Satisfação dos funcionários e retorno das ações no Brasil

Employee satisfaction and equity returns in Brazil

Eduardo Castellano[†]
Jéfferson A. Colombo[‡]

Resumo Utilizando a lista Nacional das Melhores Empresas para Trabalhar no Brasil (*Great Place to Work* – GPTW) e dados da B3 de 2001 a 2023, investigamos o retorno em excesso de carteiras compostas por empresas com maior índice de satisfação dos funcionários através do modelo de quatro fatores de risco de Carhart (1997). Essas empresas apresentam excesso de retorno de aproximadamente 6% ao ano, resultado relevante economicamente e significante ao nível de 5%. Essas evidências são robustas ao uso de diferentes metodologias de peso dos ativos constituintes e ao controle de *outliers*, além de serem reforçadas por testes de placebo. Considerando a Reforma Trabalhista de 2017 um choque exógeno na relação entre satisfação dos funcionários e valor das empresas, os resultados indicam retornos em excesso principalmente após a Reforma e em maior magnitude (entre 9,3% e 11,5% a.a.). Conjuntamente, os resultados são consistentes com a ideia de que aumentar a flexibilidade no mercado de trabalho aumenta os benefícios da satisfação sobre o valor das empresas, e auxilia gestores a lidarem com recrutamento, retenção e motivação dos funcionários.

Palavras-chave: Satisfação dos funcionários; *Great Place to Work*; ESG; Impacto sobre valor.
Código JEL: M14, J53, G11.

Abstract Using the national list of the Best Companies to Work For in Brazil (Great Place to Work – GPTW) and data from B3 from 2001 to 2023, we investigate the excess returns of portfolios composed of firms with higher employee satisfaction levels through the four-factor risk model of Carhart (1997). These firms exhibit excess returns of approximately 6% per year—an economically meaningful and statistically significant result at the 5% level. This evidence is robust to different asset weighting methodologies and to the control of outliers, and is further reinforced by placebo tests. Taking the 2017 Labor Reform as an exogenous shock to the relationship between employee satisfaction and firm value, results indicate excess returns primarily after the reform, and of greater magnitude (between 9.3% and 11.5% per year). Taken together, the findings are consistent with the idea that increasing labor market flexibility enhances the benefits of employee satisfaction for firm value, helping managers with recruitment, retention, and employee motivation.

Keywords: Employee satisfaction; Great Place to Work; ESG; Impact on firm value.
JEL Code: M14, J53, G11.

Submitted on April 5, 2025.

[†]Estudante na Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo (FGV EESP), Brazil: eduardo-castellano@hotmail.com.

[‡]Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo (FGV EESP), Brazil: jefferson.colombo@fgv.br.

©2025 Sociedade Brasileira de Finanças, under a Creative Commons Attribution 3.0 license

Manuscript

1. Introdução

A relação entre satisfação no trabalho e lucro das empresas é de grande interesse para empresários e investidores. Se negativa, empresários podem reavaliar gastos que beneficiam em demasia os colaboradores, e gestores de fundos podem adotar posição vendida em empresas com elevada satisfação. Por outro lado, se a relação for positiva, aumentar o bem-estar dos colaboradores ou adotar estratégia de investimento com posição comprada em empresas com elevada satisfação pode gerar ganhos financeiros. Mesmo que recentemente a atenção aos chamados aspectos ESG (*Environmental*, *Social*, e *Governance*, da sigla em inglês) tenha aumentado, é precisamente a dimensão social que tem sido menos explorada na literatura empírica – seus componentes são qualitativos e de difícil mensuração em escala global (Edmans et al., 2024).

Em teoria, a relação entre satisfação de funcionários e valor da empresa é dual. De um lado, é intuitivo pensar que aumentar a satisfação dos colaboradores é producente para a empresa. Teorias de gestão defendem que empresas têm cada vez mais como negócio a produção e distribuição do conhecimento e da informação, transformando trabalhadores qualificados e orientados ao conhecimento em um importante ativo (Zingales, 2000; Drucker, 2008). Nesse contexto, satisfação no trabalho pode ajudar o desempenho da empresa por aumentar a motivação e retenção de pessoas qualificadas, além de atrair futuros talentos (McGregor, 1960; Akerlof, 1982; Shapiro e Stiglitz, 1984; Akerlof e Yellen, 1986; Barnes e Cheng, 2023).

Por outro lado, elevada satisfação pode ser um sintoma de problemas de agência na firma. Nesse caso, maiores gastos com bem-estar dos colaboradores ou investir em empresas com maior índice de bem-estar dos funcionários pode prejudicar a performance da empresa e do portfólio de investimento. Ao invés de trabalhar para maximizar o valor da empresa, os gerentes e/ou CEOs podem buscar benefícios pessoais – como um ambiente de trabalho mais prazeroso – e tolerar baixa produtividade e/ou incorrer em gastos excessivos com pares que não necessariamente se traduzem em maiores lucros (Jensen e Meckling, 1976; Bénabou e Tirole, 2010).

Portanto, o efeito líquido da satisfação dos colaboradores sobre o valor da empresa é *ex-ante* indefinido, motivo pelo qual estudos empíricos no tema são fundamentais. Edmans (2011, 2012) analisam a relação entre satisfação no trabalho e valor de mercado de empresas americanas listadas no ranking da *Great Place to Work* (GPTW) entre 1984 e 2009/2011. Suas análises indicam impactos positivos da satisfação sobre o valor de empresas, com retornos anormais de 2-3% ao ano em comparação a seus pares.[1] Mais recentemente

[1] A razão de usar valor de mercado das empresas em oposição a medidas contábeis é princi-

Manuscript

e em uma análise multipaíses, Edmans et al. (2024) descobrem que a satisfação no trabalho está associada a retornos anormais positivos apenas em países com mercado de trabalho flexível, onde as empresas enfrentam menos restrições para contratar e demitir.

Porém, mesmo que Edmans et al. (2024) avaliem a influência do grau de flexibilidade do mercado de trabalho em diferentes países, os autores não analisam o impacto de *mudanças* no grau de flexibilidade do mercado de trabalho ao longo do tempo. Se a relação entre satisfação no trabalho e retornos anormais só se manifesta em ambientes onde o mercado de trabalho é flexível, é razoável supor que a introdução de uma legislação que flexibilize as relações trabalhistas em um dado país provoque mudanças na relação entre satisfação no trabalho e retornos anormais. Além disso, a análise da relação antes e depois de uma mudança regulatória relevante mitiga preocupações de endogeneidade – mais especificamente, o fato de que fatores não-observáveis são plausivelmente correlacionados com o grau de flexibilização do mercado de trabalho de um país, o que acaba por prejudicar a identificação de uma relação de causa e efeito entre as variáveis.

Para suprir essa lacuna, este trabalho utiliza a Lei nº 13.467/2017, amplamente reconhecida como *Reforma Trabalhista*, para avaliar seus impactos na relação entre satisfação no trabalho e rendimentos anormais de empresas brasileiras de capital aberto. Resumidamente, a referida lei visa modernizar e flexibilizar o mercado de trabalho, buscando incentivar a geração de empregos e melhorar a competitividade das empresas. Segundo Rodrigues (2017a), a Reforma Trabalhista reduz a insegurança jurídica das negociações entre trabalhadores e empregadores em diversas dimensões, como escalonamento de férias, jornada de trabalho (os limites totais são mantidos, mas há maior flexibilidade dentro desses limites), tempo para almoço, banco de horas (sem necessidade de concordância do sindicato), teletrabalho, planos de remuneração e bônus, além de facilitar em alguma medida a demissão, entre outras coisas.

Especificamente, coletamos manualmente informações sobre as empresas listadas em bolsa que aparecem na lista brasileira do GPTW entre 2001 e 2023, e montamos duas carteiras que investem, com pesos uniformes ou proporcionais ao valor (portanto, um total de quatro modelos), em ações de empresas que aparecem na lista e na B3 (Carteira 1) ou compostas por empresas que aparecem na lista e na B3 e cuja subsidiária aparece na B3 (Carteira 2). As carteiras são reavaliadas anualmente, nos meses de setembro ou novembro, conforme calendário de divulgação do GPTW. Em seguida, calcu-

palmente para mitigar problemas de causalidade reversa, como nos trabalhos de Griffeth et al. (2000), Barsade e Gibson (2007), Fisher (2010), Allen et al. (2010), dentre outros.

Manuscript

lamos o retorno mensal excedente (alfa) aos quatro fatores de risco de Carhart (1997), usando dados do NEFIN/USP. Este retorno em excesso é o parâmetro de interesse.

Considerando a amostra completa, de 2001 a 2023, três dos quatro modelos apresentam retornos anormais de aproximadamente 5,4-6,6% ao ano, significantes ao nível de 5%. Esse resultado, diferente do encontrado por Edmans et al. (2024) para o Brasil, indica que há associação positiva significante entre satisfação no trabalho e valor das empresas. Esta diferença decorre principalmente do fato da nossa janela amostral incorporar um período mais recente, com maior grau de flexibilização do mercado de trabalho brasileiro.

Ao particionarmos o período amostral em antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017, identificamos retornos em excesso principalmente depois da lei (em três dos quatro modelos) e em maior magnitude (9,3-11,5% a.a., significantes a pelo menos 10%), corroborando com a hipótese da pesquisa. Testes de robustez e de falseabilidade corroboram com o resultado geral. Em síntese, as evidências deste estudo apontam que reformas trabalhistas que flexibilizam as relações de trabalho tendem a aumentar o benefício corporativo de possuir ambientes de trabalho percebidos como melhores para o trabalhador.

Esta pesquisa estende a literatura que examina o valor das empresas e satisfação no trabalho (Edmans, 2011, 2012; Barnes e Cheng, 2023; Edmans et al., 2024). Particularmente, ela contribui para esta literatura ao avaliar a relação entre satisfação no trabalho e retornos anormais antes e depois de uma mudança legislativa que tornou o mercado de trabalho mais flexível (nova Lei Trabalhista brasileira). Em termos de implicações, esta pesquisa impacta empresários e investidores. Para os primeiros, pode haver benefícios para a empresa em ter funcionários com elevada satisfação, mesmo quando o mercado de trabalho não é muito flexível, como no Brasil. Para o segundo grupo, mesmo se a maior parte da relação entre satisfação e valor das empresas ocorra devido a causalidade reversa ou por uma terceira variável omitida, pode ser uma boa estratégia investir em empresas listadas no GPTW Brasil. Por fim, os resultados sugerem que há uma falha do mercado em precificar informações salientes de ativos intangíveis, pois constatamos que o valor da satisfação do colaborador não é precificado pelo mercado instantaneamente, havendo excesso de retorno *ex-post*.

O restante do artigo está organizado da seguinte maneira. A seção 2 revisa a literatura teórica e empírica. A seção 3 descreve a metodologia. A seção 4 apresenta os resultados de nossas análises, enquanto a seção 5 conclui.

2. Desenvolvimento de hipóteses

A elevada satisfação dos colaboradores pode ser uma importante ferramenta para melhorar recrutamento, retenção e motivação, gerando impacto positivo no desempenho financeiro da empresa (Edmans, 2011, 2012). Teorias modernas de gestão argumentam que a natureza do trabalho e o papel dos colaboradores mudaram drasticamente ao longo do século passado. Empresas têm cada vez mais como negócio a produção e distribuição do conhecimento e da informação (farmácia, *software*, serviços financeiros), tornando trabalhadores qualificados em um importante ativo (Drucker, 1974, 2003, 2008). Diferentemente do trabalhador manual, trabalhadores qualificados estão engajados em desenvolvimento de produto, inovação e construção de relacionamentos com clientes e fornecedores. A importância do capital humano nas empresas modernas também é enfatizada por Rajan e Zingales (1998), Ian Carlin e Gervais (2009), Berk et al. (2010), Edmans (2011, 2012), Guiso et al. (2015), e Barnes e Cheng (2023).

Um primeiro aspecto é que a satisfação dos funcionários pode melhorar a qualidade do recrutamento e atrair futuros talentos, uma vez que funcionários atuais podem estar mais dispostos a recomendar a empresa a seus amigos (Barnes e Cheng, 2023). Para Drucker (2003), o primeiro sinal de declínio de uma empresa é não conseguir atrair pessoas qualificadas e ambiciosas.

Por serem donos do seu meio de produção (conhecimento), trabalhadores qualificados possuem mobilidade e sua retenção se tornou fundamental (Drucker, 2003). Elevada satisfação no trabalho pode ser uma forma de aumentar a retenção de pessoas chaves, pois funcionários satisfeitos buscam manter seus empregos (Akerlof, 1982; Shapiro e Stiglitz, 1984). Por isso, apesar de serem pagos, colaboradores precisam ser geridos como voluntários (Drucker, 2003).

Segundo, a satisfação do trabalhador também pode melhorar sua performance, fazendo com que colaboradores internalizem os objetivos da empresa, aumentando sua motivação e eficiência (McGregor, 1960; Akerlof e Yellen, 1986).

Muitos trabalhos utilizam a lista do GPTW para investigar a relação entre satisfação no trabalho e desempenho das empresas, encontrando relação positiva (Faleye e Trahan, 2006; Lau e May, 1998; Edmans, 2011, 2012; Barnes e Cheng, 2023; Edmans et al., 2024), neutra (Fulmer et al., 2003) ou positiva mesmo antes da inclusão na lista (Filbeck e Preece, 2003). Por exemplo, para reduzir problemas de causalidade reversa, Edmans (2011, 2012) utiliza como variável dependente o valor das ações e encontra que as empresas da lista GPTW nos EUA tiveram retornos acima de seus pares em 2-3% ao ano.

Manuscript

Para que a satisfação dos funcionários resulte em retorno em excesso das ações, é necessário não apenas que a satisfação dos funcionários seja benéfica para o valor da empresa, mas também que não seja imediatamente incorporada pelo mercado (Edmans, 2011). Referente a este último, há evidências de o mercado falhar em incorporar imediatamente intangíveis por falta de informação ou por não reconhecer seu valor (Lev e Sougiannis, 1996; Aboody e Lev, 1998; Deng et al., 1999; Chan et al., 2001; Edmans, 2011, 2012).

Edmans (2011, 2012) identifica que a satisfação dos funcionários (intangível) de empresas do GPTW apenas afeta o preço da ação quando subsequentemente se manifesta em resultados tangíveis, como maior desempenho contábil frente a expectativa do mercado, gerando retornos de longo prazo superiores (já que lucros afetam o retorno de ação apenas quando são inesperados).[2]

Portanto, nossa primeira hipótese é:

Hipótese 1: *O valor da satisfação do colaborador não é inteiramente precificado pelo mercado, havendo excesso de retorno* ex-post *de uma carteira composta por empresas com elevada satisfação dos funcionários*.

Por outro lado, empresas podem gastar excessivamente com satisfação do colaborador devido a problemas de agência, prejudicando sua performance. Às custas dos acionistas, CEOs ou gerentes podem tolerar esforço insuficiente e/ou remuneração excessiva para obter relacionamento de trabalho mais agradável com seus subordinados (Jensen e Meckling, 1976).

Por exemplo, Cronqvist et al. (2009) constatam que os salários são mais altos quando os gestores estão mais enraizados. Já Edmans e Gabaix (2011) identificam que ser altamente aprovado pelos funcionários pode consolidar os CEOs no cargo, permitindo que eles assumam projetos que não são do melhor interesse dos acionistas. Além disso, o custo do aumento da satisfação pode incluir não apenas despesa monetária direta, mas através de um maior risco – empresas com elevada satisfação no trabalho geralmente são intensivas em

[2] Edmans (2011) também analisa se retornos anormais poderiam surgir da inclusão da lista por si só, seja devido (i) a uma reação irracional do mercado por erroneamente acreditar que a relação existe e reage positivamente à inclusão da lista, (ii) ao possível aumento da demanda de fundos SRI, ou (iii) ao mercado erroneamente acredita que satisfação do empregado piora o lucro, fazendo as empresas listadas serem negociadas com desconto. O autor avaliou cada uma dessas possíveis explicações e identificou que elas não explicam a maior parte dos retornos encontrados. Outras possíveis explicações apontadas pelo autor para o retorno anormal são problemas de causalidade reversa (que foi abordado com a utilização de retornos de longo prazo como variável dependente, na ausência de informação privada) e de variável omitida que causa tanto satisfação quanto lucro, como uma boa gestão - de fato, um limitante do estudo.

Manuscript

capital humano, tornando a empresa vulnerável em baixas do mercado pois capital humano tem pouco valor em falência (Cappelli e Neumark, 2001).

Edmans et al. (2024) sugerem que essa importância relativa dos benefícios e custos da satisfação sobre o valor das empresas depende do contexto institucional. Em países com mercado de trabalho regulado, a maior burocracia para contratar e demitir reduz a mobilidade do trabalhador, tornando menores os benefícios de recrutamento, retenção e motivação. Por exemplo, os benefícios do recrutamento são menores uma vez que as empresas se dedicam menos a isso – além da maior dificuldade contratual em si, há menos vagas disponíveis pois se torna mais difícil substituir colaboradores indesejáveis por novas pessoas mais produtivas. Em contrapartida, o menor risco de demissão reduz incentivos/motivações de produtividade, e incentiva os funcionários a investirem em habilidades específicas da empresa em vez de gerais (Thelen, 2001), diminuindo sua capacidade de serem recrutados por outras organizações. E como a taxa de saída dos funcionários é mais alta, os benefícios da retenção também são menores. (O oposto é verdadeiro: quando as empresas estão diante de baixas restrições para contratar e demitir, os funcionários possuem maior incentivo para responder à satisfação.)

Edmans et al. (2014) e Edmans et al. (2024) identificam que os retornos anormais das empresas da lista GPTW, em amostra de 14 e 30 países, respectivamente, aumentam significantemente naqueles com maior flexibilidade do mercado de trabalho e concluem que a satisfação no trabalho está associada a retornos positivos anormais em países com elevada flexibilidade no mercado de trabalho, como EUA e Reino Unido, mas não em países com baixa flexibilidade no mercado de trabalho. Para o Brasil, ambos os autores encontram resultados diferentes. Edmans et al. (2014) encontram retorno anormal positivo, porém, não significante entre 1998 e 2013; enquanto isso, Edmans et al. (2024) identificam retorno em excesso positivo e significante de 1,42% ao ano, entre outubro de 1997 e dezembro de 2021.

No entanto, os autores não analisam o impacto de *mudanças* no grau de flexibilidade do mercado de trabalho ao longo do tempo. Se a relação entre satisfação no trabalho e retornos anormais só se manifesta em ambientes onde o mercado de trabalho é flexível, é razoável supor que a introdução de uma legislação que flexibilize as relações trabalhistas em um dado país provoque mudanças na relação entre satisfação no trabalho e retornos anormais. Além de intuitivo, essa abordagem mitiga preocupações de endogeneidade, que limitam uma inferência de causa e efeito (e não meramente correlacional) entre satisfação do trabalhador e valor.

Em 2017, foi aprovada no Brasil a Lei n. 13.467 (Reforma Trabalhista), com objetivo de modernizar e flexibilizar o mercado de trabalho para incen-

Manuscript

tivar a geração de empregos e melhorar a competitividade das empresas. Um dos pontos centrais da Reforma Trabalhista é flexibilizar os dispositivos sobre a jornada de trabalho e sobre a remuneração. Por exemplo, a alteração do § 1º do Artigo 457 faz com que abonos pagos pelo empregador e diárias de viagens deixem de integrar o salário, e, assim, sobre esses valores deixam de incidir encargos trabalhistas, inclusive INSS. No que tange a relação entre trabalho intermitente e trabalho autônomo, o Artigo 442-B veda a possibilidade do estabelecimento de vínculo empregatício com trabalhadores autônomos, mesmo em caso de relação exclusiva e contínua. A Reforma Trabalhista também altera vvários dispositivos que afetam a rescisão contratual, individual ou coletiva, além de criar a figura da rescisão de contrato recíproca (Carvalho, 2017). Em outras palavras, a Reforma Trabalhista flexibiliza um pouco a super-rígida CLT dos anos 1940, diminui as fricções do mercado de trabalho e torna possível que empresários e trabalhadores assinem contratos mutuamente vantajosos (Rodrigues, 2017b).

Destarte, nossa segunda hipótese é:

Hipótese 2: *Quando a flexibilidade do mercado de trabalho é aumentada, o excesso de retorno da carteira composta por empresas com elevada satisfação dos funcionários surge ou aumenta.*

3. Dados e Metodologia

3.1 Melhores empresas para trabalhar no Brasil

Nossa principal fonte de dados é a lista Nacional das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil, compilada pelo Instituto GPTW. O instituto alega ser a maior referência em pesquisa de gestão para mensurar a qualidade do ambiente interno e da cultura organizacional (em 97 países ao redor do mundo) e oferece consultoria para empresas que querem as pessoas no centro de sua estratégia de negócios.[3] A lista GPTW é uma forma de reconhecer as empresas que são referência em ambiente de trabalho em seus estados, setores de atuação e no Brasil.

Conforme (Edmans et al., 2024), a lista do GPTW é reconhecida como a medida mais completa de satisfação, recebendo significativa atenção de acionistas, gestores, colaboradores e mídia. Logo, além de ser o índice mais completo disponível, é altamente público e recebe e atrai substancial atenção. Além disso, diversas pesquisas publicadas já utilizaram tais dados (Lau

[3] A lista "*100 Best Companies to Work for in America*" foi publicada pela primeira vez em um livro em março de 1984 (Levering et al., 1984) e posteriormente foi atualizada em fevereiro de 1993 (Levering e Moskowitz, 1993). Desde 1998, nos EUA, tem sido publicada pela revista *Fortune* a cada janeiro.

MANUSCRIPT

e May, 1998; Fulmer et al., 2003; Filbeck e Preece, 2003; Ian Carlin e Gervais, 2009; Edmans, 2011, 2012; Barnes e Cheng, 2023; Edmans et al., 2024).

Antes de poder concorrer a algum ranking (há ranking Nacional, Centro Oeste, São Paulo, Varejo, dentre outros), a empresa interessada deve obter o selo de qualidade GPTW, que reconhece organizações que valorizam pessoas. A empresa precisa aplicar uma pesquisa com os funcionários *Trust Index©* para ser avaliada e obter o certificado. Especificamente, se 70% dos profissionais confirmarem o bom ambiente de trabalho, a organização recebe o selo digital de certificação, se tornando elegível a participar do ranking Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil. A organização concorre aos rankings com a pesquisa realizada para a certificação. A partir da data de certificação, a empresa tem 30 dias para entregar uma série de documentos, incluindo relatório de práticas culturais, perfil organizacional e questionários adicionais. Logo, a eventual conquista do selo GPTW não é garantia de estar em um ranking GPTW. A posição nos rankings é calculada de acordo com a pesquisa com os funcionários e avaliação de práticas culturais/questionários complementares, e geralmente é publicada por um parceiro de mídia.[4]

A lista das Melhores Empresas para Trabalhar no Brasil é realizada desde 1997. Entre 1997 e 2019 a divulgação da lista era em meados de agosto, passando para outubro a partir de 2020. A lista categoria Nacional é composta por 100 empresas entre 2001 e 2003 e entre 2006 e 2010; por 130 empresas entre 2011 e 2014; 135 empresas em 2015; e por 150 empresas entre 2004 e 2005 e entre 2016 e 2022. Além disso, desde 2011, as empresas da lista Nacional das Melhores Empresas para Trabalhar no Brasil passaram a ser desagregadas em pequenas e médias, grandes e multinacionais, médias, grandes, multis e/ou gigantes – classificação baseada na quantidade de funcionários.

Os quatro fatores de risco brasileiros – fator de risco mercado, fator de risco tamanho, fator de risco valor e fator de risco momentum – são obtidos pelo NEFIN[5], que é o Núcleo de Pesquisas em Economia Financeira da Universidade de São Paulo. Os dados são diários, então transformamos em retornos mensais com base no último dia do mês disponível. Como a NEFIN disponibiliza os fatores de risco brasileiros desde 2001, o período amostral deste trabalho vai de 2001 a 2023.[6]

Para construir a carteira, selecionamos empresas que fazem parte da lista

[4]No Brasil, desde 2006, o GPTW é publicado e divulgado pela Revista Época Negócios (por exemplo, em 2024: https://epocanegocios.globo.com/especiais/melhores-empresas-para-trabalhar/noticia/2024/10/gptw-2024-conheca-as-melhores-empresas-para-trabalhar-no-brasil.ghtml.

[5]Sítio: https://nefin.com.br/.

[6]Quando coletados em agosto de 2023, os fatores de risco disponibilizados pelo NEFIN iam até junho de 2023.

Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil - categoria Nacional - desde 2001. A lista foi fornecida pelo Instituto GPTW Brasil em planilha Excel, dada a inexistência de listas antigas no próprio site do instituto e da dificuldade de encontrar tais listas em outros websites. Coletamos os dados das cotações das ações das empresas através da plataforma Economática. Utilizamos cotações mensais em reais (último preço do mês), ajustadas por proventos (inclusive dividendos).

3.2 Formação do Portfólio

Nós construímos uma carteira com as empresas da lista Nacional das Melhores Empresas para Trabalhar no Brasil negociadas na bolsa de ações brasileira. Em particular, seguimos a metodologia de Edmans (2011), Edmans (2012), Barnes e Cheng (2023) e Edmans et al. (2024), formando a carteira a partir do mês seguinte ao mês de anúncio da lista. Isso oferece aos investidores ampla oportunidade para reagir ao conteúdo da lista, reduzindo a chance de reações exageradas ou irracionais logo após o anúncio da lista e, consequentemente, do possível elevado retorno das Melhores Empresas ocorrer pura e simplesmente devido ao efeito de publicidade da inclusão na lista (Edmans, 2011, 2012).

A carteira é atualizada a cada ano após a divulgação da lista Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil. Por exemplo, entre 2001 e 2019 a lista é anunciada em agosto, então a formação do portfólio começa em setembro de 2001. As empresas são mantidas por quase um ano até julho de 2002. Em 2019, a lista também é anunciada em agosto, mas termina em setembro de 2020 porque o GPTW altera a data de divulgação da lista para outubro de 2020. Para o portfólio de 2020, a formação começa em novembro de 2020 e termina em setembro de 2021. O mesmo vale para os portfólios de 2021. Já a de 2022 vai de novembro de 2022 a junho de 2023.

O portfólio é construído tanto com pesos uniformes quanto por ponderação no valor de mercado com as empresas da lista Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil negociadas publicamente no mesmo ano. Para evitar distorções, são utilizados os seguintes critérios de exclusão da carteira. Primeiro, não fazem parte da carteira em um dado período empresas que realizaram IPO nesse mesmo ano (empresas identificadas por dois asteriscos no Quadro A1, no Apêndice, que contempla toda a lista de empresas ano a ano). A literatura sugere evidência de que IPO apresenta fenômeno de subprecificação. Quando empresas se tornam públicas, as ações que elas vendem em uma oferta pública inicial geralmente são precificadas abaixo do valor real, levando a um grande aumento no preço no primeiro dia de negociação (Ljungqvist, 2007). Em particular no Brasil entre 2004 e 2011, os resultados de Oliveira (2015) mostram

que o desempenho de curto prazo dos IPOs brasileiros e positivo. No longo prazo os resultados indicam retornos negativos, independentemente da extensão do período considerado (1, 2 ou 3 anos). Ou seja, incluir essas empresas na carteira pode, em média, gerar viés positivo no primeiro ano e negativo nos anos seguintes.

Segundo, não são consideradas empresas que estão na lista Melhores Empresas e que no mesmo ano tiveram anúncio de compra por outra empresa (empresas identificadas por três asteriscos no Quadro A1, no Apêndice) pois o processo de M&A pode contaminar o retorno.

Terceiro, não são consideradas empresas que tiveram volume de negociação médio mensal inferior a R$100.000 em mais de 3 meses ou não ter negociação em pelo menos um mês no mesmo período da carteira anual (empresas identificadas por quatro asteriscos no Quadro A1, no Apêndice, com exceção das empresas Whirlpool nos demais anos (2012 a 2018 e 2021) e Elektro nos demais anos (em 2006 e 2017).

Por fim, empresas que fecharam capital no mesmo ano que estavam na B3 também são excluídas. Esse é o caso da Amil em 2012.

Com esse filtro, das 71 empresas no Quadro A1, 42 empresas fazem parte diretamente do portfólio em algum momento, enquanto adicionalmente 15 empresas fazem parte indiretamente na carteira pois são subsidiárias. Logo, são formadas duas carteiras. A "Carteira 1" não possui empresas subsidiárias, enquanto a "Carteira 2" possui. Há um critério adicional para a Carteira 2. São excluídas empresas subsidiárias cuja controladora faz parte da carteira no mesmo ano. Por exemplo, a subsidiária Itaú Cred não faz parte da Carteira 2 em 2008 pois o Banco Itaú o faz. Esse critério torna os resultados mais conservadores.

A Tabela 1 mostra o número de empresas da lista GPTW que tiveram os retornos das ações disponíveis no Economática em pelo menos um mês antes da próxima data de formação da carteira. A tabela também fornece o número de empresas adicionadas e removidas da lista. O fato de todo ano aproximadamente metade do número de empresas da carteira entrar e sair da carteira (lista) reforça que a satisfação, como pontua Edmans (2011), é uma característica relativamente persistente, porém, como outros intangíveis – qualidade da gestão, reputação do produto, satisfação do cliente etc. –, ela não é permanente. Em Edmans (2011, 2012), essa também foi a proporção reportada, e pode ser reflexo das mudanças da gestão ou das políticas de recursos humanos.

Ainda conforme a Tabela 1, a Carteira 1 é composta por 8 empresas e a Carteira 2 por 10 empresas a cada ano, em média. O menor tamanho da Carteira 1 ocorre em 2001, 2002 e 2003 (5 empresas) e o maior tamanho

Manuscript

Tabela 1
Composição anual da carteira das empresas da lista GPTW Brasil que estão na B3

	Carteira 1			Carteira 2		
Ano	**Empresas**	**Adicionadas**	**Excluídas**	**Empresas**	**Adicionadas**	**Excluídas**
2001	5			6		
2002	5	2	2	6	3	3
2003	5	2	2	5	2	3
2004	9	5	1	12	8	1
2005	12	5	2	14	5	3
2006	6	3	11	7	4	13
2007	6	4	4	6	4	5
2008	7	3	2	8	4	2
2009	7	2	2	9	3	2
2010	6	0	1	8	1	2
2011	8	3	1	10	4	2
2012	12	4	0	13	4	1
2013	11	0	1	12	0	1
2014	10	1	2	11	1	2
2015	7	0	3	10	2	3
2016	9	2	0	12	3	1
2017	11	2	0	14	3	1
2018	11	2	2	15	4	3
2019	11	1	1	14	2	3
2020	9	1	3	11	1	4
2021	10	4	3	14	6	3
2022	12	8	6	14	8	8
Total	189			231		
Média	8,59	2,57	2,33	10,50	3,43	3,14

Nota: a segunda e quinta colunas "Empresas" detalham o número das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil que tiveram retornos disponíveis no Economática. A terceira e sexta colunas, "Adicionadas", apresentam o número de novas empresas que entram na carteira. A quarta e sétima coluna, "Removidas", contêm o número de empresas do ano anterior que saem da lista ou que não são mais negociadas publicamente.

ocorre em 2005, 2012 e 2022 (12 empresas). Essa composição é bem inferior à dos EUA em Edmans (2011, 2012), que constrói a carteira com 39 a 70 empresas por ano entre 1998 e 2011.

3.3 Retorno Anormal da Carteira

Como em Edmans (2011, 2012), Barnes e Cheng (2023) e Edmans et al. (2024), para a variável dependente, empregamos o retorno de mercado de ações das empresas como medida de desempenho ao invés de performance contábil (lucro, retorno de investimento) ou Q de Tobin, como em Faleye e Trahan (2006); Lau e May (1998); Fulmer et al. (2003); Filbeck e Preece (2003); Simon e DeVaro (2006). Utilizar o valor de mercado como variável

Manuscript

dependente permite (i) capturar todos os canais pelos quais a satisfação possa beneficiar ou não os acionistas (novos produtos, contratos, custos), representando os retornos que eles realmente recebem; e (ii) controlar pelo risco. E utilizar especificamente o retorno futuro das ações (i) oferece menos problema de causalidade reversa comparado aos indicadores de *valuation* ou lucro, já que maior valor de mercado hoje pode levar a maior satisfação (isto é, se a satisfação hoje for resultado de maior lucros, estes lucros já devem estar incorporados no preço das ações); e (ii) razões de valuation ou retornos anormais podem substancialmente subestimar qualquer relação pois satisfação é intangível.

Comparamos o desempenho dessa carteira com o desempenho médio do mercado. Para garantir que qualquer retorno anormal das empresas listadas não seja apenas uma compensação pelo risco, utilizamos o modelo de 4 fatores de Carhart (1997):

$$RP_t - RF_t = \alpha + \beta_{\text{MKT}} \cdot \text{MKT}_t + \beta_{\text{HML}} \cdot \text{HML}_t + \beta_{\text{SMB}} \cdot \text{SMB}_t + \beta_{\text{MOM}} \cdot \text{MOM}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Em que:

- RP_t é o retorno da carteira das Melhores Empresas no mês t;
- RF_t é a taxa livre de risco no mês t, calculada a partir do DI Swap de 30 dias;
- α é o parâmetro que captura o retorno anormal médio das Melhores Empresas;
- MKT é retorno da carteira de mercado em excesso da taxa livre de risco (captura o prêmio de risco do mercado);
- SMB reflete o retorno de uma carteira comprada em empresas com baixo valor de mercado e vendida em empresas com alto valor de mercado;
- HML é o retorno de uma carteira comprada (vendida) em ações com alta (baixa) razão entre valor contábil e valor de mercado;
- MOM é uma carteira de momentum, que compra (vende) ações com retornos passados altos (baixos);
- ε é um termo de erro idiossincrático ortogonal aos fatores de risco (MKT, SMB, HML e MOM).

Manuscript

Além de estimar o retorno em excesso ao longo do período de 2001 a 2023, dividimos a amostra em antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017, realizamos um *rolling window* com dezoito janelas de cinco anos cada e realizamos testes de robustez de outliers e de falseabilidade. Estes procedimentos são apresentados e explicados com detalhes nas seções 4.3 e 4.4.

3.4 Estatísticas Descritivas

A Tabela 2 apresenta o retorno anual da Carteira 1 (C1) e Carteira 2 (C2) em pesos iguais (EW), pesos iguais com winsorização (EWW), pesos ponderados no valor (VW) e pesos ponderados no valor com winsorização (VWW).

Tabela 2
Estatísticas Descritivas dos retornos das carteiras (média mensal ano a ano, em %)

Ano	Carteira 1 (EW)	Carteira 1 (EWW)	Carteira 1 (VW)	Carteira 1 (VWW)	Carteira 2 (EW)	Carteira 2 (EWW)	Carteira 2 (VW)	Carteira 2 (VWW)
2001	0,45%	0,45%	0,05%	0,05%	1,15%	1,15%	2,38%	2,38%
2002	3,24%	3,24%	1,69%	1,69%	2,85%	2,85%	2,24%	1,82%
2003	4,22%	4,22%	1,24%	1,33%	4,22%	4,22%	1,24%	1,33%
2004	0,34%	0,34%	2,27%	2,27%	0,85%	0,85%	3,15%	3,15%
2005	2,24%	2,24%	3,33%	2,96%	1,91%	1,91%	3,32%	3,27%
2006	4,92%	4,91%	2,79%	2,79%	5,11%	5,11%	4,13%	4,13%
2007	-2,75%	-2,67%	-0,55%	-0,55%	-2,75%	-2,73%	-0,55%	-0,55%
2008	2,03%	0,14%	2,05%	2,29%	1,80%	0,95%	2,06%	2,47%
2009	2,75%	2,75%	2,38%	2,38%	2,93%	2,93%	2,92%	2,85%
2010	0,17%	0,17%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,28%	0,28%
2011	2,10%	2,10%	2,06%	2,06%	1,35%	1,35%	1,98%	1,98%
2012	0,68%	0,68%	0,87%	0,87%	0,68%	0,68%	0,96%	0,96%
2013	1,46%	1,46%	1,29%	1,29%	1,57%	1,57%	1,62%	1,62%
2014	-0,69%	-0,69%	0,32%	0,32%	-0,87%	-0,87%	0,12%	0,12%
2015	3,16%	3,07%	1,60%	1,60%	3,35%	2,97%	2,22%	2,22%
2016	3,33%	3,33%	1,48%	1,48%	3,15%	3,15%	1,75%	1,75%
2017	1,75%	1,75%	1,18%	1,18%	1,55%	1,55%	2,05%	2,05%
2018	3,61%	3,61%	2,75%	2,75%	4,03%	3,91%	3,26%	3,26%
2019	0,82%	1,58%	-0,26%	0,32%	0,86%	1,73%	-0,22%	0,41%
2020	1,57%	1,57%	1,63%	1,63%	1,59%	1,59%	1,67%	1,67%
2021	0,42%	0,42%	0,60%	0,60%	0,25%	0,25%	0,45%	0,45%
2022	-1,31%	-1,31%	0,19%	0,19%	-1,13%	-1,13%	0,40%	0,40%
Média	1,57%	1,52%	1,33%	1,35%	1,58%	1,56%	1,70%	1,73%
Mín.	-2,75%	-2,67%	-0,55%	-0,55%	-2,75%	-2,73%	-0,55%	-0,55%
Máx.	4,92%	4,91%	3,33%	2,96%	5,11%	5,11%	4,13%	4,13%
DP	1,86%	1,86%	1,06%	1,00%	1,85%	1,83%	1,26%	1,21%

Nota: a "Carteira 1" não incorpora empresas subsidiárias, enquanto a "Carteira 2" incorpora (por exemplo, Banco Itaú e Itaú Cred, em 2008. Apenas a "Carteira 2" incorpora Itáu Cred na carteira). EW representa pesos iguais (*equal weighted*). EWW representa pesos iguais com winsorização. Pesos ponderados no valor é representado por VW (*value weighted*), enquanto pesos ponderados no valor com winsorização é representado por VWW.

Pela Tabela 2 observamos que, em alguns períodos, os retornos anuais das carteiras são muito sensíveis a metodologia de peso: se uniformemente ponderado ou ponderado no valor. Por exemplo, em 2001 a Carteira 1 (EW)

Manuscript

apresentou retorno mensal médio de 0,45%, nove vezes mais que o retorno da Carteira 1 (VW), de 0,05%. No entanto, na média, essa diferença se reduz: retorno de 1,57% versus 1,33%. Algo semelhante ocorre com a diferença entre as Carteiras 1 e 2, isto é, elas apresentam algumas diferenças acentuadas de valor em alguns anos, mas, em média, são parecidas.

Também observamos que, para a Carteira 1 (EW) e Carteira 2 (EW), há mudanças significativas em 2008 e 2019 (100% ou mais) entre os retornos sem e com winsorização. Quando fazemos a mesma comparação entre as Carteiras 1 e 2 sem e com winsorização, mas com pesos ponderados no valor, as maiores mudanças de retorno ocorrem apenas em 2019.

4. Resultados

4.1 Resultados Principais

A Tabela 3 apresenta os resultados principais, abrangendo todo o período de setembro de 2001 a junho de 2023 para as Carteiras 1 e 2 com pesos uniformes e ponderados pelo valor (isto é, quatro portfólios distintos). De forma geral os resultados corroboram com a Hipótese 1, de que o valor da satisfação do colaborador não é integralmente precificado pelo mercado, havendo excesso de retorno *ex-post*. Tanto a Carteira 1 e 2 igualmente ponderadas apresentam retornos em excesso positivo ao redor de 0,53% ao mês ou aproximadamente 6,6% ao ano, com 5% de significância. A Carteira 2 com pesos ponderados pelo valor apresenta retorno positivo de 0,45% ao mês ou 5,52% ao ano. Portanto, esses desempenhos superiores não são devidos à covariância com os fatores de Carhart (1997).

Esse retorno em excesso é aproximadamente o dobro do encontrado por Edmans (2011, 2012) para o caso americano (2-3% ao ano), e quase metade do encontrado por Edmans et al. (2014) para o caso brasileiro (0,942% ao mês, apesar de não significativo).

A Carteira 1 com pesos ponderados pelo valor também apresenta retorno em excesso positivo de 0,15% ao mês ou 1,81% ao ano. No entanto, esse retorno não é estatisticamente significativo. Logo, não podemos afirmar com confiança que o retorno da carteira é diferente de zero quando todos os fatores de Carhart são nulos.

4.2 Avaliando Mudanças no Grau de Flexibilidade do mercado de trabalho

Enquanto os resultados da Tabela 3 são referentes ao período inteiro de 2001 a 2023, a Tabela 4 e a Tabela 5 repetem a análise dividindo a amostra em duas: antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017 (subperíodo set/2001

Manuscript

Tabela 3
Retorno mensal em excesso das carteiras com pesos uniformes e ponderadas no valor entre 2001 e 2023

	Pesos Uniformes		Pesos Valor	
	Carteira 1	Carteira 2	Carteira 1	Carteira 2
α	0,535**	0,531**	0,149	0,449**
	(2,229)	(2,451)	(0,722)	(1,987)
β_{MKT}	72,889***	79,197***	84,187***	95,087***
	(18,282)	(21,999)	(24,428)	(25,334)
β_{HML}	-10,422*	-8,01	-6,30	1,927
	(-1,917)	(-1,633)	(-1,341)	(0,377)
β_{SMB}	19,482***	22,929***	-12,066**	-16,151***
	(3,614)	(4,711)	(-2,589)	(-3,182)
β_{MOM}	-3,626	-4,989	1,297	0,058
	(-0,810)	(-1,234)	(0,335)	(0,014)
R2	0,666	0,75	0,735	0,753
N	241	241	241	241

Nota: sta tabela apresenta as regressões mensais dos retornos de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997): MKT, HML, SMB e MOM. A variável dependente é o retorno da carteira igualmente ponderada e ponderada pelo valor menos a taxa livre de risco. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A segunda e quarta coluna, Carteira 1, são carteiras compostas por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil. A terceira e quinta coluna, Carteira 2, são carteiras compostas pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a junho de 2023.

a jul/2017 e subperíodo set/2017 a jun/2023). Se aumentar a flexibilidade no mercado de trabalho aumenta benefícios de recrutamento, retenção e motivação, é possível que o alfa médio da carteira após o ano de 2017 seja maior que o período anterior (Hipótese 2). A Tabela 4 apresenta os resultados com as carteiras com pesos uniformes, enquanto a Tabela 5 estão as carteiras com pesos ponderados pelo valor.

As Carteiras 1 e 2 apresentam retorno em excesso positivo de 0,55-0,57% ao mês e significante a pelo menos 10% antes da Reforma Trabalhista, continuando de encontro com a Hipótese 1. Após a Reforma, porém, ambas as carteiras deixam de apresentar retorno em excesso positivo significante, indo contra as Hipóteses 1 e 2.

Ponderada pelo valor, apenas a Carteira 2 antes da Reforma Trabalhista de 2017 apresenta retorno em excesso positivo de aproximadamente 0,50% ao mês, significante ao nível de 10%, corroborando a Hipótese 1. Após a Reforma, ambas as hipóteses são rejeitadas pela Carteira 2. Com base na Carteira 1, como não há retorno em excesso em qualquer período, rejeitam-se as duas hipóteses.

Manuscript

Tabela 4
Retorno em excesso das carteiras igualmente ponderadas antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017

	Carteira 1		Carteira 2	
	Antes de 2017	Depois de 2017	Antes de 2017	Depois de 2017
α	0,570*	0,438	0,552**	0,480
	(1,871)	(1,303)	(2,054)	(1,356)
β_{MKT}	70,423***	82,297***	77,484***	83,847***
	(13,752)	(14,540)	(17,154)	(14,061)
β_{HML}	-10,514	-9,297	-8,324	-5,484
	(-1,613)	(-0,989)	(-1,448)	(-0,554)
β_{SMB}	21,631***	8,066	22,993***	19,496**
	(3,167)	(1,023)	(3,816)	(2,346)
β_{MOM}	-2,877	-6,763	-3,880	-10,222
	(-0,511)	(-1,054)	(-0,781)	(-1,512)
R2	0,598	0,858	0,700	0,860
N	176	65	176	65

Nota: Esta tabela apresenta as regressões mensais dos retornos de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997): MKT, HML, SMB e MOM. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A Carteira 1 é composta por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil com pesos uniformes antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017. A Carteira 2 é composta pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil com pesos uniformes antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a julho de 2017 e de setembro de 2017 a junho de 2023.

4.3 Testes de Robustez

4.3.1 Calculando o retorno em excesso em diferentes janelas temporais

A Tabela 6 apresenta o retorno em excesso da Carteira 1 e Carteira 2 em dezoito janelas temporais diferentes, com cinco anos cada, de 2001 a 2023. Sete das dezoito janelas apresentam algum retorno em excesso significante: de 2011-2016 a 2017-2022. Destas, as Carteira 1 e 2 com pesos uniformes apresentam retorno positivo em excesso variando de 0,70% a 1,31% ao mês ao nível de significância de 1% a 10%. Ponderadas pelo valor, apenas a Carteira 2 na janela de 2016-2021 apresenta retorno positivo em excesso de aproximadamente 0,46% significante a 10%.

4.3.2 Winsorização

Como em Edmans (2011, 2012), realizamos testes de robustez de outliers. Winsorizamos os retornos das carteiras aos níveis de 1% e 99% antes de subtrair pela taxa livre de risco. Se o retorno em dado mês for superior ao 99º percentil, o substituímos por esse limite superior. Da mesma forma, se o retorno em dado mês for inferior ao 1º percentil, o substituímos por esse limite inferior. Os resultados estão apresentados nas Tabelas 7, 8 e 9.

Manuscript

Tabela 5
Retorno em excesso das carteiras ponderadas pelo valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017

	Carteira 1		Carteira 2	
	Antes de 2017	Depois de 2017	Antes de 2017	Depois de 2017
α	0,166	0,090	0,497*	0,402
	(0,651)	(0,294)	(1,787)	(1,164)
β_{MKT}	79,741***	94,340***	92,725***	98,987***
	(18,577)	(18,303)	(19,830)	(17,008)
β_{HML}	-7,918	3,585	2,256%	3,325%
	(-1,449)	(0,419)	(0,379)	(0,344)
β_{SMB}	-13,438**	-16,306**	-18,045***	-14,196*
	(-2,347)	(-2,270)	(-2,893)	(-1,750)
β_{MOM}	3,454	-10,804*	3,980	-16,910**
	(0,732)	(-1,849)	(0,774)	(-2,563)
R2	0,682	0,8912	0,7124	0,8824
N	176	65	176	65

Nota: Esta tabela apresenta regressões mensais dos retornos de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997): MKT, HML, SMB e MOM. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A Carteira 1 é composta por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil com pesos com base no valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017. A Carteira 2 é composta pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil com pesos ponderados no valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a julho de 2017 e de setembro de 2017 a junho de 2023.

A Tabela 7 apresenta os resultados principais deste trabalho com os retornos winsorizados para as Carteiras 1 e 2 entre setembro de 2001 a junho de 2023. Os resultados são similares aos resultados sem winsorização (Tabela 3), havendo excesso de retorno ligeiramente menor para as Carteiras 1 e 2 com pesos uniformes: ao redor de 0,44-0,49% ao mês (ou 5,40-6,05% ao ano) ao nível de 5% de significância. Já a Carteira 2 com pesos ponderados no valor apresenta retorno em excesso ligeiramente maior ao nível de 5% de significância: de 0,53% ao mês ou de 6,48% ao ano.

Na Tabela 8 estão os retornos em excesso winsorizados antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017 (subperíodo set/2001 a jul/2017 e subperíodo set/2017 a jun/2023). Além de haver algum retorno em excesso antes da Reforma (Carteira 2 com pesos ponderados no valor), depois da Reforma três dos quatro modelos (Carteira 1 pesos uniformes e Carteira 2 pesos uniformes e ponderados no valor) apresentam não apenas retorno em excesso significante, mas também em maior magnitude: de aproximadamente 0,75-0,91% ao mês ou 9,34-11,55% ao ano. Essa descoberta está a favor da Hipótese 2 de que aumentar a flexibilidade no mercado de trabalho surge ou aumenta o retorno em excesso das empresas com maior satisfação dos colaboradores.

Manuscript

Tabela 6
Retorno em excesso das carteiras em diferentes janelas temporais

	Carteira 1		Carteira 2	
	α (Pesos Uniformes)	α (Pesos Uniformes)	α (Pesos Valor)	α (Pesos Valor)
2001-2006	0,370	0,199	0,357	0,811
	(0,761)	(0,376)	(0,855)	(1,339)
2002-2007	0,789	0,166	0,634	0,409
	(1,461)	(0,314)	(1,297)	(0,678)
2003-2008	-0,024	-0,002	-0,018	0,353
	(-0,044)	(-0,004)	(-0,034)	(0,594)
2004-2009	0,090	0,246	0,061	0,579
	(0,137)	(0,416)	(0,101)	(0,966)
2005-2010	0,211	0,258	0,139	0,510
	(0,329)	(0,467)	(0,235)	(0,883)
2006-2011	0,243	0,071	0,241	0,298
	(0,383)	(0,134)	(0,413)	(0,533)
2007-2012	0,245	0,234	0,113	0,273
	(0,378)	(0,432)	(0,202)	(0,483)
2008-2013	0,866	0,682	0,718	0,787
	(1,397)	(1,443)	(1,381)	(1,637)
2009-2014	0,322	0,133	0,390	0,247
	(0,823)	(0,368)	(1,136)	(0,640)
2010-2015	-0,027	-0,037	0,104	0,135
	(-0,067)	(-0,095)	(0,311)	(0,337)
2011-2016	0,866*	0,197	0,862**	0,452
	(1,833)	(0,602)	(2,285)	(1,326)
2012-2017	0,980**	0,100	1,057***	0,393
	(2,115)	(0,345)	(2,686)	(1,285)
2013-2018	1,037**	0,016	1,096***	0,417
	(2,194)	(0,061)	(2,781)	(1,465)
2014-2019	1,169**	0,082	1,315***	0,484
	(2,371)	(0,317)	(3,122)	(1,666)
2015-2020	1,124**	-0,069	1,196***	0,336
	(2,614)	(-0,268)	(3,183)	(1,205)
2016-2021	0,814**	0,160	0,920**	0,456*
	(2,346)	(0,621)	(2,576)	(1,685)
2017-2022	0,701**	0,077	0,772**	0,384
	(2,240)	(0,279)	(2,332)	(1,193)
2018-2023	0,267	0,061	0,324	0,285
	(0,739)	(0,176)	(0,833)	(0,747)

Nota: Esta tabela apresenta as regressões mensais dos retornos de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997), embora não exibidos na Tabela. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A segunda e quarta coluna, Carteira 1, são carteiras compostas por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil. A terceira e quinta coluna, Carteira 2, são carteiras compostas pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a junho de 2023.

Manuscript

Tabela 7
Retorno em excesso winsorizado das carteiras com pesos uniformes e ponderados no valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017

	Pesos Uniformes		Pesos Valor	
	Carteira 1	Carteira 2	Carteira 1	Carteira 2
α	0,440**	0,490**	0,217	0,525**
	(1,982)	(2,386)	(1,062)	(2,317)
β_{MKT}	68,49***	72,933***	79,538***	90,005***
	(18,595)	(21,374)	(23,392)	(23,933)
β_{HML}	-5,070	-4,138	-5,081	2,318
	(-1,010)	(-0,890)	(-1,096)	(0,452)
β_{SMB}	12,48***	16,523***	-15,006***	-17,448***
	(2,507)	(3,581)	(-3,264)	(-3,431)
β_{MOM}	-0,615	-3,250	-1,268	-2,363
	(-0,149)	(-0,848)	(-0,332)	(-0,560)
R2	0,658	0,730	0,719	0,733
N	241	241	241	241

Nota: Esta tabela apresenta as regressões mensais dos retornos winsorizados de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997): MKT, HML, SMB e MOM. A variável dependente é o retorno da carteira igualmente ponderada e ponderada pelo valor menos a taxa livre de risco. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A segunda e quarta coluna, Carteira 1, são carteiras compostas por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil. A terceira e quinta coluna, Carteira 2, são carteiras compostas pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a junho de 2023.

Tabela 8
Retorno em excesso winsorizado das carteiras com pesos uniformes e ponderados no valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017

	Carteira 1		Carteira 2	
	Antes de 2017	Depois de 2017	Antes de 2017	Depois de 2017
α pesos uniformes	0,347	0,855*	0,395	0,915**
	(1,27)	(2,423)	(1,607)	(2,48)
α pesos valor	0,167	0,413	0,450*	0,747**
	(0,672)	(1,264)	(1,822)	(2,026)
N	176	65	176	65

Nota: Esta tabela apresenta regressões mensais dos retornos de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997): MKT, HML, SMB e MOM. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A Carteira 1 é composta por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil com pesos uniformes e ponderados no valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017. A Carteira 2 é composta pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil com pesos uniformes e ponderados no valor antes e depois da Reforma Trabalhista de 2017. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a julho de 2017 e de setembro de 2017 a junho de 2023.

Manuscript

Os resultados da Tabela 8 são praticamente opostos aos resultados sem winsorização antes e depois da Reforma Trabalhista (Tabela 5), sugerindo presença significativa de outliers. A provável explicação está nos anos de 2008 e 2019. Em 2008, após a winsorização, como mostra a Tabela 2, as Carteiras 1 e 2 com pesos igualmente ponderados sofrem queda do retorno de 2,03% e 1,80% para 0,14% e 0,95%, respectivamente.[7]

Já em 2019, após a winsorização, as Carteiras 1 e 2 com pesos igualmente ponderados aumentam o retorno de 0,82% e 0,86% para 1,58% e 1,73%, respectivamente. Com pesos ponderados no valor o retorno das duas carteiras vai de -0,26% e -0,22% para 0,32% e 0,41%, respectivamente. (Vide Tabela 2.)[8]

Por fim, na Tabela 9, diferentemente da Tabela 6, estão apenas as janelas temporais com 5 anos cada em que pelo menos uma das carteiras apresenta alfa. Como na Tabela 6, continua havendo excesso de retorno significante de 2011-2016 a 2017-2022 em que as Carteira 1 e 2 com pesos uniformes apresentam retorno positivo em excesso ao nível de significância de 1%, 5% ou 10%. Nessas janelas, com pesos ponderados no valor, a Carteira 2 em 2016-2021 continua apresentando retorno positivo em excesso significante a 10%, mas também em 2015-2020 e 2017-2022. Adicionalmente, quando winsorizados, também há algum excesso de retorno nas janelas 2009-2013 (Carteira 2 pesos ponderados no valor) e 2018-2023 (com exceção Carteira 1 pesos ponderados no valor).

É interessante observar que, nas carteiras com pesos uniformes, as janelas que possuem algum período do pós Reforma (2017 em diante) tendem a apresentar retorno em excesso superior comparado as janelas pré Reforma.

4.4 Teste de placebo: alfa de portfólios determinados aleatoriamente

Embora as carteiras GPTW tenham demonstrado excesso de retorno em várias das especificações e janelas aqui estudadas, isso por si só não garante que o efeito seja de fato oriundo da melhor satisfação dos funcionários. Eventualmente, algum tipo de viés na amostra, na formação das carteiras ou no processo de análise pode ter influenciado os resultados encontrados.

Para contornar esse potencial problema e aumentar a confiabilidade dos resultados, nós formamos cem (100) portfólios aleatórios a partir de uma

[7] Em abril de 2008, a empresa Plascar apresentou retorno positivo de 154%, enquanto nas demais empresas do período o retorno foi em torno de 15%. Isso justifica, em grande parte, a diferença encontrada nas carteiras de pesos uniformes. No entanto, como a empresa, em termos de valor de mercado, representa apenas 0,13% da carteira (em média), seu elevado retorno naquele mês não impactou significativamente as carteiras ponderadas por valor.

[8] Em março de 2019, há retorno negativo de aproximadamente 24%, puxado pela maioria das empresas que apresentaram prejuízo em magnitude próxima. Nos demais meses o retorno médio é de +2,3%. Após a winsorização, essa diferença se reduz, aumentando o retorno da carteira.

Tabela 9
Retorno em excesso winsorizado das carteiras em diferentes janelas temporais

	Pesos Uniformes		Pesos Valor	
	α Carteira 1	α Carteira 2	α Carteira 1	α Carteira 2
2008–2013	0,273	0,446	0,744	0,900*
	(0,636)	(1,047)	(1,616)	(1,845)
2011–2016	0,829*	0,721**	0,192	0,449
	(1,763)	(2,014)	(0,583)	(1,325)
2012–2017	0,944**	0,931**	0,091	0,388
	(2,047)	(2,48)	(0,315)	(1,274)
2013–2018	1,005**	0,960**	0,012	0,412
	(2,135)	(2,548)	(0,043)	(1,453)
2014–2019	1,143**	1,159***	0,088	0,481
	(2,23)	(2,885)	(0,340)	(1,657)
2015–2020	1,380***	1,391***	0,161	0,576*
	(3,122)	(3,665)	(0,560)	(1,841)
2016–2021	1,176***	1,284***	0,450	0,764**
	(3,187)	(3,425)	(1,523)	(2,449)
2017–2022	1,161***	1,238***	0,430	0,762**
	(3,547)	(3,656)	(1,413)	(2,177)
2018–2023	0,752*	0,841**	0,438	0,690*
	(1,948)	(2,041)	(1,200)	(1,714)

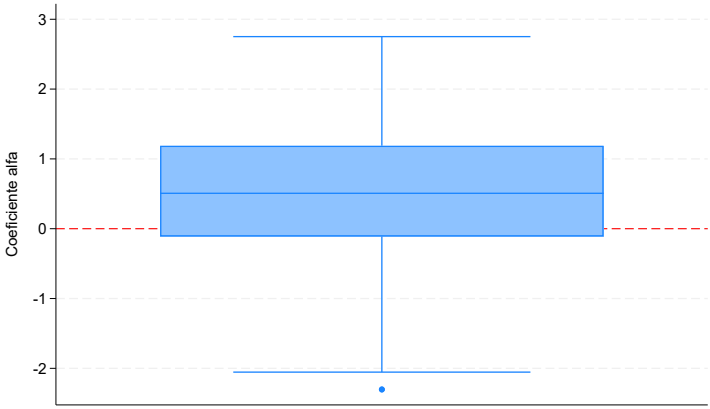
Nota: Esta tabela apresenta as regressões mensais dos retornos de uma carteira das Melhores Empresas Para Trabalhar no Brasil aos quatro fatores de Carhart (1997), embora não exibidos na Tabela. O alfa é o retorno em excesso ajustado ao risco. A segunda e quarta coluna, Carteira 1, são carteiras compostas por empresas que estavam diretamente na lista GPTW Brasil. A terceira e quinta coluna, Carteira 2, são carteiras compostas pelas empresas da Carteira 1 mais empresas cuja subsidiária estava na lista GPTW Brasil. Entre parênteses está a estatística t. *, ** e *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O período amostral é de setembro de 2001 a junho de 2023.

amostra composta pelos ativos constituintes do Ibovespa no período 2001 a 2023. Para garantir as mesmas condições das carteiras GPTW, nós reconstituímos a carteira (com nova formação aleatória) anualmente, no mesmo mês das carteiras GPTW. Por simplicidade, fixamos o tamanho da carteira em oito ativos (o equivalente a uma carteira GPTW típica da nossa amostra, conforme a Tabela 1) e agregamos os retornos por pesos iguais. Dos retornos mensais dessas carteiras, foi descontada a taxa livre de risco, exatamente como nas carteiras GPTW. Com essas cem carteiras aleatórias, nós rodamos cem regressões exatamente como na Equação 1, avaliando o alfa dessas carteiras para o período completo (2001 a 2023). Exatamente por serem carteiras aleatoriamente determinadas, é esperado que o coeficiente alfa seja estatisticamente significativo uma fração pequena das vezes. Caso contrário, o resultado poderia indicar algum tipo de viés na nossa amostra ou no método de análise.

A análise das 100 simulações revelou que o alfa médio (mediano) foi de 0.48 (0.51). A Figura 1 expõe a variabilidade desses alfas através de um *boxplot* (ou diagrama de caixas). Mais importante, considerando um nível de

significância de 5%, as análises indicam que o coeficiente linear foi positivo e estatisticamente significativo em 12 ocasiões. Em outras 4 simulações, o alfa foi negativo e estatisticamente significativo. Portanto, apesar da média positiva, o alfa estimado foi estatisticamente indistinguível de zero em 84 das 100 carteiras simuladas, o que sugere que os resultados das carteiras GPTW são de fato atribuídos à performance superior daquelas ações e não a algum tipo de viés de amostra ou de método de análise.

Figura 1
Placebo: boxplot de alfas gerados por 100 carteiras construídas aleatoriamente



Note: Este *boxplot* (ou diagrama de caixas) mostra a dispersão de 100 alfas estimados pela Eq. 1. Nestas 100 simulações, os portfólios são determinados aleatoriamente por ativos constituintes do Ibovespa durante o período amostral (2021 a 2023). Por simplificação, o tamanho do portfólio é fixo a cada ano (e igual a oito ativos, o que é o tamanho típico de uma carteira formada pelo critério GPTW na nossa amostra) e a agregação é feita com pesos iguais.

5. Conclusão

Quão importante é a satisfação dos colaboradores para o valor das empresas? Descobrimos que, mesmo o Brasil sendo um país com certa rigidez no mercado de trabalho, empresas brasileiras com elevada satisfação dos colaboradores, entre setembro de 2001 e junho de 2023, apresentam retorno em excesso médio entre 5,40 e 6,48% ao ano, significante econômica e estatisticamente (este ao nível de 5%), mesmo controlando por fatores de risco (mercado, tamanho, valor e momentum) e levando em conta a presença de outliers. Testes de placebo sugerem confiabilidade dos resultados. Além disso,

quando analisamos cada quinquênio individualmente, encontramos retorno em excesso basicamente a partir da janela 2011-2016, ou seja, os rendimentos anormais positivos são decorrentes dos períodos mais recentes. Esse resultado está em linha com Edmans (2011, 2012) e com a hipótese de que a elevada satisfação dos colaboradores aumenta o valor das empresas, mas corrobora apenas parcialmente com as descobertas de Edmans et al. (2014) para o cenário brasileiro antes de 2013.

Como forma de levar em conta possíveis impactos da Reforma Trabalhista de 2017 sobre a associação entre satisfação e valor, transformamos o período amostral em diferentes subamostras. Antes da Reforma Trabalhista, encontramos retorno positivo em excesso significante ao nível de 5% e 10%, mas não após a Reforma. No entanto, após a winsorização, identificamos retornos em excesso principalmente depois da Reforma Trabalhista e em maior magnitude: de 0,75-0,91% ao mês ou 9,34-11,55% ao ano, significantes a pelo menos 10%. A maior flexibilidade promovida pela Reforma Trabalhista pode ter contribuído para essas diferenças, ao oferecer suporte à hipótese de que o aumento da flexibilidade no mercado de trabalho amplifica os efeitos positivos da satisfação dos empregados sobre o valor das empresas, conforme sugerido por Edmans et al. (2014).

Poder-se-ia argumentar que a Reforma Trabalhista, por flexibilizar a negociação do trabalho e aumentar o valor das empresas, apenas beneficiaria estas. No entanto, leis trabalhistas são mais regras contratuais do que realmente direitos, e podem gerar distorções e diminuir o bem-estar geral. Impor custos as demissões desestimulam não só as próprias demissões, mas também as contratações, aumentando a duração do desemprego e reduzindo a mobilidade no mercado de trabalho - um componente importante para o progresso tecnológico e o desenvolvimento. Quem não tem emprego acha mais difícil encontrar trabalho; quem tem está mais seguro, porém, em atividades não tão valiosas e com salários que não sobem mais (Guimarães, 2015). Os resultados sugerem que, apesar de o Brasil não ter um mercado de trabalho flexível, o benefício marginal da satisfação pode ser superior aos seus custos e que a elevada satisfação está mais associada à produtividade do que a problemas de agência.

Utilizamos o valor da empresa como variável dependente para reduzir problemas de causalidade reversa, para capturar todos os potenciais canais pelos quais a satisfação possa afetar o valor da empresa, e para controlar a performance pelos riscos. No entanto, ainda é possível que uma terceira variável omitida, como boa gestão, esteja por trás tanto da elevada satisfação quanto do retorno da ação. Há autores, como Barnes e Cheng (2023), que identificam que o impacto da opinião dos funcionários sobre o valor da empresa contribui

para o debate que questiona a teoria clássica do agente-principal, sugerindo que CEOs deveriam trabalhar para todos os stakeholders, dentre eles funcionários. Mesmo que nossos resultados oferecessem identificação causal, acreditamos que isso não muda para quem os CEOs devem trabalhar, pois, nesse caso, aumentar a satisfação do colaborador é trabalhar para o interesse dos acionistas.

Mesmo que causalidade reversa ou variável omitida expliquem a maior parte dos resultados, duas importantes implicações deste trabalho continuam: pode ser uma boa estratégia de investimento ter posição longa em empresas da lista GPTW Brasil, e ampliamos a literatura que estuda falhas do mercado em incorporar informações altamente visíveis de intangíveis.

Como nosso resultado empírico sobre a associação entre satisfação no trabalho e valor da empresa não permite uma interpretação causal nem controlam por variáveis que representam a flexibilidade no mercado de trabalho, o consideramos exploratório e incentivamos pesquisas futuras que possam estabelecer efeitos causais.

Agradecimentos

Nós agradecemos Henrique Castro (FGV EESP) e Marcelo Cabús Klötzle (IAG/PUC-Rio) por comentários e sugestões de melhoria em versão anterior desta pesquisa.

Referências

Aboody, D. e Lev, B. (1998). The value relevance of intangibles: The case of software capitalization, *Journal of Accounting research* **36**: 161–191.

Akerlof, G. A. (1982). Labor contracts as partial gift exchange, *The quarterly journal of economics* **97**(4): 543–569.

Akerlof, G. A. e Yellen, J. L. (1986). *Efficiency wage models of the labor market*, Cambridge University Press.

Allen, D. G., Bryant, P. C. e Vardaman, J. M. (2010). Retaining talent: Replacing misconceptions with evidence-based strategies, *Academy of management Perspectives* **24**(2): 48–64.

Barnes, S. e Cheng, Y. (2023). Employee approval of ceos and firm value: Evidence from employees' choice awards, *Journal of Corporate Finance* **78**: 102341.

Barsade, S. G. e Gibson, D. E. (2007). Why does affect matter in organizations?, *Academy of management perspectives* **21**(1): 36–59.

Manuscript

Bénabou, R. e Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility, *Economica* **77**(305): 1–19.

Berk, J. B., Stanton, R. e Zechner, J. (2010). Human capital, bankruptcy, and capital structure, *The Journal of Finance* **65**(3): 891–926.

Cappelli, P. e Neumark, D. (2001). Do "high-performance" work practices improve establishment-level outcomes?, *Ilr Review* **54**(4): 737–775.

Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance, *The Journal of finance* **52**(1): 57–82.

Carvalho, S. S. d. (2017). Uma visão geral sobre a reforma trabalhista.

Chan, L. K., Lakonishok, J. e Sougiannis, T. (2001). The stock market valuation of research and development expenditures, *The Journal of finance* **56**(6): 2431–2456.

Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H. e Vlachos, J. (2009). Do entrenched managers pay their workers more?, *the Journal of Finance* **64**(1): 309–339.

Deng, Z., Lev, B. e Narin, F. (1999). Science and technology as predictors of stock performance, *Financial Analysts Journal* **55**(3): 20–32.

Drucker, P. (2003). Sociedade pós-capitalista. 3ª edição, *São Paulo: Ed. Actual* .

Drucker, P. F. (1974). Management: Tasks, responsibilities, practices.

Drucker, P. F. (2008). *O essencial de Drucker: Uma selecção das melhores teorias do pai da Gestão*.

Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? employee satisfaction and equity prices, *Journal of Financial economics* **101**(3): 621–640.

Edmans, A. (2012). The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility, *Academy of Management Perspectives* **26**(4): 1–19.

Edmans, A. e Gabaix, X. (2011). The effect of risk on the ceo market, *The Review of Financial Studies* **24**(8): 2822–2863.

Manuscript

Edmans, A., Li, L. e Zhang, C. (2014). Employee satisfaction, labor market flexibility, and stock returns around the world, *Technical report*, National Bureau of Economic Research.

Edmans, A., Pu, D., Zhang, C. e Li, L. (2024). Employee satisfaction, labor market flexibility, and stock returns around the world, *Management Science* **70**(7): 4357–4380.

Faleye, O. e Trahan, E. A. (2006). Is what's best for employees best for shareholders?, *Available at SSRN 888180* .

Filbeck, G. e Preece, D. (2003). Fortune's best 100 companies to work for in america: Do they work for shareholders?, *Journal of Business Finance & Accounting* **30**(5-6): 771–797.

Fisher, C. D. (2010). Happiness at work, *International journal of management reviews* **12**(4): 384–412.

Fulmer, I. S., Gerhart, B. e Scott, K. S. (2003). Are the 100 best better? an empirical investigation of the relationship between being a "great place to work" and firm performance, *Personnel psychology* **56**(4): 965–993.

Griffeth, R. W., Hom, P. W. e Gaertner, S. (2000). A meta-analysis of antecedents and correlates of employee turnover: Update, moderator tests, and research implications for the next millennium, *Journal of management* **26**(3): 463–488.

Guimarães, B. (2015). *A riqueza da nação no século XXI*, BEÍ.

Guiso, L., Sapienza, P. e Zingales, L. (2015). The value of corporate culture, *Journal of Financial Economics* **117**(1): 60–76.

Ian Carlin, B. e Gervais, S. (2009). Work ethic, employment contracts, and firm value, *The Journal of Finance* **64**(2): 785–821.

Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* **3**: 305–360.

Lau, R. S. M. e May, B. E. (1998). A win-win paradigm for quality of work life and business performance, *Human Resource Development Quarterly* **9**(3): 211–226.

Lev, B. e Sougiannis, T. (1996). The capitalization, amortization, and value-relevance of r&d, *Journal of accounting and economics* **21**(1): 107–138.

Manuscript

Levering, R. e Moskowitz, M. (1993). The ten best companies to work for in america., *Business & Society Review (00453609)* (85).

Levering, R., Moskowitz, M. e Katz, M. (1984). The hundred best companies to work for in america.

Ljungqvist, A. (2007). Ipo underpricing, *Handbook of empirical corporate finance* pp. 375–422.

McGregor, D. (1960). *The human side of enterprise*, McGraw-Hill.

Oliveira, B. C. e Kaio, E. K. (2015). Desempenho de ações de empresas brasileiras após seu ipo: evidências de curto e de longo prazo, *REGE* pp. 173–186.

Rajan, R. G. e Zingales, L. (1998). Power in a theory of the firm, *The Quarterly Journal of Economics* **113**(2): 387–432.

Rodrigues, M. (2017a). Por que a reforma trabalhista é tão impopular?, https://porque.com.br/por-que-reforma-trabalhista-e-tao-impopular. Online; accessado em 02 de Abril 2025.

Rodrigues, M. (2017b). Quem ganha e quem perde com a reforma trabalhista?, https://porque.com.br/quem-ganha-e-quem-perde-com-a-reforma-trabalhista. Online; accessado em 02 de Abril 2025.

Shapiro, C. e Stiglitz, J. E. (1984). Equilibrium unemployment as a worker discipline device, *The American economic review* **74**(3): 433–444.

Simon, D. H. e DeVaro, J. (2006). Do the best companies to work for provide better customer satisfaction?, *Managerial and decision economics* **27**(8): 667–683.

Thelen, K. (2001). Varieties of labor politics in the developed democracies, *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage* **71**: 76–92.

Zingales, L. (2000). In search of new foundations, *The journal of Finance* **55**(4): 1623–1653.

Manuscript

A. Apêndice - Empresas do GPTW Brasil negociadas na B3 desde 2001

O Quadro A1 apresenta as empresas listadas no ranking GPTW Brasil desde 2001 que também tinham suas ações negociadas na B3. Na primeira coluna estão as empresas que estiveram pelo menos uma vez na lista GPTW Brasil entre 2001 e 2022. A segunda coluna mostra os anos em que as empresas estavam tanto na lista das Melhores Empresas quanto na B3.

Quadro A1
Empresas listadas no ranking GPTW Brasil e na bolsa de valores brasileira

Empresas no Ranking Nacional GPTW e na Bolsa	Período no Ranking e na Bolsa
Aeris**	2020
AES Sul****	2001-2004
Ambev	2003, 2007-2021
Americanas	2022
Amil**	2007
Amil Resgate Saúde (Amil)*	2010, 2012
Ampla Energia	2008, 2012, 2013
Aracruz Celulose	2004, 2005
B3	2021
Banco Bradesco	2001, 2002, 2004-2020
Banco Mercantil do Brasil	2014-2021
Banco Santander	2016-2021
Bemobi Mobile Tech**	2021
Boehringer Ingelheim (Hypera)***	2022
Bombril	2006
Bradesco Seguros (Banco Bradesco)*	2018, 2021
Brasilprev (Banco do Brasil)*	2004, 2006
Braskem	2005
Caraíba Metais**, ****	2002, 2003
Carbocloro (Unipar)*	2004, 2005
CCR	2012
CELPA (Equatorial Energia Pará)*	2016-2019
Cia. Iguaçú de Café Solúvel****	2001
Cielo	2017-2019, 2021, 2022
Clear Sale**	2021, 2022
Coelce	2008-2014
Cosern****	2015-2017
Copesul	2001, 2004, 2005
CPFL**	2004, 2005
CTEEP	2016-2019
Droga Raia****	2001
Ecorodovias	2011-2013
Elektro/Elektro****	2005, 2006, 2011-2017
Embraer	2009-2017
Energisa Rondônia (Energisa)*	2022
Energisa Tocantins (Energisa)*	2019-2021
Equatorial Energia Maranhão****	2006, 2007, 2011-2019, 2021
Fras Le	2002, 2004, 2005
Getnet (Banco Santander)*, **	2019, 2021
Grupo Pão de Açúcar	2001-2004
Grupo Segurador BB&MAPFRE (Banco do Brasil)*	2009-2016, 2018

Continua na próxima página

Manuscript

Empresas no Ranking Nacional GPTW e na Bolsa	Período no Ranking e na Bolsa
GVT (Telefônica)*,***	2009, 2014, 2015
IESA Óleo & Gás (Inepar)*	2008, 2009, 2011
Instituto Itaú Cultural (Itaú Unibanco)*	2009
Intelbras**	2021, 2022
Ipiranga Química (Ipiranga Distribuição)*	2004, 2005
Itaú Unibanco	2006, 2008-2022
Itaucred Veículos (Itaú Unibanco)*	2008
Localiza	2022
Lojas Quero-Quero	2022
Lojas Renner****	2001, 2003
Lojas Riachuelo (Guararapes)*	2015-2021
Magazine Luiza**	2011-2022
Marcopolo	2001-2005
Mineração Rio do Norte (Vale)*	2001, 2017
Natura**	2004, 2005, 2018, 2019
Odontoprev**	2006-2008
Ouro Fino Saúde Animal	2022
Plascar	2007-2010
Porto Seguro	2005, 2007, 2022
Randon	2002-2005
SLC Agrícola	2020, 2022
Suzano Papel e Celulose	2019, 2020
Tecnisa	2009
Telefônica	2005, 2006, 2011-2014, 2018-2022
Telesp Celular (Telefônica)*	2002
Tupy****	2002
Unidas/Locamerica*, ***	2017, 2018
Weg	2001, 2003-2005
Whirlpool****	2003-2005, 2012-2018, 2021
Zurich Santander (Banco Santander)*	2018, 2019, 2022

Nota: As empresas com * referem-se a subsidiárias ou controladas de grupos listados na bolsa. As com ** realizaram IPO recentemente. As com *** resultam de fusões ou aquisições. E as com **** deixaram a bolsa ou foram incorporadas.

Manuscript