENER, 2014).

Simons (1995) descreve dois tipos de limites: conduta de negócios (*business conduct boundaries*) e estratégica (*strategic boundaries*) e embora ambos estejam relacionados à conformidade (*compliance*), não atuam no mesmo nível organizacional. Ao impor limites estratégicos, o sistema indica quais oportunidades não deverão ser exploradas (restrição) e informa quais possibilidades podem ser examinadas pela organização. Quanto à conduta de negócios, a preocupação é sobre as operações da organização, ou seja, refere-se ao comportamento esperado dos funcionários nas atividades cotidianas.

O sistema de limites tem a incumbência de indicar as restrições e se bem compreendidas pelos funcionários pode ajudar a criar um ambiente que se caracteriza pela autogestão e liberdade. Para Simons (1995), esse ambiente de autonomia (*empowerment*) pode ser alcançado quando as regras são claras e eliminam as incertezas do ambiente de trabalho. Contudo, o aumento da autonomia pressupõe funcionários com melhor qualificação e mais conhecimento das atividades exercidas e essa “[...] maior capacitação requer maior controle [...]” (SIMONS, 1995, p. 163). De acordo com Spekle, Van Elten e Widener (2014), esse sistema deve funcionar com uma abordagem que motive os funcionários a cumprirem as diretrizes organizacionais, recompensando-os quando atingirem os resultados esperados.

Widener (2007) afirma que, embora o sistema de limites atue como uma contenção ao comportamento dos funcionários, a clareza na comunicação dos níveis de restrição, pode proporcionar liberdade para inovar e alcançar os objetivos esperados. Além disso, Widener (2007) comenta que é possível gerir os riscos, pois o alinhamento do comportamento dos funcionários pode reduzir a possibilidade de ações que tragam prejuízos à organização. Para Diehl e Souza (2008) a maior liberdade concedida aos gestores, aliada a clareza das ações comportamentais permitidas pela organização e a definição dos limites (fronteiras), permite explorar melhor as oportunidades, minimizando os riscos, e também afirmam que, a formalização dos limites pode trazer vantagens à organização, pois amplia a capacidade de desenvolver novos negócios e monitorar a execução da estratégia.

A comunicação das diretrizes do sistema de limites pode ser realizada com a utilização de códigos de conduta e conjunto de normas e procedimentos, sendo alguns destes apresentados na forma de controles automatizados e políticas de gestão de riscos vinculados ao negócio. (OYADOMARI et al., 2010). Para Mundy

(2010) as atividades fora dos limites aceitáveis pela organização precisam estar explicitamente descritas, assim como a previsão de sanções aplicadas decorrentes do descumprimento. Também afirma que a formalização pode restringir o comportamento dos funcionários em limites definidos e melhora a compreensão dos riscos que devem ser evitados ou minimizados.

Conforme Simons (1995, p. 39) sistema de valores (ou crenças) ressalta “[...] o conjunto explícito de definições organizacionais que gerentes de nível sênior comunicam formalmente e reforçam sistematicamente como os valores básicos, o propósito e a direção para a organização”. Os valores representam o alicerce para o código de conduta e, de acordo com Simons (1995) também fazem parte do sistema de limites. Tessier e Otley (2012) afirmam que o sistema de valores atua no aspecto social, pois consiste em declarar a missão e os valores organizacionais, visando assim ao reforço do comprometimento dos funcionários. Ao passo que o sistema de limites, tanto atua no aspecto social, quanto no aspecto técnico, sendo este relacionado à imposição de controles que podem restringir a execução de determinadas atividades.

Os sistemas de valores são considerados como uma força positiva ou afirmativa, pois motivam os funcionários a tomarem iniciativa em busca de oportunidades e a solucionar problemas de forma mais autônoma, porém sempre tendo como referencial os valores organizacionais. (SPEKLÉ; VAN ELTEN; WIDENER, 2014; TUOMELA, 2005). De acordo com Widener (2007, p. 763), as empresas “[...] usam os sistemas de valores e de limites para gerir o risco, uma vez que ajuda a garantir o alinhamento do comportamento dos funcionários, o que minimiza a possibilidade de que a organização pode ser prejudicada”.

Simons (1995) ressalta que a força das alavancas de controle não está na ação individualizada de cada sistema, mas na forma coordenada em que todas são utilizadas. Ou seja, é na complementaridade das alavancas que emerge um sistema de controle de gestão. (GRABNER, MOERS, 2013). O Quadro 1 demonstra as características dessas duas alavancas de controle.

Quadro 1 – Propriedades e efeitos das alavancas de controle

Alavanca de Controle	Propriedade	Efeitos	Resultados pretendidos
Valores (crenças)	Recursos e características visíveis: - Missão, Visão, Credos.	Valores organizacionais e prioridades são comunicados.	Visão e valores compartilhados. Força de trabalho é motivada e inspirada.
Limites	Recursos e características visíveis: - atividades explicitamente classificadas como fora dos limites; - existência e aplicação de sanção.	- Comportamento dos funcionários é restrito aos limites especificados; - Funcionários compreendem os riscos que devem ser evitados ou minimizados.	Funcionários trabalham dentro das restrições especificadas.

Fonte: Mundy (2010, p. 505) adaptado pelo autor.

Dessa forma, é possível inferir que os códigos de conduta podem servir como uma ferramenta de controle para divulgar as restrições à atuação dos funcionários (sistema de limites) e também para apresentar a missão e os valores centrais da organização (sistema de valores/crenças). O tópico a seguir aprofunda a discussão sobre os objetivos a serem atendidos na criação e implantação de um código de conduta.

2.3 CÓDIGO DE CONDUTA

Códigos de conduta servem para articular parâmetros éticos nas organizações, direcionando comportamentos aceitáveis e não aceitáveis. (STEVENS, 2008). Esse instrumento pode auxiliar na obtenção de congruência de objetivos da organização, alinhando os interesses de funcionários, fornecedores e administradores. De acordo com Silva e Gomes (2008) a clareza no estabelecimento

de padrões éticos esperados pelas organizações auxilia na motivação dos funcionários, permitindo o direcionamento conjunto de esforços e a redução comportamentos indesejados.

Baseado em Melrose-Woodman e Kverndal, citado por Langlois e Schlegelmich (1990, p. 522) códigos de conduta podem ser definidos como

Uma declaração de princípios corporativos, ética, normas de conduta, código de práticas ou filosofia da empresa em matéria de responsabilidade de funcionários, acionistas, consumidores, meio ambiente ou quaisquer outros aspectos externos da sociedade para a companhia.

Por sua vez, Schwartz (2001, p. 248) define que códigos de conduta são documentos “[...] escritos, distintos e formais e consistem em padrões morais utilizados como guia para orientar os empregados ou o comportamento corporativo”.

Para Weaver (1993) os motivos que induzem as organizações a elaborar esse tipo de documento relacionam-se com:

- a) estímulo ao comprometimento ético;
- b) atendimento a uma demanda regulatória;
- c) observância ao ambiente social;
- d) direcionamento das questões éticas ao ambiente interno e externo de negócios.

Azevedo et al. (2014) afirmam que as exigências do mercado e a responsabilidade social são fatores de estímulo a elaboração de códigos de conduta. Sustentam que códigos de conduta podem ser instrumentos de gestão que auxiliem na condução dos negócios sob o prisma de uma boa moral e respeito aos parceiros comerciais, à comunidade e ao meio ambiente, fatores importantes para garantir resultados sustentáveis.

Stohs e Brannick (1999) afirmam que as empresas, por terem uma propensão natural a reduzir custos, podem acabar se envolvendo em práticas antiéticas e que a elaboração de um código de conduta ajudaria a impor os valores organizacionais, reforçando assim as ações e práticas moralmente aceitáveis.

A implantação de códigos de conduta é uma prática crescente nas grandes empresas. Numa pesquisa realizada pela empresa de consultoria e auditoria KPMG (2008), cuja fonte de dados foi relação das duzentas maiores companhias globais (“Fortune Global 200”) de 2007, observou-se que os códigos de conduta estavam

presentes em 86% dessa amostra, sendo que, na década de 1990, era encontrado em apenas 14%. Após esse levantamento, buscou-se identificar os motivos que direcionaram as empresas a implantarem os seus códigos de conduta. Foram aplicados questionários sobre o tema e a Tabela 1 indica as razões e o grau de importância dada a cada um dos elementos.

Tabela 1 – Razões para ter um código de conduta

Razões	Sem importância	Pouco importante	Importante	Muito importante
Conformidade com requerimentos legais	0%	3%	12%	85%
Difundir a cultura da empresa	0%	3%	17%	81%
Proteger / melhorar a imagem da empresa	0%	0%	22%	78%
Melhorar comportamento dos funcionários	2%	10%	22%	66%
Ser uma empresa socialmente responsável	0%	7%	39%	54%
Alcançar as expectativas dos <i>stakeholders</i>	0%	0%	55%	45%
Diminuir a responsabilidade da empresa em caso de má conduta	2%	24%	37%	37%
Melhorar a posição competitiva da empresa	5%	21%	41%	33%
Prevenir aumento regulamentos externos	14%	28%	28%	30%

Fonte: KMPG (2008, p. 8).

Destacam-se como principais razões para implantar códigos de conduta os requerimentos legais/regulatório, a necessidade de transmitir a cultura da organização, a proteção da imagem da empresa e a busca por melhorar o comportamento dos funcionários. Algumas das razões mencionadas acima e que nortearam a decisão de implantar um código de conduta foram detectadas em pesquisas realizadas sobre este instrumento. Stohs e Brannick (1999), por exemplo, encontraram uma relação estatisticamente significativa entre códigos de conduta e melhoria do comportamento gerencial ao pesquisar 348 gestores de companhias irlandesas.

Por sua vez, Schwartz (2001) ao estudar quatro grandes empresas canadenses descobriu que a existência de um código de conduta influencia no comportamento de funcionário, gerentes e diretores. McKinney, Emerson e Neubert (2010) observaram que, numa amostra de 2800 profissionais de negócio de diversas empresas, os funcionários que trabalhavam em empresas com códigos de conduta implantados eram menos propensos a aceitar comportamentos eticamente questionáveis e que pudessem impactar na relação com os *stakeholders*. Adicionalmente, Davidson e Stevens (2013) que afirmam que códigos de conduta podem ser meios eficientes para influenciar o comportamento gerencial e preservar a confiança dos investidores, mas é necessário que tal instrumento seja implantado de uma forma mais impositiva, certificando os gestores quanto ao conhecimento e aplicabilidade do código.

Embora existam pesquisas que indiquem a influência positiva no comportamento esperado de funcionários quando da existência de códigos de conduta, observa-se estudos que não apontam essa relação. Kaptein e Schwartz (2008) efetuaram uma revisão da literatura, abrangendo 79 estudos empíricos sobre a eficácia dos códigos de conduta e descobriram que em 51% dos casos há uma efetividade positiva deste instrumento, porém em 33% dos estudos a efetividade é inexistente e em 14% os resultados foram mistos. Em apenas um estudo, identificou-se que implantar um código de conduta pode ser contraproducente na influência para a melhoria do comportamento dos funcionários.

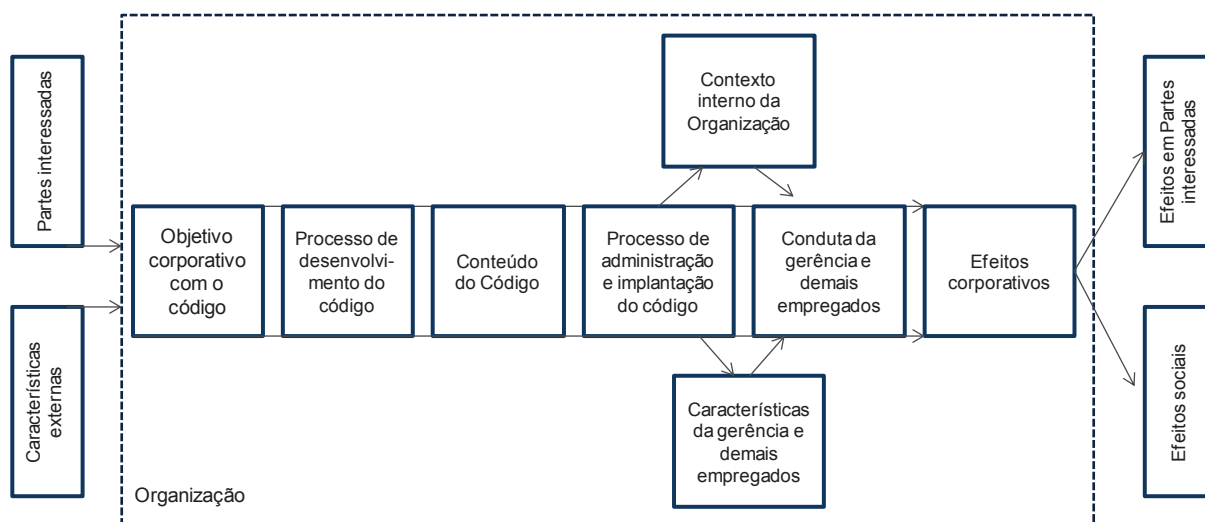
Para alcançar resultados efetivos com a implantação do código de conduta é necessário apoio incondicional da alta administração e tratamento confidencial quando são reportadas questões de desconformidade. (BROOKS, 1989). Segundo Stevens (2008), este instrumento pode funcionar como ferramenta de gestão, auxiliando no reforço da cultura, como também do processo de criação de um código que exige tempo de reflexão e discussão sobre os temas pertinentes a este instrumento, fato que auxilia a moldar a cultura organizacional. Nijhof et al. (2003), reforçam que o processo de elaboração do código deve provocar reflexão sobre os valores centrais da organização, a fim de definir qual será o comportamento esperado de gestores e funcionários, bem como inserir esse instrumento como balizador na definição de rotinas e processos organizacionais.

Singh (2011) pesquisou elementos que poderiam assegurar a eficácia na implantação de códigos de conduta e descobriu que a revisão deste a cada 2 anos,

o trato adequado (confidencialidade) para os funcionários que denunciam violações, o treinamento constante de atuais e novos funcionários, o uso do código no planejamento estratégico, a liberação do código aos fornecedores e clientes e a criação de comitês de ética ajudam a explicar o sucesso da implantação do código em 58,5% dos casos. Na visão de Singh (2011) e Somers (2001) a implantação de códigos de conduta pode aumentar a reputação (imagem) da organização, transmitindo uma percepção positiva sobre suas práticas de negócio e reforçando a cultura e os valores organizacionais.

Kaptein e Schwartz (2008) desenvolveram um modelo que visa a alcançar a eficácia dos códigos de conduta, considerando aspectos externos à organização, expectativas de investidores / acionistas e características da própria organização. Além disso, os autores afirmam que o processo de implantação e administração do código é parte crucial para assegurar a efetividade desse instrumento, citando, por exemplo, que treinamentos e canais de orientação são importantes para fornecer aos empregados uma percepção positiva do uso do código. A Figura 3 demonstra o modelo desenvolvido pelos autores.

Figura 3 – Modelo para a eficácia dos códigos de conduta



Fonte: Kaptein e Schwartz (2008, p. 118) adaptada pelo autor.

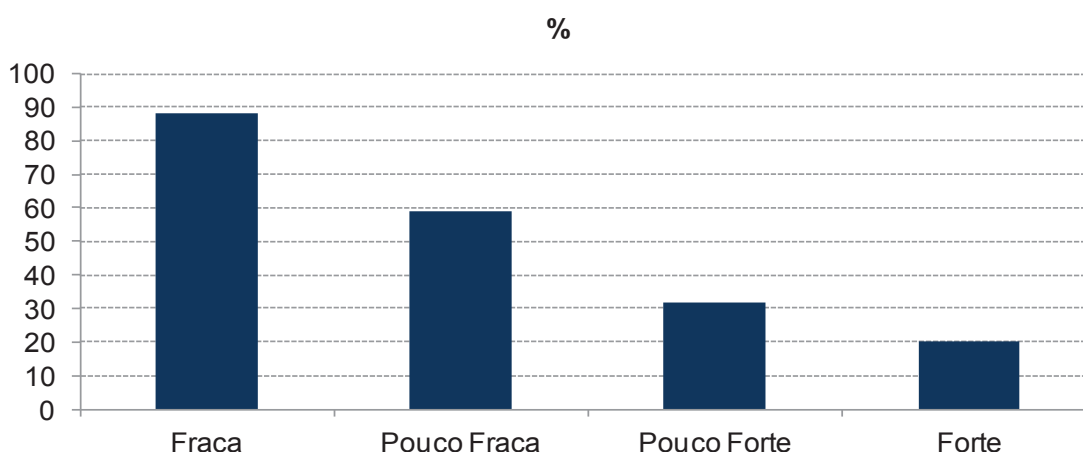
Códigos de conduta são reflexos de princípios éticos e de responsabilidade social adotada e valorizada pelas organizações. Mesmo que este instrumento siga um processo adequado de desenvolvimento pode existir uma lacuna entre as orientações formalizadas e a prática da empresa, caso não exista um apoio real da

alta administração, comunicando e incorporando o código nas decisões. (WEBLEY, WERNER, 2008).

A mera existência desse instrumento não fornece garantias de que o comportamento ético irá permear toda a organização. Stevens (2008, p. 605) observa que códigos de conduta podem ser transformar numa “[...] poderosa ferramenta de gestão estratégica” quando o corpo gerencial é capaz de criar uma cultura ética que reforce os valores organizacionais e impulsione as ações dos funcionários em direção a uma causa comum. Treviño, Weaver e Reynolds (2006) afirmam que a liderança tem papel relevante em difundir a cultura ética, dado que os funcionários percebem o padrão comportamental dos líderes, bem como analisam a coerência de suas decisões.

A organização Ethics Resource Center (ERC) (2014) publicou uma pesquisa que indica que a valorização da cultura ética impulsiona de forma significativa o comportamento dos funcionários. O Gráfico 1 aponta que em culturas éticas caracterizadas como fortes, 20% dos funcionários constataram comportamentos antiéticos, ao passo que numa cultura ética fraca, 88% relataram situações de má conduta.

Gráfico 1 – Má conduta diminui assim que a cultura ética melhora



Fonte: ERC (2014, p. 18) adaptado pelo autor.

O IBGC (2015) entende que códigos de conduta ajudam a fundamentar as ações de gerenciamento de riscos, controles internos e conformidade (*compliance*). Por sua vez, a *OECD Principles of Governance Corporate* (OECD, 2015) afirma

que uma forma de mitigar riscos relacionados à integridade corporativa pode ser a implantação de códigos de conduta.

A elaboração e implantação de códigos de conduta nas organizações é uma forma de resposta da alta administração aos riscos do negócio. Esse instrumento é parte de um sistema que ajuda a reforçar os valores organizacionais e a impor os limites de risco sobre os quais os funcionários não devem ultrapassar. A próxima seção trata da questão de conceituar o risco, assim como de formas de efetuar a sua gestão.

2.4 RISCO: CONCEITOS E GESTÃO

Knight (1964) define risco como um evento passível de ser mensurado e que apresenta variáveis que podem ter sua probabilidade de ocorrência conhecida e estimada. Para o autor, o conceito de risco é radicalmente diferente de incerteza, pois esta última apresenta variáveis que não são passíveis de mensuração, tampouco de estimativa de probabilidade de ocorrência. Por sua vez, Paxson e Wood (1998, p. 306) interpretam o conceito de risco como algo que “[...] pode ser simplesmente definido como a exposição a mudar. Ele é a probabilidade de que um evento futuro, ou conjunto de eventos, irá ocorrer”.

De acordo com Holton (2004) são necessários dois componentes essenciais para configurar a existência do risco: exposição e incerteza. Portanto, se estas duas características não estiverem presentes numa situação a ser enfrentada, não há risco. Em sua essência, a palavra risco, que é proveniente o idioma italiano (“*risicare*”), significa ousar, representando uma opção e não um destino. (BERNSTEIN, 1997). Logo, o risco não traz tão somente a perspectiva de perda ou dano. Damodaran (2009) pondera que manter o foco em reduzir a exposição ao risco pode diminuir o potencial de oportunidades e que gerir o risco torna-se essencial num processo de tomada de decisão.

Inicialmente, o processo de gestão de riscos foi tratado como uma forma de reduzir custos através da melhoria de controles internos nas organizações, possibilitando reduzir a ocorrência de uma possível perda, compreendida por um acidente ou dano natural, negligência ou atos desonestos. (GALLAGHER, 1956). Contudo, essa atividade sofisticou-se de tal forma que sua contribuição é importante para um processo de tomada de decisão. Os frutos dessa sofisticação, dentre eles, ferramentas tecnológicas, melhor compreensão do comportamento humano e foco

em processos, elevaram o status do gerenciamento de riscos a um patamar de destaque nas organizações, auxiliando-as na execução da sua estratégia. (TEKATHEN; DECHOW, 2013).

Conforme Woon, Azizan e Samad (2011) o auxílio na execução da estratégia alinha a gestão de riscos aos processos internos, pessoas, tecnologia e conhecimento organizacional. Afirmam que a aplicação desta abordagem busca identificar, analisar e tratar os riscos, objetivando gerir as incertezas que as organizações podem, eventualmente, enfrentar. Logo, é importante que as organizações estejam atentas aos ambientes internos e externos e avaliem os eventos que podem afetar a realização de seus objetivos. Para Capelletto e Corrar (2008), o processo de gerir riscos depende de informação ágil para que seja possível identificar e avaliar os eventos que podem reduzir ou impedir a organização de alcançar seus objetivos.

A etapa inicial de um gerenciamento de riscos consiste na identificação tempestiva dos eventos internos e externos que podem afetar a organização, pois isso contribui para reduzir e/ou eliminar os impactos dos riscos no ambiente de negócios. (ZONATTO; BEUREN, 2009). Após a identificação do risco é necessário comunicar, no nível de alçada adequado, a administração para que ocorra a decisão sobre como será o tratamento daquele risco. Esse processo de comunicação envolve todos os funcionários da organização que precisam ter consciência do seu papel no gerenciamento de riscos. (DREW, 2007). Segundo Rao (2009), uma gestão de riscos efetiva envolve a alta administração que tem o papel principal de direcionar ações para minimização da probabilidade de ocorrência de perdas nos ativos, assim como reduzir o impacto do risco, caso estes se materialize.

Para Woon, Azizam e Samad (2011) a implementação de um processo de gerenciamento de riscos tem que considerar três pontos:

- a) abordagem integrada e estruturada para dar credibilidade ao processo;
- b) alinhamento da estratégia ao grau de risco aceito pela organização;
- c) delegação de responsabilidade dos riscos aos gestores.

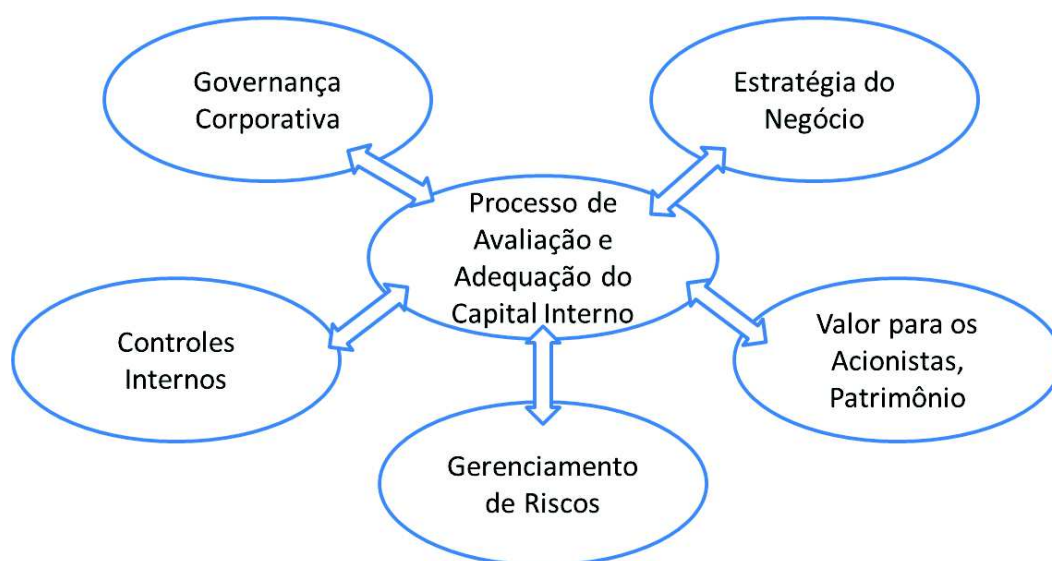
Na mesma linha, Stanciu (2010) destaca que os principais elementos para o sucesso do processo de gestão de riscos são: políticas e procedimentos formalizados, informação e monitoramento, sistema eficaz de controle internos que

auxilie a delimitar a exposição ao risco e, por fim, testes periódicos para avaliação da estrutura de gestão de risco.

Existe um modelo de abordagem que auxilia na identificação, avaliação e administração dos riscos que é denominado de Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) (2004), sendo este o modelo mais conhecido e aceito mundialmente. (MAIA et al., 2005). O COSO é uma organização americana, sem fins lucrativos, formada por representantes da American Accounting Association, American Institute of Certified Public Accountants, Financial Executives International, Institute of Managements Accountants e pelo Institute of Internal Auditors, tendo como princípio a disseminação de boas práticas de controle interno. Este modelo reforçou a abordagem corporativa da gestão de riscos, enfatizando a contribuição para o atendimento dos objetivos estratégicos.

Para Stanciu (2010), o COSO demonstra uma relação entre o sistema de controle interno e a gestão de riscos. A Figura 3 indica essa relação e destaca as interdependências com a governança corporativa e a estratégia de negócios. Nessa perspectiva para a consecução dos objetivos do negócio, a gestão de riscos exerce um papel fundamental, contando com a qualidade e eficiência do sistema de controle interno. A Figura 4 também destaca a implicação sobre os acionistas, pois no processo de avaliação e adequação do capital interno, pressupõem-se o equilíbrio entre o patrimônio existente e aquele necessário como resultado da exposição aos riscos.

Figura 4 – Controle interno de gestão de riscos, governança e estratégia



Fonte: Stanciu (2010, p. 252) adaptada pelo autor.

O COSO (2004) estabeleceu um quadro integrado que compreende oito componentes inter-relacionados para a abordagem de controles internos e riscos, conforme destacado no Quadro 2.

Quadro 2 – Componentes do gerenciamento do risco corporativo

Ambiente Interno (ou de controle)	O ambiente interno determina os conceitos básicos sobre a forma como os riscos e os controles serão vistos e abordados pelos empregados da organização.
Definição (ou fixação) de objetivos	O gerenciamento de riscos corporativos assegura que a administração adote um processo para estabelecer objetivos e que os escolhidos propiciem suporte à administração, alinhados com a missão da organização e sejam compatíveis com o risco aceitável da organização.
Identificação de Riscos (ou Eventos)	Os eventos potenciais que podem impactar os objetivos da organização devem ser identificados, podem ser internos ou externos, diferenciados em riscos, oportunidades ou ambos.
Avaliação de riscos	Os riscos identificados são analisados na determinação de seus impactos e a forma como serão administrados.
Resposta aos Riscos	A administração alinha os riscos as respectivas tolerâncias ao apetite quanto a risco, podendo evitar, aceitar, reduzir ou compartilhar.
Atividades de Controle	Políticas e procedimentos são estabelecidos e implantados para assegurar que as respostas aos riscos selecionados pela administração sejam executadas com eficácia.
Informações e Comunicações	Para identificar, avaliar e responder ao risco, a organização necessita das informações em todos os níveis hierárquicos, permitindo que as pessoas cumpram as suas atribuições.
Monitoramento	A integridade do processo de gerenciamento de riscos corporativos é monitorada e as modificações necessárias são realizadas. O monitoramento é realizado por meio de atividades gerenciais contínuas e avaliações independentes ou uma combinação desses dois procedimentos.

Fonte: Adaptado de COSO (2004, p. 4).

Um dos desafios do processo de gerenciamento de risco é transformar a cultura da organização, sensibilizando e conscientizando funcionários e gestores quanto ao seu papel em relação à tolerância ao risco. Para Drew (2007), a implantação deste processo depende da colaboração e engajamento de toda organização que deve ser incentivada a comunicar eventos e auxiliar na gestão do risco. Hoyt e Liebenbert (2011) entendem que a identificação tempestiva dos riscos, internos ou externos, pode contribuir para reduzir eventuais impactos negativos para o ambiente em que a empresa está inserida, bem como auxiliar no direcionamento adequado da alocação de recursos, e também que a consciência sobre os riscos e melhora a tomada de decisão, tanto no nível operacional, quanto no estratégico.

No processo de gerenciamento de riscos, a comunicação torna-se relevante, pois tem a incumbência de informar a responsabilidade de cada funcionário sobre as ações necessárias para tratar determinado risco. Um importante instrumento que pode cumprir o papel de orientação sobre diversos riscos é o código de conduta e ética. Para Stevens (2008), o código é uma ferramenta de gestão estratégica e deve ser moldada à cultura da empresa, transmitindo os valores organizacionais e orientando funcionários na tomada de decisão.

O processo de gerenciamento de riscos não reduz a incerteza e tampouco garante o alcance dos objetivos estratégicos. Este processo pode gerar engajamento organizacional com a finalidade de auxiliar o gerenciamento das atividades, num grau de exposição ao risco que a organização julga adequado, aumentando a possibilidade de atingir os objetivos. Uma estratégia de gerenciamento de riscos deve promover constantemente a prática de uma conduta ética na organização, fornecendo a estrutura necessária para que isso ocorra, auxiliando assim na prevenção de fraudes, preservação da imagem da organização e mitigando penalidades ou sanções por descumprimento de qualquer aspecto legal. (FRANCIS; ARMSTRONG, 2003).

Na próxima seção serão apresentados os aspectos metodológicos desta pesquisa e, posteriormente, os resultados encontrados durante a análise.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são abordados os procedimentos metodológicos utilizados para alcançar os resultados abordados na pesquisa. A elaboração e validação do instrumento de coleta de dados, a população e a amostra selecionada, o tratamento e análise dos dados, bem como a limitação do método de pesquisa são apresentados a seguir.

As referências em inglês foram traduzidas pelo autor.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa é um levantamento que se baseia em dados provenientes de fontes diretas das empresas e da BM&F BOVESPA e também uma fonte indireta, a base de dados da Economática. Caracteriza-se por ser descritiva, tendo em vista que se baseia em um conjunto de observações empíricas, descrevendo os aspectos dos fenômenos ou tentando identificar as relações entre variáveis. (GIL, 2010). O tratamento das evidências é quantitativo, pois mostra a observação, a valorização dos fenômenos e demonstra o grau de fundamentação entre eles. (LAKATOS; MARCONI, 2011). Justifica-se a abordagem quantitativa, pois foram utilizados conhecimentos de estatística com o intuito de quantificar as informações obtidas e tentar identificar relações entre elas.

Quanto ao procedimento de pesquisa, adotou-se o método de análise de conteúdo que é uma forma de converter texto em variáveis numéricas para posterior avaliação quantitativa de dados. (COLLIS; HUSSEY, 2005). A análise de conteúdo busca compreender conhecimentos relativos às variáveis inferidas, estabelecendo uma correspondência entre as estruturas semânticas e os fatores que as determinam. (BARDIN, 1991; GRAY, 2012). Este procedimento foi escolhido devido a necessidade de analisar determinadas frases ou palavras que foram averiguadas no material de pesquisa.

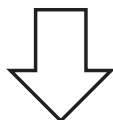
Esta pesquisa investigou a relação entre códigos de conduta e o risco corporativo de uma amostra de empresas listadas na BM&F BOVESPA. Considerou-se que códigos de conduta podem ser importantes instrumentos de gestão ao auxiliar no estabelecimento de parâmetros éticos da organização (SCHWARTZ, 2004; STEVENS, 2008; SILVA; GOMES, 2008), assim como na melhora da

confiança de investidores. (DAVIDSON; STEVENS, 2013; McKINNEY; EMERSON; NEUBERT, 2010). Sendo assim, buscou-se analisar o papel exercido por códigos de conduta como instrumentos de gestão do risco corporativo. Para tanto, utilizou-se como *proxy* direcionadora do risco corporativo a volatilidade das ações das empresas selecionadas. A volatilidade é um parâmetro importante na mensuração do risco, bem como representa um insumo crítico nas decisões referentes a gerir o risco. (BODIE; MERTON, 2002; ENGLE, 2004). Além disso, tem representado, nas pesquisas sobre finanças, uma importante *proxy* de risco. (LI et al., 2005).

Para melhor demonstração da pesquisa, apresenta-se na Figura 5 a sequência das etapas a serem seguidas.

Figura 5 – Etapas da pesquisa

Problema de Pesquisa: Qual a relação entre os códigos de conduta e o risco corporativo?



Embasamento teórico:

- Objetivos de um Código de Conduta
- Código de Conduta como instrumentos de influência comportamental e de controle gerencial
- Sistema de Valores e Sistema de Limites (Alavancas de Controle - Simons)
- Gestão de Riscos
- Volatilidade das ações como *proxy* de indicador de risco



Coleta de Dados:

- Definição da amostra
- Delimitação dos atributos a serem analisados
- Identificação da volatilidade das ações das empresas da amostra



Análise de Dados:

- Validação das variáveis de controle do modelo econométrico (regressão linear múltipla)
- Construção do modelo econométrico (regressão linear múltipla), utilizando sistema *Eviews*



Conclusão:

- Interpretação dos dados
- Inferência e entendimento sobre os resultados obtidos
- Discussão entre os resultados e a literatura

Fonte: Elaborada pelo autor.

Em relação ao embasamento teórico, notadamente a pesquisa sobre literatura referente aos códigos de conduta, efetuou-se de forma aleatória com a utilização da expressão “código de conduta” ou “*code of ethics*”. O periódico que apresentou maior disponibilidade de material sobre o tema foi o *Journal of Business Ethics*.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Para a definição dos códigos de conduta a serem analisados utilizou-se como referência de pesquisa as empresas listadas em índices do mercado acionário da BM&F Bovespa. Esses índices representam indicadores de desempenho de um conjunto de ações e estão compilados em cinco agrupamentos distintos.

No intuito de buscar uma visão expandida do mercado acionário e evitar direcionamentos para mercados acionários específicos selecionou-se o Índice Brasil Amplo (IBrA), conforme demonstrado no Apêndice A. De acordo com a definição da BM&F BOVESPA ([2015]), esse índice “[...] tem por objetivo oferecer uma visão ampla do mercado acionário”. O Quadro 3 elenca os índices existentes em cada agrupamento, bem como a quantidade de empresas que compõe o índice.

Quadro 3 – Agrupamento dos índices da BM&F Bovespa

(continua)			
Grupo	Índices	Qtde de Ações da Carteira	Nº de Empresas
Amplio	Ibovespa	61	58
	Brasil 50	50	47
	Brasil 100	100	94
	Brasil Amplo	121	113
Setoriais	Energia Elétrica	15	15
	Industrial	47	45
	Consumo	33	32
	Imobiliário	14	14
	Financeiro	15	13
	Materiais Básicos	11	10
	Utilidade Pública	17	16
Sustentabilidade	Sustentabil.Empresarial	40	35
	Carbono Eficiente	31	29

(conclusão)

Grupo	Índices	Qtde de Ações da Carteira	Nº de Empresas
Governança	Gov. Corp. Diferenciada	181	164
	Gov. Corp. Trade	111	106
	Novo Mercado	120	120
	<i>Tag Along</i> Diferenciado	173	165
Segmento	MidLarge Cap	55	49
	Small Cap	65	64
	Valor BM&F BOVESPA	50	50
	Divid. BM&F BOVESPA	31	30

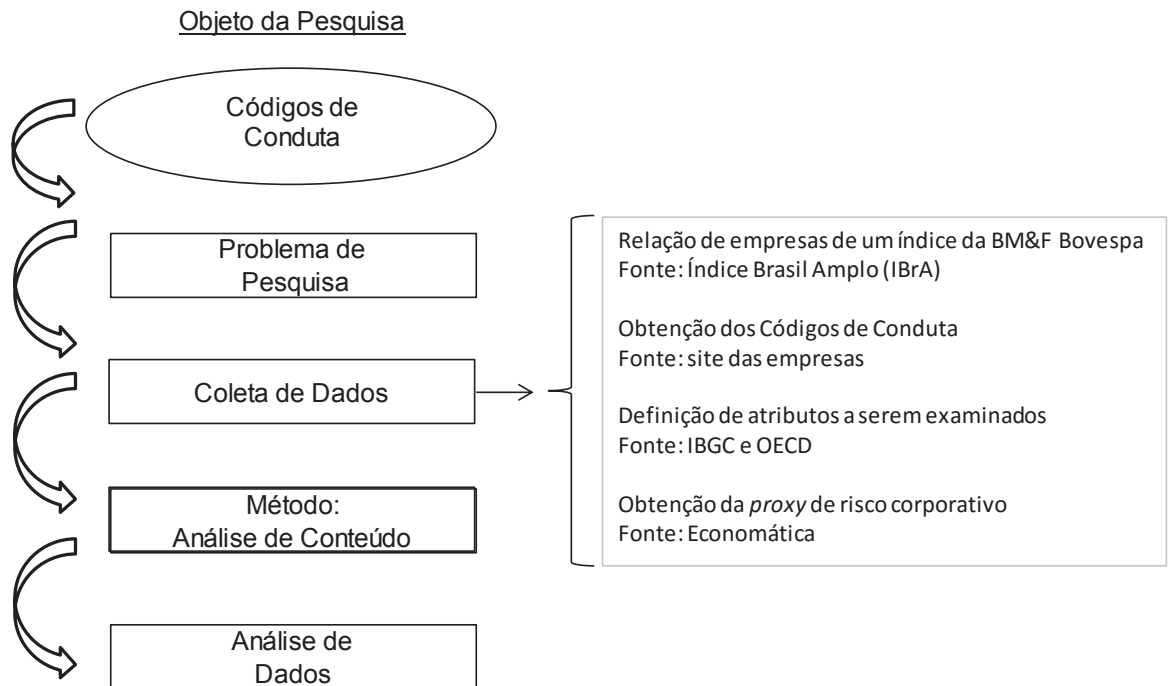
Fonte: Índices da BMF& BOVESPA ([2015]) adaptado pelo autor.

A próxima seção demonstra os procedimentos de coleta de dados, contemplando a estrutura metodológica que permitiu direcionar a busca e análise dos termos (atributos) encontrados nos códigos de conduta.

3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

No intuito de obter melhor compreensão do procedimento de coleta de dados elaborou-se uma estrutura metodológica, apresentada na Figura 6, a qual indica as etapas do desenvolvimento de pesquisa e da coleta de dados para análise.

Figura 6 – Coleta de dados



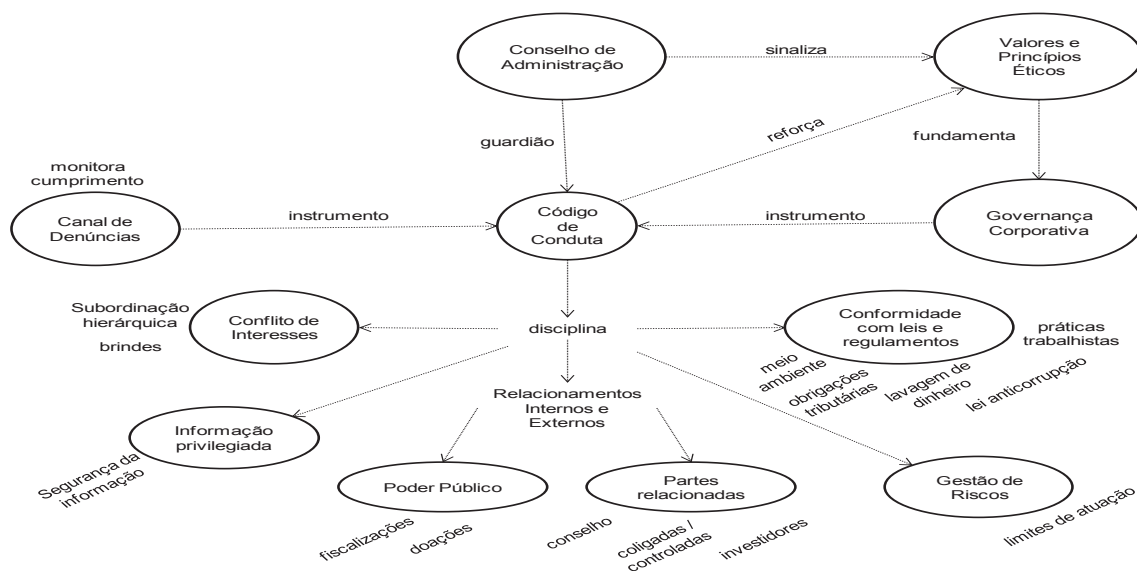
Fonte: Elaborada pelo autor.

A consulta dos dados relacionados ao índice “Brasil Amplo” foi realizada em 31/10/2015 e a partir dessa data foram verificados os códigos de conduta das empresas pertencentes ao índice selecionado. A principal fonte de consulta para obtenção dos códigos foi o endereço eletrônico (*site*) das 113 empresas diferentes do índice. Apenas uma empresa não apresentou o documento no site e tampouco retornou a solicitação efetuada diretamente para a área de Comunicação e Relação com Investidores.

Posterior à obtenção dos códigos de conduta, efetuou-se a revisão de literatura para definir os termos (ou atributos) que serão pesquisados nos documentos. As referências utilizadas para definir os termos foram obras do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que possui a publicação “Código das Melhoras práticas de Governança Corporativa” (IBGC, 2015), da OECD (2015), com a obra “Principles os Corporate Governance” e do estudo de Erwin (2011) que aplicou metodologia aplicada pelo *Ethisphere Institute* na avaliação de códigos de conduta. Utilizando-se como base essas duas referências, desenvolveu-se um mapa conceitual que aborda o papel do código de conduta e quais são os principais temas recomendados para a elaboração deste tipo de documento.

A Figura 7 apresenta as principais temáticas que são abordadas na elaboração de códigos de conduta.

Figura 7 – Mapa conceitual – Códigos de conduta



Fonte: Erwin (2010), IBGC (2015) e OECD (2015) elaborada pelo autor.

Durante a leitura dos códigos de conduta, observou-se que vários temas são incluídos na elaboração do documento, dentre eles: meio ambiente, recebimento de brindes, atendimento a fiscalizações, cultura da organização, comportamento esperado do funcionário, etc. Contudo, para avaliar se os códigos de conduta possuem relação com o risco corporativo, foi necessário efetuar agrupamentos dos diversos temas tratados nestes documentos, em virtude da similaridade existente entre eles. A revisão da literatura supramencionada permitiu então, definir os macrotemas que foram analisados nos códigos de conduta. O Quadro 5 apresenta os temas que foram objeto de análise e quantificação da importância dada a tais temas.

Quadro 4 – Macrotemas dos Códigos de Conduta

Variável	Macrotema	Descrição no estudo	Referência
VLO	Valores organizacionais	Menção dos valores da organização.	IBGC (2015) OECD (2015)
CLR	Conformidade com leis e regulamentos	Meio ambiente, obrigações tributárias, lavagem de dinheiro, lei anticorrupção, leis trabalhistas, aspectos regulatórios.	
CD	Comunicação (Canal de Denúncias)	Mecanismo apresentado para dirimir dúvidas e relatar inconformidades.	
CI	Conflito de Interesses	Uso de recursos em benefício próprio, subordinação hierárquica, brindes.	
IP	Informações Privilegiadas	Utilização de informações confidenciais em benefício próprio.	
RPP	Relacionamento com Poder Público	Atendimento a fiscalizações e procedimentos sobre doações.	
OPR	Operações com partes Relacionadas	Relação com membros de conselhos, comitês, investidores e empresas coligadas/controladas.	
GR	Gestão de Riscos	Exortação a não ultrapassar limites de atuação.	

Fonte: Erwin (2010), IBGC (2015) e OECD (2015) elaborado pelo autor.

Outro dado obtido durante a coleta foi a volatilidade das ações do índice Brasil Amplo, as quais foram utilizadas como *proxy* para análise do risco corporativo. Os dados utilizados na pesquisa referem-se a data base de 31/10/2015 e representam a volatilidade dos últimos 12 meses, de 30/11/2014 até 31/10/2015. No Quadro 6, evidencia-se a volatilidade das ações do índice Brasil Amplo, utilizado nessa pesquisa.

Quadro 5 – Volatilidade das ações

Empresa	Classe da ação	Volatilidade (%)	Empresa	Classe da ação	Volatilidade (%)
Abc Brasil	PN	32,41	ItauUnibanco	ON	29,13
AES Tiete	ON	30,06	ItauUnibanco	PN	31,88
AES Tiete	PN	29,91	JBS	ON	40,61
Aliansce	ON	33,56	Klabin S/A	UNT N2	23,81
Alpargatas	PN	34,94	Kroton	ON	57,85
Alupar	UNT N2	34,87	Light S/A	ON	45,46
Ambev S/A	ON	21,45	Linx	ON	31,02
Anima	ON	75,04	Localiza	ON	35,14
Arteris	ON	47,31	Lojas Americ	ON	31,92
B2W Digital	ON	59,37	Lojas Americ	PN	32,70
Banrisul	PNB	48,23	Lojas Renner	ON	30,75
BBSeguridade	ON	34,28	M. Diasbranco	ON	30,80
BmfBovespa	ON	34,19	Magaz Luiza	ON	62,53
BR Brokers	ON	44,90	Marcopolo	PN	48,15
BR Insurance	ON	82,94	Marfrig	ON	52,11
BR Malls Par	ON	40,59	Metal Leve	ON	25,47
BR Propert	ON	32,97	Mills	ON	65,85
Bradesco	ON	32,49	Minerva	ON	40,27
Bradesco	PN	34,75	MRV	ON	34,78
Bradespar	PN	51,47	Multiplan	ON	32,31
Brasil	ON	48,73	Multiplus	ON	30,25
Braskem	PNA	55,17	Natura	ON	37,19
BRF SA	ON	26,53	Odontoprev	ON	25,90
CCR SA	ON	40,86	Oi	ON	83,98
Cemig	PN	42,38	P.Acucar-Cbd	PN	32,11
Cesp	PNB	36,55	Petrobras	ON	62,18
Cetip	ON	22,17	Petrobras	PN	60,17
Cia Hering	ON	45,50	Petrorio	ON	96,40
Cielo	ON	28,41	Porto Seguro	ON	32,50
Copasa	ON	61,63	Qgep Part	ON	48,40
Copel	PNB	35,94	Qualicorp	ON	45,29
Cosan	ON	39,72	RaiaDrogasil	ON	31,61
Cosan Log	ON	65,74	Randon Part	PN	41,61
CPFL Energia	ON	38,09	Rossi Resid	ON	104,59
Cvc Brasil	ON	35,62	Rumo Log	ON	-
Cyrela Realt	ON	29,84	Sabesp	ON	40,55
Direcional	ON	44,01	Santander BR	UNT N2	39,66
Duratex	ON	36,02	Sao Martinho	ON	36,34
Ecorodovias	ON	45,74	Ser Educa	ON	67,98
Eletrobras	ON	46,41	Sid Nacional	ON	73,36
Eletrobras	PNB	47,86	SLC Agricola	ON	35,28
Eletropaulo	PN	53,20	Smiles	ON	38,67
Embraer	ON	29,69	Somos Educa	ON	24,80
Energias BR	ON	36,29	Souza Cruz	ON	27,26
Equatorial	ON	26,76	Sul America	UNT N2	35,44
Estacio Part	ON	55,44	Suzano Papel	PNA	35,39
Even	ON	43,59	Taesa	UNT N2	24,99
Eztec	ON	37,51	Tecnisa	ON	39,57
Fibria	ON	34,51	Telef Brasil	PN	29,02
Gafisa	ON	47,96	Tim Part S/A	ON	38,05
Gerdau	PN	50,25	Totvs	ON	36,01
Gerdau Met	PN	60,04	Tractebel	ON	28,51
Gol	PN	58,68	Tran Paulist	PN	29,84
Grendene	ON	30,41	Ultrapar	ON	23,63
Helbor	ON	41,51	Usiminas	PNA	63,45
Hypermarcas	ON	29,60	Vale	ON	56,32
Iguatemi	ON	31,44	Vale	PNA	49,64
Imc S/A	ON	-	Valid	ON	31,84
lochp-Maxion	ON	39,94	Viavarejo	UNT N2	54,85
Itausa	PN	31,05	Weg	ON	22,77

Fonte: Elaborado pelo autor, com auxílio do software Economática.

Os dados de volatilidade das ações “IMC S/A” e “Rumo Log” não foram encontrados na base de dados da Económática e foram excluídos da análise, restando 110 empresas. No próximo item são apresentados os procedimentos para a análise dos dados obtidos na pesquisa.

3.4 CONSTRUÇÃO DA HIPÓTESE DE PESQUISA

Partindo da premissa que o sistema de crenças incorpora e estimula a observância aos valores da organização e o sistema de limites auxilia a evitar a exposição a riscos não aceitos pela organização (SIMONS, 1995), espera-se que ambos apresentem reflexos nas atividades organizacionais. A comunicação das diretrizes do sistema de crença e do sistema de limites pode ser realizada com a utilização de códigos de conduta. Logo, parte-se do fundamento de que códigos de conduta robustos podem apresentar relação com o nível de risco corporativo, conforme hipótese:

H1: *maior robustez na apresentação de código de conduta está inversamente relacionada ao risco corporativo.*

Para o teste dessa hipótese foi criado o seguinte modelo econométrico:

$$RISC = f(CCód)$$

$$RISC = \beta_0 + \beta_1VO + \beta_2CLR + \beta_3CD + \beta_4CI + \beta_5IP + \beta_6RPP + \beta_7OPR + \beta_8GR + yContr + \varepsilon$$

Sendo o seguinte:

RISC: variável que apresenta o risco corporativo, cuja *proxy* é indicada pela volatilidade das ações;

β_0 : constante do modelo;

β_1 a β_8 : são os parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

VO: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “valores organizacionais”;

CLR: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “conformidade com leis e regulamentos”;

CD: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “canal de denúncias”;

CI: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “conflito de interesses”;

IP: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “informação privilegiada”;

RPP: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “relacionamento com poder público”;

OPR: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “operações com partes relacionadas”;

GR: representativa da robustez do código de conduta, ligado ao tema “gestão de riscos”.

y_{Contr} : variáveis de controle incluídas no modelo;

ε : erro de estimação do modelo econométrico.

Para o teste da hipótese utilizou-se do software de estatística *Eviews*, versão 8, para desenvolver a regressão linear múltipla. Esta equação foi utilizada, pois é uma técnica multivariada que tem por objetivo obter uma relação matemática entre as variáveis estudadas (dependentes) e aquelas que ajudam a descrever o sistema (independentes ou explicativas). (GUJARATI; PORTER, 2011).

3.5 PROCEDIMENTO DE TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS

Com base na definição dos macrotemas, procedeu-se a leitura dos 110 códigos de condutas, como forma de analisar a relevância dada pelas empresas a cada tópico. Paralelamente, efetuou-se a contagem de palavras em cada seção ou subseção que possuía correlação com o macrotema abordado.

Os códigos de conduta obtidos nos sites das empresas eram, em sua grande maioria, arquivos com a extensão “PDF” e isso permitiu selecionar os textos referentes a cada macrotema. Após a seleção do tópico identificado como pertencente ao macrotema, efetuou-se a transferência para o editor de textos “Word” do pacote Microsoft Office, visando apurar a quantidade de palavras.

Embora isso tenha tornado o processo de análise mais lento, permitiu que o pesquisador verificasse com maior atenção cada seção. Observou-se que a interpretação humana nesta etapa da pesquisa foi parte fundamental no processo de análise. (GIL, 2010).

As 121 ações que compõe o índice Brasil Amplo são representadas por 113 companhias, sendo que foram descartadas as empresas “IMC S/A” e “Rumo Log” por não apresentarem a volatilidade das ações negociadas. Também foi descartada a empresa “BR Propert” por não apresentar seu código de conduta. Logo, partiu-se da análise dos códigos de conduta das companhias listadas acima, totalizando 1973 páginas de documentos lidos. As companhias “AES Tiete”, “Bradesco”, “Eletrobras”, “ItauUnibanco”, “Lojas Americanas”, “Petrobras” e “Vale” possuem ações do tipo ON e PN negociadas neste índice. Foram mantidos os tipos de ações que apresentaram maior volume negociado de ações período analisado (nov/14 até out/15).

Para tratar de cada um dos temas relacionados a robustez, efetuou-se a medição da quantidade de palavras que cada um dos temas abordava nos códigos de conduta. Posteriormente, foram utilizadas como variáveis de controle no modelo econométrico, o Ativo Total, o Lucro Líquido e o Volume Negociado de Ações das empresas que compõe o índice Brasil Amplo. Buscou-se, desta maneira, controlar a influência destas variáveis no desenvolvimento de melhores códigos de conduta. Os dados foram obtidos por meio da base de dados Económica e referem-se ao período encerrado em 31/12/2014, para o Ativo Total e o Lucro Líquido, e 01/11/2014 até 31/10/2015 para o Volume Negociado de Ações.

Por fim, o Quadro 7 elenca a composição da amostra selecionada para construção do modelo econométrico em cada etapa do levantamento.

Quadro 6 – Composição da amostra

População		Dados Não Encontrados		
		Código de Conduta	Volatilidade	Amostra final
Empresas	113	1	2	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

No capítulo a seguir são analisados os resultados obtidos na pesquisa.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Apresentam-se aqui os resultados encontrados e a análise da pesquisa objeto deste trabalho. Este capítulo inicia com uma análise preliminar sobre a ênfase que é dada aos atributos dos códigos de conduta. Em seguida, aplica-se a equação linear múltipla para verificar se existe relação entre os códigos de conduta e o risco corporativo. Posteriormente, é realizada a análise da relação entre os códigos de conduta e o risco corporativo de acordo com a metodologia proposta na pesquisa.

4.1 IMPORTÂNCIA DE CADA ATRIBUTO DOS CÓDIGOS DE CONDUTA

As 110 empresas que foram objeto da análise e que compõem o índice Brasil Amplo da BM&FBOVESPA pertencem a diferentes segmentos da economia. O Quadro 8 demonstra a distribuição das empresas por segmento econômico.

Quadro 7 – Segmento de atuação das empresas

Segmento econômico	Quantidade de empresas
Agropecuária	3
Construção	9
Educação	5
Eletricidade	13
Indústria	36
Outros Serviços	14
Seguros	1
Serviços Financeiros	15
Telecomunicações	1
Transporte	6
Varejo	7
Total	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observou-se também que as empresas dedicaram, em média, 18 páginas por código de conduta, sendo o mínimo de duas e o máximo de cinquenta e duas páginas. A volatilidade média das ações, que neste trabalho representou a *proxy* do risco, foi de 42,03%. Por fim, a média do ativo e do lucro líquido, duas das variáveis de controles escolhidas para o modelo econométrico, foram de, respectivamente, R\$ 65 milhões e R\$ 20 milhões.

De posse do levantamento e análise de todos dos códigos de conduta da amostra selecionada foi possível observar que houve maior ênfase em alguns dos

atributos. Ressalte-se que a leitura integral de todos os códigos de conduta foi realizada, tendo em vista que os assuntos não estavam, necessariamente, distribuídos conforme o tópico correspondente. O tema “conflito de interesse”, por exemplo, apresentava, em geral, um tópico específico, porém o assunto permeava o código de conduta em outros tópicos (exemplo: recebimento de brindes, contratação de parentes).

Embora não tenha sido encontrada na literatura orientações sobre qual tema deve-se priorizar num código de conduta, percebeu-se que o atributo “conflito de interesse” teve o maior número de palavras nas seções direcionadas a este tema. Em média, os textos que congregavam este tema possuíam 352 palavras, praticamente o dobro da média do segundo tema mais comentado que se refere ao atributo “uso de informações privilegiadas”. A Tabela 3 demonstra o levantamento efetuado em cada empresa.

O terceiro atributo de maior destaque pertence ao tema “conformidade com leis e regulamentos” e a quarta maior ênfase expõe a questão de “comunicação (canal de denúncias)”. Estes dois atributos podem ensejar a ampliação da discussão da temática sobre *compliance* (programas de integridade) nas empresas, assuntos que são advindos da recente legislação sobre práticas de anticorrupção. A Tabela 2 demonstra a quantidade total de palavras e a média de cada atributo.

Tabela 2 – Ênfase dada em cada atributo do código de conduta

Atributo	Média de Palavras	Total de Palavras
Conflito de interesses	352	38.700
Informações privilegiadas	177	19.488
Conformidade com leis e regulamentos	137	15.054
Comunicação (canal de denúncia)	133	14.602
Operações com partes relacionadas	107	11.819
Valores organizacionais	102	11.177
Relacionamento com poder público	100	11.007
Gestão de Riscos	6	683

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 3 – Levantamento dos macrotemas

Empresa	Gerenciamento de Riscos	Valores Organizacionais	Conformidade com leis e regulamentos	Comunicação (canal de denúncias)	Conflito de interesses	Uso de informações privilegiadas	Relacionamento com poder público	Operações com partes relacionadas
ABC BRASIL	0	227	64	80	257	239	63	228
AMBEV S/A	0	165	230	214	168	129	211	221
ALPARGATAS	0	112	129	124	71	154	47	0
ALIANSCÉ	0	0	90	200	468	119	89	59
ALUPAR	0	0	90	233	326	254	189	132
ANIMA	0	0	75	195	304	220	184	0
ARTERIS	0	0	505	442	671	412	385	251
BRASIL	0	27	145	107	239	92	121	0
BRADESCO	0	93	44	364	127	94	62	62
BR BROKERS	0	77	95	206	355	127	81	207
BBSEGURIDADE	0	0	0	0	0	0	64	60
MINERVA	0	123	196	0	502	127	62	109
BRADESPAR	0	83	29	184	120	145	29	59
BRF SA	0	0	118	136	166	155	80	0
BR INSURANCE	0	23	31	0	190	155	64	84
BRASKEM	0	0	216	474	428	207	309	93
BR MALLS PAR	0	0	8	129	470	50	0	118
BANRISUL	0	0	0	0	17	28	29	71
B2W DIGITAL	21	32	170	0	275	122	27	52
BMFBOVESPA	0	0	104	67	268	213	92	36
CCR SA	0	21	870	391	737	604	294	368
CESP	39	248	293	127	256	77	303	124
CELO	0	324	80	291	260	52	38	51
CEMIG	0	0	375	0	106	326	0	33
CPFL ENERGIA	44	24	106	287	267	104	89	37
COPEL	8	0	299	0	262	125	13	172
SOUZA CRUZ	0	0	378	38	114	66	117	161
COSAN	0	258	95	220	342	225	0	73
COPASA	0	59	51	0	278	67	53	39
SID NACIONAL	0	141	384	0	365	62	40	63
CETIP	0	0	43	0	0	53	0	0
CVC BRASIL	0	64	56	134	494	40	88	0
CYRELA REALT	0	95	51	199	226	27	152	73
DIRECIONAL	0	157	122	0	245	130	77	165
DURATEX	0	25	126	156	321	24	65	142
ECORODOVIAS	0	52	43	200	271	21	212	210
ELETROBRAS	0	234	42	86	59	90	129	53
ELETROP PAULO	0	17	104	115	130	220	53	40
EMBRAER	0	236	261	185	786	260	92	72
ENERGIAS BR	0	0	227	134	403	156	29	175
EQUATORIAL	0	0	33	0	289	477	165	60
ESTACIO PART	0	82	73	96	573	100	60	220
EVEN	0	235	113	216	533	243	274	207
EZTEC	0	29	0	0	479	31	0	143
FIBRIA	0	0	505	251	836	382	321	274
AES TIETE	0	17	104	115	130	220	53	40
GAFISA	0	381	236	455	326	224	219	277
GERDAU	0	32	70	183	199	522	386	0
GERDAU MET	0	32	70	183	199	522	386	0
GOL	0	12	84	219	171	71	124	268
GRENDENE	0	0	180	0	225	75	135	88
HELBOR	0	393	233	0	313	79	0	64
CIA HERING	0	67	21	0	62	67	0	57
HYPERMARCAS	0	215	180	160	1223	241	107	116
IGUATEMI	0	406	0	0	527	46	0	224
ITAUSA	13	196	27	109	0	0	34	135
ITAUNIBANCO	48	0	106	382	724	267	270	172
JBS	0	6	87	0	957	578	0	0
KLABIN S/A	0	167	124	35	255	395	0	80
KROTON	0	0	12	0	84	0	27	59
LOJAS AMERIC	22	0	75	0	312	281	27	0
METAL LEVE	0	0	39	0	420	198	0	88
LIGHT S/A	0	145	101	235	569	184	113	120
LINX	0	57	0	174	611	202	0	127
LOJAS RENNER	29	352	312	518	714	184	0	158
M.DIASBRANCO	64	0	94	35	259	93	34	187
MAGAZ LUIZA	0	65	115	0	327	184	0	0
MILLS	0	0	0	130	543	64	0	117
MULTIPLUS	0	0	316	162	863	656	424	0
MARFRIG	0	765	96	212	733	311	90	256
MRV	0	315	85	201	545	170	166	182
MULTIPLAN	0	0	37	88	16	244	52	0
IOCHP-MAXION	0	0	111	115	267	121	0	57
NATURA	0	0	0	159	1174	289	30	0
ODONTOPREV	0	84	128	63	438	171	93	131
OL	0	0	132	115	441	285	52	31
P.ACUCAR-CBD	0	40	205	232	469	306	74	152
PETROBRAS	0	0	77	191	33	39	128	201
MARCOPOLO	0	292	143	192	91	122	0	88
PETRORIO	0	38	432	180	766	503	238	240
PORTO SEGURO	0	0	151	0	289	184	114	63
QGEF PART	0	182	133	177	340	109	278	294
QUALICORP	0	0	46	200	283	27	167	31
RAIADROGASIL	0	178	69	96	105	43	0	96
RANDON PART	0	0	40	0	0	68	51	99
LOCALIZA	0	22	103	119	832	59	0	247
COSAN LOG	0	258	95	220	342	225	0	73
ROSSI RESID	0	320	268	137	495	131	234	90
SANTANDER BR	0	320	900	128	1028	549	0	0
SABESP	0	168	73	0	24	27	0	0
SOMOS EDUCA	0	6	25	128	220	20	33	107
SER EDUCA	0	10	48	117	406	109	42	111
SLC AGRICOLA	0	0	61	0	45	0	0	88
SMILES	26	0	40	215	336	241	205	233
SAO MARTINHO	0	9	39	69	306	116	66	59
SUL AMERICA	0	36	163	124	854	244	145	25
SUZANO PAPEL	0	0	37	56	162	95	0	14
TAESA	0	0	0	268	0	95	314	479
TRACTEBEL	0	1185	477	241	555	383	0	115
TECNISA	0	342	183	0	273	437	0	112
TIM PART S/A	369	215	138	0	204	196	50	0
TOTVS	0	168	0	184	461	85	309	211
TRAN PAULIST	0	75	47	241	367	168	51	129
ULTRAPAR	0	0	139	103	237	36	46	94
USIMINAS	0	0	147	107	250	193	35	110
VALE	0	0	64	177	73	38	77	37
TELEF BRASIL	0	0	49	0	176	35	0	0
VALID	0	197	162	144	195	81	318	119
VIAVAREJO	0	146	175	51	599	418	306	123
WEG	0	0	81	176	203	158	52	148

Fonte: Elaborada pelo autor.

Observou-se também que os códigos de conduta apresentaram uma falta de uniformidade em relação à ênfase dada a cada um dos atributos. O tema “gestão de riscos”, por exemplo, só foi identificado em 11 dos 110 códigos de conduta analisados. Em todos os códigos de conduta foi possível identificar a inexistência de, pelo menos, um dos atributos, sendo que alguns códigos apresentaram apenas três dos oito atributos avaliados (exemplo: SLC AGRICOLA e TELEF BRASIL). Este fato pode ensejar que, muito embora exista literatura que oriente a elaboração dos códigos de conduta, a relevância dada pelas empresas para este instrumento é, por vezes, meramente protocolar. A Tabela 4 demonstra elementos da estatística descritiva.

Tabela 4 – Estatística descritiva

Atributo	Desvio Padrão	Moda	Mediana	Mínimo	Máximo
Conflito de interesses	260	0	286	0	1.223
Informações privilegiadas	147	0	131	0	656
Conformidade com leis e regulamentos	151	0	95	0	900
Comunicação (canal de denúncia)	116	0	128	0	518
Operações com partes relacionadas	90	0	89	0	479
Valores organizacionais	166	0	28	0	1.185
Relacionamento com poder público	109	0	62	0	424
Gestão de Riscos	36	0	0	0	369

Fonte: Elaborada pelo autor.

Efetuiu-se também a análise de correlação entre os atributos dos códigos de conduta, objetivando verificar se ênfase em algum tema está mais ou menos correlacionada a outro tema. Conforme demonstrado na Tabela 5, é possível constatar uma correlação moderada entre os atributos “Uso de informações privilegiadas” e “Conformidade com leis e regulamentos” e entre “Uso de informações privilegiadas” e “Conflito de interesses”. Estes foram os atributos que tiveram maior ênfase dada pelas empresas na elaboração de seus códigos de conduta.

Tabela 5 – Correlação entre os atributos

Descrição	Gerenciamento de Riscos	Valores Organizacionais	Conformidade com leis e regulamentos	Comunicação (canal de denúncias)	Conflito de interesses	Uso de informações privilegiadas	Relacionamento com poder público	Operações com partes relacionadas
Gerenciamento de Riscos	1							
Valores Organizacionais	0,052	1						
Conformidade com leis e regulamentos	0,005	0,243	1					
Comunicação (canal de denúncias)	-0,066	0,174	0,262	1				
Conflito de interesses	-0,046	0,189	0,411	0,291	1			
Uso de informações privilegiadas	-0,002	0,123	0,520	0,211	0,515	1		
Relacionamento com poder público	-0,029	-0,087	0,241	0,468	0,183	0,376	1	
Operações com partes relacionadas	0,027	0,134	0,195	0,400	0,163	-0,024	0,359	1

Fonte: Elaborada pelo autor.

Outro ponto a salientar refere-se ao risco apresentado pelas empresas e a ênfase dada aos atributos dos códigos de conduta. Ao considerar parte das empresas com menor risco (as 10 primeiras, por exemplo) e comparar com aquelas que apresentaram maior risco (10 últimas), verifica-se que as empresas com maior volatilidade das ações, ou seja, maiores riscos apresentaram média superior de palavras em praticamente todos os atributos. Logo, isso pode indicar que não necessariamente escrever mais sobre determinados temas auxilia a reduzir o risco. A Tabela 6 expressa os fatos ora mencionados.

Tabela 6 – Ênfase vs risco nas empresas de menor e maior risco

Atributo	Média de Palavras (menor risco)	Média de Palavras (maior risco)
Valores organizacionais	42	79
Conformidade com leis e regulamentos	93	161
Comunicação (Canal de Denúncias)	112	120
Conflito de Interesses	211	410
Informações Privilegiadas	141	195
Relacionamento com Poder Público	83	89
Operações com partes Relacionadas	135	92
Gestão de Riscos	0	0

Fonte: Elaborada pelo autor.

Apenas no atributo “operações com partes relacionadas” as 10 empresas com menor risco obtiveram maior ênfase. De certa forma, isso aparenta contrariar a expectativa de que códigos de conduta mais robustos poderiam ser identificados em empresas com menor risco. Por outro lado, isso também pode indicar que as empresas com maior risco podem ter maior preocupação na elaboração de seus códigos de conduta.

No intuito de aprofundar essa análise, efetuou-se o teste qui-quadrado com os dados de levantamento dos códigos de conduta, estabelecendo uma ordem crescente do nível de risco (volatilidade). Realizou-se a distribuição em quartis das empresas, sendo que no 1º quartil estão 25%, no 2º quartil 50% e no 3º quartil outros 25%. Observou-se que não há independência entre os quartis e isso demonstra que as empresas com maior risco não diferem daquelas com menor risco. Ou seja, códigos de conduta mais robustos não tem relação com o risco.

Na seção a seguir, inicia-se a elaboração do modelo econométrico proposto para análise da relação entre códigos de conduta e risco.

4.2 TESTE DE RELAÇÃO ENTRE CÓDIGOS DE CONDUTA E RISCO

Inicialmente, foi realizada uma análise individual dos atributos dos códigos de conduta, objetivando verificar se existe alguma significância estatística destes na minimização do risco. A Tabela 7 indica as análises individuais dos atributos.

Tabela 7 – Análise individual dos atributos

Atributo	Coefficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	-0.002201	0.8054	$RISC = \beta_0 + \beta_1VO$
Conformidade com leis e regulamentos	0.006544	0.5055	$RISC = \beta_0 + \beta_2CLR$
Comunicação (Canal de Denúncias)	-0.000573	0.9642	$RISC = \beta_0 + \beta_3CD$
Conflito de Interesses	0.002208	0.6992	$RISC = \beta_0 + \beta_4CI$
Informações Privilegiadas	0.007735	0.4411	$RISC = \beta_0 + \beta_5IP$
Relacionamento com Poder Público	0.016353	0.2277	$RISC = \beta_0 + \beta_6RPP$
Operações com partes Relacionadas	-0.006778	0.6814	$RISC = \beta_0 + \beta_7OPP$
Gestão de Riscos	-0.024274	0.5513	$RISC = \beta_0 + \beta_8GR$

Fonte: Elaborada pelo autor.

Observa-se que na análise individualizada dos atributos dos códigos de conduta foi possível identificar coeficientes negativos apenas em “valores organizacionais”, “canal de denúncias”, “operações com partes relacionadas” e “gestão de riscos”. Isso poderia significar que quanto maior a ênfase dada a esses atributos, menor seria o risco apresentado pela organização. Entretanto, identificou-se em todos os atributos um “*p-value*” alto, fato que indica um baixo nível de significância entre a relação do risco com os atributos.

Depois da análise individualizada, foi inserido na equação todos os atributos dos códigos de conduta, exceto as variáveis de controle, as quais serão utilizadas na

seção seguinte deste estudo. Constatou-se que o “p-value” continua alto, indicando também que o conjunto dos atributos não é suficiente para a redução do risco, conforme demonstrado na Tabela 8.

Tabela 8 – Análise conjunta dos atributos

Atributo	Coefficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	-0.000000	0.9973	$RISC = \beta_0 + \beta_1VO +$
Conformidade com leis e regulamentos	0.005996	0.6301	$\beta_2CLR + \beta_3CD +$
Comunicação (Canal de Denúncias)	-0.009229	0.5648	$\beta_4CI + \beta_5IP +$
Conflito de Interesses	0.001544	0.8305	$\beta_6RPP + \beta_7OPR +$
Informações Privilegiadas	-0.002205	0.8796	$\beta_8GR + \varepsilon$
Relacionamento com Poder Público	0.023471	0.1947	
Operações com partes Relacionadas	-0.014684	0.4621	
Gestão de Riscos	-0.022918	0.5843	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na seção a seguir, realizaram-se testes com os dados padronizados e a inserção das variáveis de controle, visando a corroborar os resultados até agora encontrados.

4.3 TESTE DE ROBUSTEZ

Nesta etapa da pesquisa, buscaram-se padronizar os dados obtidos, identificar possíveis *outliers* e inserir na equação econométrica as variáveis de controle. O intuito é avaliar se o resultado da equação possui similaridade com os efeitos até agora observados, isto é, a inexistência da relação entre códigos de conduta e risco. A Tabela 9 apresenta os dados padronizados.

De posse dos dados padronizados, efetuou-se a análise individual dos atributos, a qual é demonstrada na Tabela 10.

Tabela 10 – Análise individual dos atributos (dados padronizados)

Atributo	Coefficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	-0.023764	0.8054	$RISC = \beta_0 + \beta_1VO$
Conformidade com leis e regulamentos	0.064154	0.5055	$RISC = \beta_0 + \beta_2CLR$
Comunicação (Canal de Denúncias)	-0.004326	0.9642	$RISC = \beta_0 + \beta_3CD$
Conflito de Interesses	0.037254	0.6992	$RISC = \beta_0 + \beta_4CI$
Informações Privilegiadas	0.073704	0.4411	$RISC = \beta_0 + \beta_5IP$
Relacionamento com Poder Público	0.115948	0.2277	$RISC = \beta_0 + \beta_6RPP$
Operações com partes Relacionadas	-0.039588	0.6814	$RISC = \beta_0 + \beta_7OPP$
Gestão de Riscos	-0.057411	0.5513	$RISC = \beta_0 + \beta_8GR$

Fonte: Elaborado pelo autor.

Embora os sinais dos coeficientes não tenham alterado, verifica-se um “*p-value*” elevado, indicando um nível baixo de significância estatística. Da mesma forma, o cálculo da equação com todos os atributos em relação ao risco, não sofre alterações, de acordo com a Tabela 11.

Tabela 11 – Análise conjunta dos atributos (dados padronizados)

Atributo	Coefficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	-0.000354	0.9973	$RISC = \beta_0 + \beta_1VO +$
Conformidade com leis e regulamentos	0.058781	0.6301	$\beta_2CLR + \beta_3CD +$
Comunicação (Canal de Denúncias)	-0.069740	0.5648	$\beta_4CI + \beta_5IP +$
Conflito de Interesses	0.026047	0.8305	$\beta_6RPP + \beta_7OPR +$
Informações Privilegiadas	-0.021008	0.8796	$\beta_8GR + \varepsilon$
Relacionamento com Poder Público	0.166417	0.1947	
Operações com partes Relacionadas	-0.085760	0.4621	
Gestão de Riscos	-0.054202	0.5843	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados obtidos até essa fase da pesquisa demonstram que os atributos dos códigos de conduta não têm relação com o risco. No intuito de observar qual seria o efeito da inserção das variáveis de controle no modelo econométrico, percebeu-se que variáveis adicionadas possuem relação no nível de risco das empresas. Conforme indicado na Tabela 12, as variáveis de controle lucro líquido e total do ativo tem relação com o risco.

Tabela 12 – Análise conjunta dos atributos e variáveis de controle

Atributo	Coeficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	-0.010760	0.9157	$RISC = \beta_0 +$
Conformidade com leis e regulamentos	0.035917	0.7588	$\beta_1VO + \beta_2CLR +$
Comunicação (Canal de Denúncias)	-0.004623	0.9695	$\beta_3CD + \beta_4CI +$
Conflito de Interesses	0.009546	0.9349	$\beta_5IP + \beta_6RPP +$
Informações Privilegiadas	-0.028724	0.8282	$\beta_7OPR + \beta_8GR$
Relacionamento com Poder Público	0.164033	0.1796	$+yContr + \varepsilon$
Operações com partes Relacionadas	-0.101071	0.3729	
Gestão de Riscos	-0.023003	0.8082	
Lucro Líquido	-0.361523	0.0008	
Total do Ativo	0.300027	0.0325	
Volume Negociado de Ações	-0.229011	0.0839	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Adicionalmente, procedeu-se a retirada de *outliers* dos dados padronizados, considerando como tais aqueles que apresentaram valor absoluto acima de três vezes o desvio padrão. Do total de 110 empresas analisadas, retirou-se 12 delas da composição inicial devido a apresentação de *outliers*. A Tabela 13 demonstra a análise conjunta dos atributos em relação ao risco.

Tabela 13 – Análise conjunta dos atributos (sem *outliers*)

Atributo	Coeficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	-0.007842	0.2828	$RISC = \beta_0 + \beta_1VO +$
Conformidade com leis e regulamentos	0.071568	0.3754	$\beta_2CLR + \beta_3CD +$
Comunicação (Canal de Denúncias)	0.065094	0.3011	$\beta_4CI + \beta_5IP +$
Conflito de Interesses	-0.015188	0.2559	$\beta_6RPP + \beta_7OPR +$
Informações Privilegiadas	-0.015265	0.2513	$\beta_8GR + \varepsilon$
Relacionamento com Poder Público	0.016378	0.2729	
Operações com partes Relacionadas	-0.089839	0.1671	
Gestão de Riscos	-0.292672	0.3458	

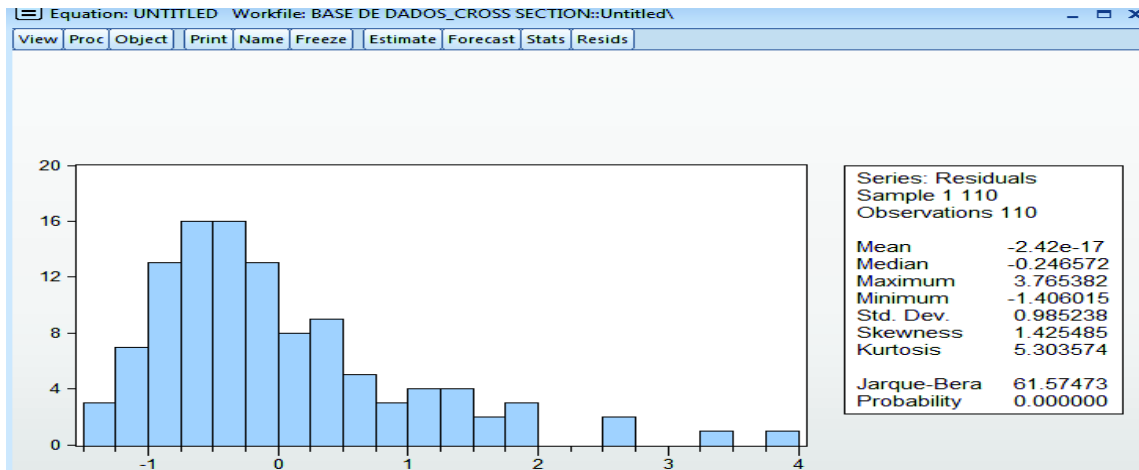
Fonte: Elaborada pelo autor.

Comparativamente à Tabela 11, verificou-se que o *p-value* de cada um dos atributos reduziu significativamente, porém ainda permanecem em patamares elevados.

Adicionalmente, efetuaram-se testes no software de estatística *Eviews* para validar as premissas básicas do modelo de regressão linear múltipla, sendo eles: autocorrelação, homocedasticidade e distribuição normal dos erros. Nesta etapa,

verificou-se que o modelo não tem distribuição normal, fato que invalida a aplicabilidade da equação. A Figura 8 apresenta a distribuição dos dados analisados.

Figura 8 – Distribuição normal dos erros

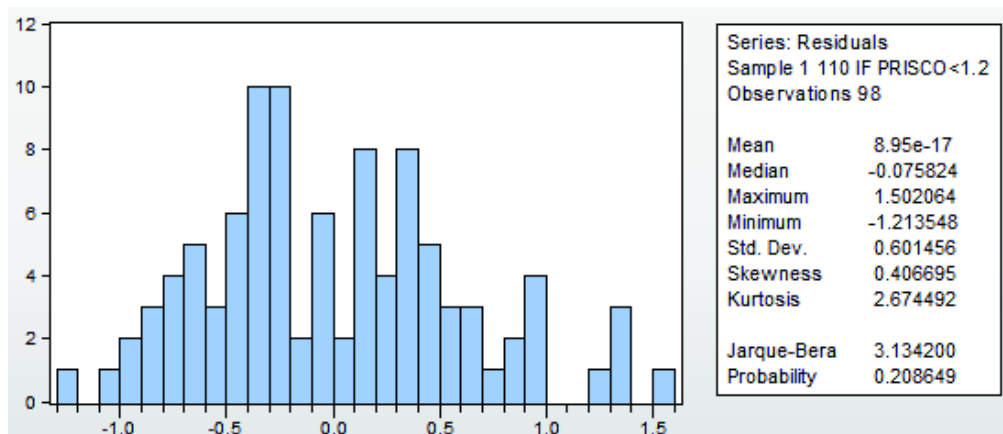


Fonte: *Eviews*, elaborada pelo autor.

Neste teste, a hipótese nula é de distribuição normal, porém como o *P-value* (*probability*) ficou abaixo dos 5%, rejeita-se a hipótese. Ou seja, os dados, de fato, não tem distribuição normal. Diante dos resultados encontrados, buscou-se validar o modelo, efetuando a retirada dos *outliers* até alcançar a distribuição normal da variável dependente.

Considerando-se os dados padronizados, identificou-se que a retirada daquelas variáveis dependentes que estivessem acima de 1.2 permite validar o modelo, pois a distribuição dos dados é normal, conforme indicado na Figura 9.

Figura 9 – Distribuição normal dos erros (sem *outliers*)



Fonte: *Eviews*, elaborada pelo autor.

Ainda permanecem 98 observações que foram submetidas ao modelo de regressão linear múltipla. Novamente, constata-se que não existe relação entre os códigos de conduta e o risco. A Tabela 14 mostra os dados apurados na aplicação da equação de regressão linear múltipla.

Tabela 14 – Análise conjunta dos atributos (sem *outliers* na variável dependente)

Atributo	Coefficiente	P-Value	Equação
Valores organizacionais	0.023573	0.7253	$RISC = \beta_0 + \beta_1VO +$
Conformidade com leis e regulamentos	-0.026928	0.7383	$\beta_2CLR + \beta_3CD +$
Comunicação (Canal de Denúncias)	0.027592	0.7210	$\beta_4CI + \beta_5IP +$
Conflito de Interesses	-0.064944	0.3948	$\beta_6RPP + \beta_7OPR +$
Informações Privilegiadas	0.020683	0.8193	$\beta_8GR + \varepsilon$
Relacionamento com Poder Público	0.122486	0.1412	
Operações com partes Relacionadas	-0.024779	0.7396	
Gestão de Riscos	-0.009278	0.8789	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Dessa forma, nenhum dos atributos tem relação entre o código de conduta e o risco e, além disso, o *p-value* da equação resultou em 0,7820, significando que mesmo com a exclusão de *outliers* da variável dependente (risco) equação não explica a relação.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Observou-se que existe preocupação em adotar o código de conduta, sendo que somente em uma das empresas selecionadas, não se encontrou este documento. Contudo, assim como destacado no estudo de Silva e Gomes (2008) não se identificou uma abordagem plena no desenvolvimento dos tópicos dos códigos, em conformidade com o destacado na literatura. Esse resultado também é corroborado pelo estudo de Azevedo et al. (2014), o qual encontrou uma média geral de apenas 53% de adesão dos tópicos dos códigos, frente ao recomendado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Os códigos de conduta pertencentes ao índice acionário analisado não fizeram menção a canais de comunicação (canal de denúncia) em 26% dos casos. Isto pode representar a ausência de qualquer mecanismo para reportar atos em desconformidade ou falha na comunicação sobre dessa ferramenta. As pesquisas

de Somers (2001), Stevens (2008) e Mckinney, Emerson e Neubert (2010) demonstraram que a comunicação adequada é um dos maiores impulsionadores da eficácia do código de conduta. Esse é, portanto, um ponto que deve ser tratado com atenção pelas organizações.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa investigou a relação entre os códigos de conduta e o risco. Buscou-se analisar se este instrumento da governança corporativa tem a capacidade de influenciar o nível de risco encontrado nas organizações. Adicionalmente, este trabalho não teve por objetivo propor características ou atributos essenciais na elaboração de código de conduta ou mesmo indicar as ações mais eficientes para tornar esse instrumento um meio de fortalecer a cultura e os valores organizacionais.

A cultura de uma organização engloba seus valores essenciais e os códigos de conduta tem o importante papel de disseminar as orientações que os funcionários devem seguir sobre o comportamento esperado quanto a esses valores. Contudo, a existência deste instrumento, mesmo que redigido com a abrangência necessária às características da organização, pode não ter os efeitos esperados. A falta de divulgação, treinamento e apoio explícito do topo da organização podem transmitir a ideia de que a existência do código de conduta tem valor meramente simbólico, representando tão somente uma exigência regulatória ou uma ação que é copiada por ser prática do mercado.

A adoção efetiva do código de conduta pode funcionar como um símbolo de consciência e engajamento dos funcionários, auxiliando a preservar e legitimar a imagem pública da empresa. Treviño, Weaver e Reynolds (2006) afirmam que o desenvolvimento moral cognitivo do indivíduo pode auxiliar na tomada de decisões éticas, reduzindo a influência das variáveis contextuais. Ou seja, quanto maior fundamentada a base ética do indivíduo menor será a interferência do meio em suas decisões.

Ao ser aceito como um instrumento relevante da governança corporativa, tendo em vista que auxilia no fortalecimento dos valores organizacionais, o código de conduta não pode ser relegado a um segundo plano no modelo de controle de gestão em uma organização. Considerando apenas as crises que abalaram o mercado acionário nos anos de 2001 e 2008, é possível inferir que os maus exemplos advindos de uma gestão antiética podem não ter se esgotado. Logo, é importante que as empresas compreendam que fortalecer os valores organizacionais é fator crítico para a boa governança e a desatenção a este ponto pode ter efeitos devastadores.

Embora não se tenha identificado que códigos de conduta tenham relação significativa com o risco das organizações, isso não sinaliza que este instrumento não auxilie na mitigação dos riscos enfrentados. A escolha da volatilidade das ações como *proxy* do risco não alcançou os resultados esperados nesta pesquisa, tornando assim necessário prosseguir com as análises, visando a encontrar uma variável mais adequada para a análise da relação com o código de conduta. É possível que essa relação, de fato, não exista, porém recomenda-se a utilização de outras *proxies* para analisar a relação entre risco e código de conduta.

A crescente adoção dos códigos de conduta pelas organizações pode indicar maior preocupação com o risco e não somente o atendimento de boas práticas de governança corporativa. Logo, recomenda-se que futuras pesquisas busquem identificar se a efetiva adoção de um código de conduta tem a capacidade de evitar fraudes internas, perda financeira, manuseio de informações privilegiadas em detrimento aos negócios da companhia, comportamentos antiéticos e em dissonância com os valores organizacionais, etc. Sugere-se a aplicação de *surveys* como forma de verificar a efetividade do código de conduta, buscando tanto a percepção da área responsável pela gestão do código, quanto das demais áreas da organização. Ressalte-se que a mera presença de um código de conduta não é mais importante que o seu conteúdo e que aprofundar a análise quanto a sua efetiva implantação será necessário nessa futura análise.

Por fim, espera-se que este trabalho sirva para futuras pesquisas e que remeta as análises a novos caminhos de investigação sobre o tema.

REFERÊNCIAS

- AZEVEDO, H. et al. Código de Conduta: grau de adesão às recomendações do IBGC pelas empresas Listadas na BMF&BOVESPA. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, São Leopoldo, v. 11, n. 1, p. 02-13, 2014.
- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Rio de Janeiro: Edições 70, 1991.
- BERNSTEIN, P. L. *Desafio aos deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- BISBE, J.; MALAGUEÑO, R. The choice of interactive control systems under different innovation management modes. *European Accounting Review*, London, v. 18, n. 2, p. 371-405, 2009.
- BM&F BOVESPA. *Índice Brasil amplo (IBrA)*. [São Paulo, 2015]. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-amplo-ibra-1.htm>. Acesso em: 14 dez. 2015.
- BODIE, Z.; MERTON, R. C. *Finanças*. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- BORGELT, K.; FALK, I. The leadership/management conundrum: innovation or risk management? *Leadership & Organization Development Journal*, Bradford, UK, v. 28, n. 2, p. 122-136, 2007.
- BROOKS, L. J. Corporate codes of ethics. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 8, n. 2/3, p. 117-129, 1989.
- CAIXE, D. F. *Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI*. 2012. 136 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, 2012.
- CAPELLETTO, L. R.; CORRAR, L. J. Índices de risco sistêmico para o setor bancário. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 19, n. 47, p. 6-18, 2008.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. *Pesquisa em administração*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO). *Enterprise risk management: integrated framework*. [S.I.], 2004. Disponível em: <http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary.pdf>. Acesso em: 15 fev. 2016.
- CRUZ, A. P. C.; FREZATTI, F.; SOUZA, B. D. Estilo de liderança, controle gerencial e inovação: papel das alavancas de controle. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 6, p. 772-794, 2015.
- DAMODARAN, A. *Gestão estratégica do risco*. Porto Alegre: Bookman, 2009.

DAVIDSON, B. I.; STEVENS, D. E. Can a code of ethics improve manager behavior and investor confidence? An experimental study. *The Accounting Review*, Sarasota, Fla., v. 88, n. 1, p. 51-74, 2013.

DEMIDENKO, E.; McNUTT, P. The ethics of enterprise risk management as a key component of corporate governance. *International Journal of Social Economics*, Bradford, UK, v. 37, n. 10, p. 802-815, 2010.

DIEHL, C. A.; SOUZA, M. A. Alavancas de controle: identificando o alinhamento estratégico. *Revista Digital del Instituto Internacional de Costos*, [S.l.], n. 2, p. 41-66, 2008.

DIEHL, C. A. Gestão Estratégica de custos: identificando o alinhamento estratégico em uma empresa de segurança. *Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte, v. 17, n. 1, p. 69-97, 2009.

DREW, M. Information risk management and compliance - expect the unexpected. *BT Technology Journal*, London, v. 25, n. 1, p. 19-29, 2007.

ENGLE, R. Risk and volatility: Econometric models and financial practice. *The American Economic Review*, Nashville, v. 94, n. 3, p. 405-420, 2004.

ETHICS RESOURCE CENTER (ERC). *National Business Ethics Survey of the U. S. Workforce*. Arlington, VA, 2014. Disponível em: <<https://www.ibe.org.uk/userassets/surveys/nbes2013.pdf>>. Acesso em: 19 dez. 2015.

ERWIN, P. M. Corporate codes of conduct: the effects of code content and quality on ethical performance. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 99, n. 4, p. 535-548, 2011.

FERREIRA, A.; OTLEY, D. The design and use of performance management systems: an extended framework for analysis. *Management Accounting Research*, London, v. 20, n. 4, p. 263-282, 2009.

FRANCIS, R.; ARMSTRONG, A. Ethics as a risk management strategy: the Australian experience. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 45, n. 4, p. 375-385, 2003.

GALLAGHER, R. B. Risk management-new phase of cost control. *Harvard Business Review*, Boston, v. 34, n. 5, p. 75-86, 1956.

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GRABNER, I.; MOERS, F. Management control as a system or a package? Conceptual and empirical issues. *Accounting, Organizations and Society*, Oxford, v. 38, n. 6, p. 407-419, 2013.

GRAY, D. E. *Pesquisa no mundo real*. Porto Alegre: Penso, 2012.

- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HENRI, J. F. Management control systems and strategy: a resource-based perspective. *Accounting, organizations and society*, Oxford, v. 31, n. 6, p. 529-558, 2006.
- HOYT, R. E.; LIEBENBERG, A. P. The value of enterprise risk management. *Journal of Risk and Insurance*, Mount Vernon, N.Y., v. 78, n. 4, p. 795-822, 2011.
- HOLTON, G. A. Defining risk. *Financial Analysts Journal*, [New York], v. 60, n. 6, p. 19-25, 2004.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo, 2015.
- KAPTEIN, M.; SCHWARTZ, M. S. The effectiveness of business codes: a critical examination of existing studies and the development of an integrated research model. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 77, n. 2, p. 111-127, 2008.
- KNIGHT, F. H. *Risk, uncertainty and profit*. New York: Augustus M. Kelley, 1964.
- KPMG. *Business Codes of the Global 200: their prevalence, content and embedding*. [Netherlands], 2008.
- LANG, W. W.; JAGTIANI, J. A. The mortgage and financial crises: the role of credit risk management and corporate governance. *Atlantic Economic Journal*, Atlanta, v. 38, n. 3, p. 295-316, 2010.
- LAKATOS, E. M. ; MARCONI, M. *A metodologia científica*. São Paulo: Atlas, 2011.
- LI, Q. et al. The relationship between stock returns and volatility in international stock markets. *Journal of Empirical Finance*, Amsterdam, v. 12, n. 5, p. 650-665, 2005.
- LANGLOIS, C. C.; SCHLEGELMILCH, B. B. Do corporate codes of ethics reflect national character? Evidence from Europe and the United States. *Journal of International Business Studies*, Atlanta, v. 21, n. 4, p. 519-539, 1990.
- MAIA, M. S. et al. Contribuição do sistema de controle interno para a excelência corporativa. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 1, n. 1, p. 54-70, 2005.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 17, p. 65-79, 2006.
- MCKINNEY, J. A.; EMERSON, T. L.; NEUBERT, M. J. The effects of ethical codes on ethical perceptions of actions toward stakeholders. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 97, n. 4, p. 505-516, 2010.
- MONTE, P. A. et al. Existe relação entre governança corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. *Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte, v. 21, n. 2, p. 15-44, 2010.

MUNDY, J. Creating dynamic tensions through a balanced use of management control systems. *Accounting, Organizations and Society*, Oxford, v. 35, n. 5, p. 499-523, 2010.

NIJHOF, A. et al. Measuring the implementation of codes of conduct. An assessment method based on a process approach of the responsible organisation. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 45, n. 1/2, p. 65-78, 2003.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *G20/OECD principles of corporate governance*. Paris, 2015.

OYADOMARI, J. C. T. et al. Análise dos trabalhos que usaram o modelo Levers of Control de Simons na literatura internacional no período de 1995 a 2007. *Revista de Contabilidade e Organizações*, Ribeirão Preto, v. 3, n. 7, p. 25-42, 2010.

OTLEY, D. Performance management: a framework for management control systems research. *Management Accounting Research*, London, v. 10, n. 4, p. 363-382, 1999.

PAXSON, D.; WOOD, D. *The Blackwell encyclopedic dictionary of finance*. Oxford: Blackwell, 1998.

PROVÉRBIOS. In: BÍBLIA. Português. *Bíblia de estudo plenitude*. Tradução de João Ferreira de Almeida. Barueri: Sociedade Bíblica do Brasil, 2001. p. 618-640.

RAO, A. Implementation of enterprise risk management (ERM) tools: a case study. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, [S.l.], v. 13, n. 2, p. 87-103, 2009.

SCHWARTZ, M. The nature of the relationship between corporate codes of ethics and behaviour. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 32, n. 3, p. 247-262, 2001.

SCHWARTZ, M. Effective corporate codes of ethics: perceptions of code users. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 55, n. 4, p. 321-341, 2004.

SILVA, V. G.; GOMES, J. S. O uso do código de conduta ética como instrumento de controle gerencial: estudo de casos em empresas internacionalizadas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v. 5, n. 10, p. 111-128, 2008.

SIMONS, R. *Levers of control: how managers use innovative control systems to drive strategic renewal*. Boston: Harvard Business School Press, 1995.

SIMS, R. R.; BRINKMANN, J. J. Brinkman: Enron ethics (or Culture matters more than codes). *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 45, 243-256, 2003.

SINGH, J. B. Determinants of the effectiveness of corporate codes of ethics: an empirical study. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 101, n. 3, p. 385-395, 2011.

SOMERS, M. J. Ethical codes of conduct and organizational context: A study of the relationship between codes of conduct, employee behavior and organizational values. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 30, n. 2, p. 185-195, 2001.

- SPEKLE, R. F.; VAN ELTEN, H. J.; WIDENER, S. K. *Creativity and control: a paradox*. Evidence from the levers of control framework. 2015. Trabalho apresentado ao AAA 2015 Management Accounting Section (MAS) Meeting, Newport Beach, CA, 2015. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2480471>. Acesso em: 19 dez. 2015.
- STANCIU, V. Managing operational risk in Banks. *Scientific Annals of the "Alexandru Ioan Cuza" University of Iasi: Economic sciences section*, Iasi, v. 57, p. 245-259, 2010.
- STEVENS, B. Corporate ethical codes: effective instruments for influencing behavior. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 78, n. 4, p. 601-609, 2008.
- STEVENS, B; BUECHLER, S. An analysis of the Lehman brothers code of ethics and the role it played in the firm. *Journal of Leadership, Accountability and Ethics*, Toronto, v. 10, n. 1, p. 43, 2013.
- STOHS, J. H.; BRANNICK, T. Code and conduct: predictors of Irsih managers' ethical reasoning. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 22, n. 4, p. 311-326, 1999.
- TEKATHEN, M.; DECHOW, N. Enterprise risk management and continuous re-alignment in the pursuit of accountability: a German case. *Management Accounting Research*, London, v. 24, n. 2, p. 100-121, 2013.
- TESSIER, S.; OTLEY, D. A conceptual development of Simons' levers of control framework. *Management Accounting Research*, London, v. 23, n. 3, p. 171-185, 2012.
- TREVIÑO, L. K.; WEAVER, G. R.; REYNOLDS, S. J. Behavioral ethics in organizations: A review. *Journal of management*, Stillwater, Okla., v. 32, n. 6, p. 951-990, 2006.
- TREVIÑO, L. K. et al. Managing ethics and legal compliance: what works and what hurts. *California Management Review*, Berkeley, Calif., v. 41, n. 2, p. 131-151, 1999.
- TUOMELA, T. S. The interplay of different levers of control: a case study of introducing a new performance measurement system. *Management Accounting Research*, London, v. 16, n. 3, p. 293-320, 2005.
- UNITED STATES. *Sarbanes-Oxley Act of 2002*. July 30, 2002. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2016.
- WEAVER, G. R. Corporate codes of ethics: purpose, process and content issues. *Business and Society*, Chicago, v. 32, n. 1, p. 44, 1993.
- WEBLEY, S.; WERNER, A. Corporate codes of ethics: necessary but not sufficient. *Business Ethics: a european review*, Oxford, v. 17, n. 4, p. 405-415, 2008.
- WIDENER, S. K. An empirical analysis of the levers of control framework. *Accounting, Organizations and Society*, Oxford, v. 32, n. 7, p. 757-788, 2007.

WOON, L. F.; AZIZAN, N. A.; SAMAD, M. F. A. A strategic framework for value enhancing enterprise risk management. *Journal of Global Business and Economics*, Madison, WI, v. 2, n. 1, p. 23-47, 2011.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Evidenciação da gestão de riscos do COSO (2004) nos relatórios de administração de empresas com ADR's. *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, DF, v. 12, n. 3, p. 38-54, 2009.

APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EMPRESAS DO ÍNDICE BRASIL AMPLO

(continua)

Nome da Ação	Código da Ação	Tipo da Ação
ABC BRASIL	ABCB4	PN N2
AMBEV S/A	ABEV3	ON
ALPARGATAS	ALPA4	PN ED N1
ALIANSC	ALSC3	ON NM
ALUPAR	ALUP11	UNT N2
ANIMA	ANIM3	ON NM
ARTERIS	ARTR3	ON NM
BRASIL	BBAS3	ON NM
BRADESCO	BBDC3	ON EJ N1
BRADESCO	BBDC4	PN EJ N1
BR BROKERS	BBRK3	ON NM
BBSEGURIDADE	BBSE3	ON NM
MINERVA	BEEF3	ON NM
BRADESPAR	BRAP4	PN N1
BRF SA	BRFS3	ON NM
BR INSURANCE	BRIN3	ON NM
BRASKEM	BRKM5	PNA N1
BR MALLS PAR	BRML3	ON NM
BR PROPERT	BRPR3	ON NM
BANRISUL	BRSR6	PNB N1
B2W DIGITAL	BTOW3	ON NM
BMFBOVESPA	BVMF3	ON NM
CCR SA	CCRO3	ON ED NM
CESP	CESP6	PNB N1
CIELO	CIEL3	ON NM
CEMIG	CMIG4	PN N1
CPFL ENERGIA	CPFE3	ON NM
COPEL	CPLE6	PNB N1
SOUZA CRUZ	CRUZ3	ON
COSAN	CSAN3	ON NM
COPASA	CSMG3	ON NM
SID NACIONAL	CSNA3	ON
CETIP	CTIP3	ON NM
CVC BRASIL	CVCB3	ON NM
CYRELA REALT	CYRE3	ON NM
DIRECIONAL	DIRR3	ON NM
DURATEX	DTEX3	ON NM

(continuação)

Nome da Ação	Código da Ação	Tipo da Ação
ECORODOVIAS	ECOR3	ON NM
ELETOBRAS	ELET3	ON N1
ELETOBRAS	ELET6	PNB N1
ELETROPAULO	ELPL4	PN N2
EMBRAER	EMBR3	ON NM
ENERGIAS BR	ENBR3	ON NM
EQUATORIAL	EQTL3	ON NM
ESTACIO PART	ESTC3	ON NM
EVEN	EVEN3	ON NM
EZTEC	EZTC3	ON NM
FIBRIA	FIBR3	ON NM
AES TIETE	GETI3	ON
AES TIETE	GETI4	PN
GAFISA	GFSA3	ON NM
GERDAU	GGBR4	PN N1
GERDAU MET	GOAU4	PN N1
GOL	GOLL4	PN N2
GRENDENE	GRND3	ON NM
HELBOR	HBOR3	ON NM
CIA HERING	HGTX3	ON NM
HYPERMARCAS	HYPE3	ON NM
IGUATEMI	IGTA3	ON NM
ITAUSA	ITSA4	PN N1
ITAUUNIBANCO	ITUB3	ON ED N1
ITAUUNIBANCO	ITUB4	PN ED N1
JBS	JBSS3	ON NM
KLABIN S/A	KLBN11	UNT N2
KROTON	KROT3	ON NM
LOJAS AMERIC	LAME3	ON
LOJAS AMERIC	LAME4	PN
METAL LEVE	LEVE3	ON NM
LIGHT S/A	LIGT3	ON NM
LINX	LINX3	ON NM
LOJAS RENNER	LREN3	ON NM
M.DIASBRANCO	MDIA3	ON NM
IMC S/A	MEAL3	ON NM
MAGAZ LUIZA	MGLU3	ON EG NM
MILLS	MILS3	ON NM
MULTIPLUS	MPLU3	ON NM

(continuação)

Nome da Ação	Código da Ação	Tipo da Ação
MARFRIG	MRFG3	ON NM
MRV	MRVE3	ON NM
MULTIPLAN	MULT3	ON N2
IOCHP-MAXION	MYPK3	ON NM
NATURA	NATU3	ON NM
ODONTOPREV	ODPV3	ON NM
OI	OIBR3	ON N1
P.ACUCAR-CBD	PCAR4	PN N1
PETROBRAS	PETR3	ON
PETROBRAS	PETR4	PN
MARCOPOLO	POMO4	PN N2
PETRORIO	PRIO3	ON NM
PORTO SEGURO	PSSA3	ON NM
QGEP PART	QGEP3	ON NM
QUALICORP	QUAL3	ON NM
RAIADROGASIL	RADL3	ON NM
RANDON PART	RAPT4	PN N1
LOCALIZA	RENT3	ON EJ NM
COSAN LOG	RLOG3	ON NM
ROSSI RESID	RSID3	ON NM
RUMO LOG	RUMO3	ON NM
SANTANDER BR	SANB11	UNT
SABESP	SBSP3	ON NM
SOMOS EDUCA	SEDU3	ON NM
SER EDUCA	SEER3	ON NM
SLC AGRICOLA	SLCE3	ON NM
SMILES	SMLE3	ON NM
SAO MARTINHO	SMTO3	ON NM
SUL AMERICA	SULA11	UNT N2
SUZANO PAPEL	SUZB5	PNA N1
TAESA	TAE11	UNT N2
TRACTEBEL	TBLE3	ON NM
TECNISA	TCSA3	ON NM
TIM PART S/A	TIMP3	ON NM
TOTVS	TOTS3	ON NM
TRAN PAULIST	TRPL4	PN N1
ULTRAPAR	UGPA3	ON NM
USIMINAS	USIM3	ON N1
USIMINAS	USIM5	PNA N1

(conclusão)

Nome da Ação	Código da Ação	Tipo da Ação
VALE	VALE3	ON N1
VALE	VALE5	PNA N1
TELEF BRASIL	VIVT4	PN EJ
VALID	VLID3	ON NM
VIAVAREJO	VVAR11	UNT N2
WEG	WEGE3	ON NM

Fonte: Índices da BMF& BOVESPA ([2015]) adaptado pelo autor.

APÊNDICE B – RISCO VS ATRIBUTOS DOS CÓDIGOS DE CONDUTA

Risco vs Valores Organizacionais (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 14:26										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
						Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
						VALORES_ORGANIZACIONAIS	-0.002201	0.008910	-0.247032	0.8054
						C	42.25069	1.729775	24.42555	0.0000

Risco vs Conformidade com leis e regulamentos (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 14:29										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
						Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
						CONFORMIDADE_COM_LEIS_E_	0.006544	0.009795	0.668081	0.5055
						C	41.13148	1.990425	20.66468	0.0000

Risco vs Canal de Denúncia (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 14:31										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
						Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
						COMUNICACAO_CANAL_DE_DE	-0.000573	0.012734	-0.044959	0.9642
						C	42.10305	2.242987	18.77097	0.0000

Risco vs Conflito de Interesses (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
------	------	--------	-------	------	--------	----------	----------	-------	--------

Dependent Variable: RISCO
Method: Least Squares
Date: 03/06/16 Time: 14:34
Sample: 1 110
Included observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CONFLITO_DE_INTERESSES	0.002208	0.005699	0.387421	0.6992
C	41.25023	2.488202	16.57833	0.0000

Risco vs Uso de Informações Privilegiadas (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
------	------	--------	-------	------	--------	----------	----------	-------	--------

Dependent Variable: RISCO
Method: Least Squares
Date: 03/06/16 Time: 14:37
Sample: 1 110
Included observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
USO_DE_INFORMACOES_PRIVI	0.007735	0.010071	0.768039	0.4441
C	40.65675	2.311967	17.58535	0.0000

Risco vs Relacionamento com Poder Público (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
------	------	--------	-------	------	--------	----------	----------	-------	--------

Dependent Variable: RISCO
Method: Least Squares
Date: 03/06/16 Time: 14:40
Sample: 1 110
Included observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RELACIONAMENTO_COM_PODER	0.016353	0.013480	1.213151	0.2277
C	40.39068	1.990974	20.28689	0.0000

Risco vs Operações com partes Relacionadas (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 14:43										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
OPERACOES_COM_PARTES_REL		-0.006778	0.016463	-0.411732	0.6814					
C		42.75534	2.302000	18.57312	0.0000					

Risco vs Gerenciamento de Riscos (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 14:46										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GERENCIAMENTO__DE_RISCOS		-0.024274	0.040619	-0.597620	0.5513					
C		42.17777	1.493392	28.24293	0.0000					

Risco vs Todos os atributos do Código de Conduta (dados não padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 15:46										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
VALORES_ORGANIZACIONAIS		-3.28E-05	0.009786	-0.003347	0.9973					
CONFORMIDADE_COM_LEIS_E		0.005996	0.012412	0.483065	0.6301					
COMUNICACAO__CANAL_DE_DE		-0.009229	0.015977	-0.577653	0.5648					
CONFLITO_DE_INTERESSES		0.001544	0.007192	0.214665	0.8305					
USO_DE_INFORMACOES_PRIVI		-0.002205	0.014523	-0.151806	0.8796					
RELACIONAMENTO_COM_PODER		0.023471	0.017980	1.305420	0.1947					
OPERACOES_COM_PARTES_REL		-0.014684	0.019893	-0.738133	0.4621					
GERENCIAMENTO__DE_RISCOS		-0.022918	0.041756	-0.548839	0.5843					
C		41.65375	3.216709	12.94918	0.0000					

Risco vs Valores Organizacionais (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:14										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PVALORES		-0.023764	0.096198	-0.247032	0.8054					
C		-4.03E-17	0.095760	-4.21E-16	1.0000					

Risco vs Conformidade com leis e regulamentos (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:20										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PCONFORMIDADE		0.064154	0.096027	0.668081	0.5055					
C		-4.17E-17	0.095589	-4.36E-16	1.0000					

Risco vs Canal de Denúncia (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:23										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PCOMUNICACAO		-0.004326	0.096224	-0.044959	0.9642					
C		-3.85E-17	0.095786	-4.02E-16	1.0000					

Risco vs Conflito de Interesses (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:26										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PCONFLITO		0.037254	0.096158	0.387421	0.6992					
C		-3.91E-17	0.095720	-4.09E-16	1.0000					

Risco vs Uso de Informações Privilegiadas (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:29										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PUSOINFO		0.073704	0.095963	0.768039	0.4441					
C		-4.08E-17	0.095526	-4.27E-16	1.0000					

Risco vs Relacionamento com Poder Público (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:32										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PRELACIONAMENTO		0.115948	0.095576	1.213151	0.2277					
C		-2.56E-17	0.095141	-2.69E-16	1.0000					

Risco vs Operações com partes Relacionadas (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:36										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.						
POPERACOES	-0.039588	0.096150	-0.411732	0.6814						
C	-4.10E-17	0.095712	-4.28E-16	1.0000						

Risco vs Gerenciamento de Riscos (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::... - □

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/06/16 Time: 16:39										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.						
PGERENCIAMENTO	-0.057411	0.096066	-0.597620	0.5513						
C	-3.76E-17	0.095629	-3.93E-16	1.0000						

Risco vs Todos os atributos do Código de Conduta (dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: PRISCO										
Method: Least Squares										
Date: 03/07/16 Time: 22:03										
Sample: 1 110										
Included observations: 110										
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.						
PVALORES	-0.000354	0.105663	-0.003347	0.9973						
PCONFORMIDADE	0.058781	0.121684	0.483065	0.6301						
PCOMUNICACAO	-0.069740	0.120730	-0.577653	0.5648						
PCONFLITO	0.026047	0.121337	0.214665	0.8305						
PUSOINFO	-0.021008	0.138388	-0.151806	0.8796						
PRELACIONAMENTO	0.166417	0.127481	1.305420	0.1947						
POPERACOES	-0.085760	0.116185	-0.738133	0.4621						
PGERENCIAMENTO	-0.054202	0.098757	-0.548839	0.5843						
C	-4.97E-17	0.097588	-5.09E-16	1.0000						

Risco vs Todos os atributos do Código de Conduta e variáveis de controle(dados padronizados)

Equation: UNTITLED Workfile: BASE DE DADOS_CROSS SECTION::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: PRISCO									
Method: Least Squares									
Date: 03/15/16 Time: 22:11									
Sample: 1 110									
Included observations: 110									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
PVALORES	-0.010760	0.101353	-0.106167	0.9157					
PCONFORMIDADE	0.035917	0.116641	0.307929	0.7588					
PCOMUNICACAO	-0.004623	0.120545	-0.038351	0.9695					
PCONFLITO	0.009546	0.116559	0.081895	0.9349					
PUSOINFO	-0.028724	0.132015	-0.217585	0.8282					
PRELACIONAMENTO	0.164033	0.121355	1.351680	0.1796					
POPERACOES	-0.101071	0.112915	-0.895114	0.3729					
PGERENCIAMENTO	-0.023003	0.094504	-0.243407	0.8082					
PLUCROLIQUIDO	-0.361523	0.104057	-3.474286	0.0008					
PTOTALATIVO	0.300027	0.138308	2.169269	0.0325					
PVOLUMENEGOC	-0.229011	0.131153	-1.746134	0.0839					
C	3.53E-17	0.092791	3.80E-16	1.0000					

APÊNDICE C – EMPRESAS ANALISADAS (SEM OUTLIERS) COM DISTRIBUIÇÃO NORMAL DA VARIÁVEL DEPENDENTE (RISCO)

Ação	RISCO	Gerenciamento de Riscos	Valores Organizacionais	Conformidade com leis e regulamentos	Comunicação (canal de denúncias)	Conflito de interesses	Uso de informações privilegiadas	Relacionamento com poder público	Operações com partes relacionadas
ABC BRASIL PN	-0,62	-0,17	0,76	-0,48	-0,46	-0,35	0,43	-0,35	1,33
AMBEV S/A ON	-1,34	-0,17	0,39	0,62	0,70	-0,70	-0,32	1,01	1,25
ALPARGATAS PN	-0,46	-0,17	-0,11	-0,71	0,44	-0,88	-0,21	-0,66	-0,55
ALIANSCA ON	-0,55	-0,17	-0,61	-0,31	0,58	0,46	-0,39	-0,11	-0,55
ALUPAR UNT N2	-0,47	-0,17	-0,61	-0,31	0,86	-0,09	0,53	0,81	0,26
ANIMA	2,14	-0,17	-0,61	-0,41	0,53	-0,17	0,30	0,76	-1,20
ARTERIS	0,34	-0,17	-0,61	2,45	2,66	1,24	1,61	2,61	1,59
BRASIL	0,44	-0,17	-0,44	0,06	-0,23	-0,42	-0,57	0,18	-1,20
BRADESCO PN	-0,47	-0,17	-0,05	-0,61	1,99	-0,85	-0,56	-0,36	-0,51
BR BROKERS	0,19	-0,17	-0,14	-0,27	0,63	0,02	-0,33	-0,19	1,10
BBSEGURIDADE	-0,50	-0,17	-0,61	-0,91	-1,15	-1,28	-1,01	-0,66	-0,41
MINERVA	-0,11	-0,17	0,13	0,40	-1,11	0,59	-0,33	-0,36	0,01
BRADSPAR	0,61	-0,17	-0,61	0,02	-0,26	-0,43	-0,95	-0,51	-0,16
BRF SA	-1,01	-0,17	-0,55	-0,65	-0,55	-0,16	-0,41	-0,32	-0,55
BR INSURANCE	2,66	-0,17	0,47	-0,45	-0,32	-0,94	-0,91	-0,93	-0,14
BRASKEM	0,85	-0,17	-0,61	0,53	2,84	0,30	0,21	1,91	-0,17
BR MALLS PAR	-0,09	-0,17	-0,61	-0,85	-0,04	0,47	-0,86	-0,93	0,11
BANRISUL	0,40	-0,17	-0,61	-0,83	-1,15	-1,02	-1,20	-0,68	-0,55
B2W DIGITAL	1,13	0,41	-0,41	0,22	-1,15	-0,28	-0,37	-0,68	-0,63
BMFBOVESPA	-0,51	-0,17	-0,61	-0,21	-0,57	-0,31	0,25	-0,08	-0,80
CCR SA	-0,08	-0,17	-0,48	4,88	2,22	1,49	2,92	1,77	2,89
CESP	-0,36	0,91	0,89	1,04	-0,05	-0,36	-0,67	1,86	0,17
CIELO	-0,88	-0,17	1,35	-0,37	1,36	-0,34	-0,85	-0,58	-0,64
CEMIG	0,02	-0,17	-0,61	1,59	-1,15	-0,93	1,02	-0,93	-0,84
CPFL ENERGIA	-0,26	1,04	-0,46	-0,20	1,33	-0,31	-0,49	-0,11	-0,79
COPEL	-0,40	0,05	-0,61	1,08	-1,15	-0,33	-0,35	-0,81	0,71
SOUZA CRUZ	-0,96	-0,17	-0,61	1,61	-0,82	-0,90	-0,75	0,15	0,59
COSAN	-0,15	-0,17	0,95	-0,27	0,75	-0,03	0,33	-0,93	-0,39
COPASA	1,27	-0,17	-0,47	-0,70	-1,15	-0,61	-0,14	-0,34	-0,27
SID NACIONAL	2,04	-0,17	0,24	1,65	-1,15	0,06	-0,78	-0,56	-0,50
CETIP	-1,29	-0,17	-0,61	-0,91	-1,15	-1,34	-1,20	-0,34	-0,54
CVC BRASIL	-0,42	-0,17	-0,22	-0,53	0,01	0,56	-0,93	-0,12	-1,20
CYRELA REALT	-0,79	-0,17	-0,03	-0,57	0,57	-0,47	-1,02	0,47	-0,39
DIRECIONAL	0,13	-0,17	0,34	-0,10	-1,15	-0,40	-0,31	-0,22	0,63
DURATEX	-0,39	-0,17	-0,46	-0,07	0,20	-0,11	-1,04	-0,33	0,37
ECORODOVIAS	0,24	-0,17	-0,29	-0,62	0,58	-0,30	-1,06	1,02	1,13
ELETRORAS PN	0,38	-0,17	0,80	-0,63	-0,41	-1,11	-0,59	0,26	-0,61
ELETROPAULO	0,73	-0,17	-0,51	-0,21	-0,16	-0,84	0,30	-0,44	-0,76
EMBRAER	-0,80	-0,17	0,82	0,83	0,45	1,68	0,57	-0,08	-0,40
ENERGIAS BR	-0,37	-0,17	-0,61	0,60	0,01	0,21	-0,14	-0,66	0,74
EQUATORIAL	-0,99	-0,17	-0,61	-0,69	-1,15	-0,23	2,05	0,59	-0,54
ESTACIO PART	0,87	-0,17	-0,11	-0,42	-0,32	0,86	-0,52	-0,38	1,24
EVEN	0,10	-0,17	0,81	-0,16	0,71	0,71	0,46	1,59	1,10
EZTEC	-0,29	-0,17	-0,43	-0,91	-1,15	0,50	-0,99	-0,93	0,39
FIBRIA	-0,49	-0,17	-0,61	2,45	1,02	1,87	1,41	2,02	1,84
AES TIETE PN	-0,79	-0,17	-0,51	-0,21	-0,16	-0,84	0,30	-0,44	-0,76
GAFISA	0,39	-0,17	1,69	0,66	2,78	-0,09	0,33	1,08	1,88
GERDAU PN	0,53	-0,17	-0,41	-0,44	0,43	-0,58	2,36	2,62	-1,20
GERDAU MET	1,17	-0,17	-0,41	-0,44	0,43	-0,58	2,36	2,62	-1,20
GOL	1,08	-0,17	-0,54	-0,35	0,74	-0,68	-0,72	0,21	1,78
GRENDENE	-0,75	-0,17	-0,61	0,29	-1,15	-0,48	-0,69	0,31	-0,23
HELBOR	-0,03	-0,17	1,76	0,64	-1,15	-0,14	-0,66	-0,93	-0,49
CIA HERING	0,23	-0,17	0,41	-0,42	-1,15	-1,25	-1,02	-0,93	-1,20
HYPERMARCAS	-0,81	-0,17	0,69	0,29	0,23	3,36	0,44	0,05	0,09
IGUATEMI	-0,69	-0,17	1,84	-0,91	-1,15	0,68	-0,89	-0,93	1,29
ITAUSA	-0,71	-0,17	-0,57	-0,74	-0,05	-0,50	-1,06	-0,63	-0,01
ITAUNIBANCO PN	-0,66	1,15	-0,61	-0,20	2,15	1,44	0,62	1,55	0,71
JBS	-0,09	-0,17	-0,57	-0,33	-1,15	2,34	2,74	-0,93	-1,20
KLABIN S/A	-1,18	-0,17	0,40	-0,08	-0,85	-0,36	1,49	-0,93	-0,31
KROTON	1,03	-0,17	-0,61	-0,50	-1,15	-1,17	-1,20	-0,93	-0,23
LOJAS AMERIC PN	-0,61	0,44	-0,61	-0,41	-1,15	-0,14	0,72	-0,68	-1,20
METAL LEVE	-1,08	-0,17	-0,61	-0,65	-1,15	0,27	0,15	-0,93	-0,23
LIGHT S/A	0,22	-0,17	0,27	-0,23	0,88	0,85	0,06	0,11	0,13
LINX	-0,71	-0,17	-0,26	-0,91	0,35	1,01	0,18	-0,93	0,21
LOJAS RENNER	-0,73	0,63	1,52	1,17	3,32	1,40	0,06	-0,93	0,55
M.DIASBRANCO	-0,73	1,60	-0,61	-0,28	-0,85	-0,35	-0,57	-0,62	0,88